



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM Nº 19957.005411/2019-39

Reg. Col. nº 1864/20

Interessado: Millenium Inorganic Chemicals Holdings Brasil Ltda.
Assunto: Recurso contra Decisão da SRE – OPA por alienação de controle da Tronox Pigmentos do Brasil S.A.
Relator: SRE/GER-1

Manifestação de voto

I. Delimitação da controvérsia

1. Trata-se de recurso interposto por Millenium Inorganic Chemicals Holdings Brasil Ltda. (“Ofertante” ou “Recorrente”) contra decisão da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (“SRE”) que indeferiu, em 27.02.2020, por meio do Ofício nº 28/2020/CVM/SRE/GER-1, o pedido de registro de oferta pública de aquisição de ações (“OPA” ou “Oferta”) por alienação indireta do controle da Tronox Pigmentos do Brasil S.A., antiga Cristal Brasil S.A. (“Companhia”)¹.

2. Após o caso ter sido relatado pela SRE na Reunião do Colegiado de 28.07.2020, pedi vista dos autos deste processo para que pudesse analisar, de forma mais detida, os fundamentos que levaram a área técnica a indeferir o pedido de registro da Oferta.

¹ Conforme já relatado pela área técnica, em 21.02.2017, de um lado, a The National Titanium Dioxide Company Limited (“Cristal”) e a Cristal Inorganic Chemicals Netherlands Coöperatief W.A. (“Vendedora”), e, de outro lado, a Tronox, celebraram o Contrato da Transação (“Contrato”) tendo por objeto a alienação dos negócios de dióxido de titânio pertencentes à Cristal, o que resultou na alienação indireta do controle da Companhia (“Transação”). Em 10.04.2019, ocorreu o fechamento da Transação, de modo que a Tronox adquiriu da Vendedora, dentre outros ativos, todas as ações de emissão da Cristal Inorganic Chemicals Netherlands BV (“Ações BV”), controladora indireta da Companhia. 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, 99,02% de todas as ações ordinárias e 56,89% de todas as ações preferenciais da Companhia. O valor total pago no fechamento à Cristal foi de US\$2.199.120.000,00, dividido da seguinte forma: (i) 76,1%, equivalente a US\$1.673.000.000,00, pagos em dinheiro; e (ii) 23,9%, equivalente a US\$526.120.000,00, pagos mediante a entrega de 37.580.000 recibos de depósito de ações da Tronox Holdings PLC, negociadas publicamente na The New York Stock Exchange – NYSE.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

3. Em síntese e sem adentrar em discussões que já foram assentadas ao longo desse processo de registro² ou que poderão ser objeto de análise pelo Colegiado oportunamente³, a área técnica entende que a DJP apresentada pela Ofertante deveria ser ajustada, de modo que as projeções utilizadas para calcular o múltiplo EV/EBITDA da Cristal não considerem as sinergias esperadas em decorrência da Transação⁴. A Recorrente, por sua vez, alega que tais sinergias devem ser incorporadas aos EBITDAs projetados da Cristal, uma vez que foram relevantes para a aprovação da operação pelo conselho de administração da Tronox.

4. Além disso, em resposta ao Ofício nº 127/2020/CVM/SRE/GER-1⁵, a Ofertante informou que, em 10.02.2020, as partes assinaram um *Letter Agreement*⁶, no qual foi indicado que, em setembro de 2019, a Tronox realizou um pagamento à Vendedora, controladora indireta da Companhia, no valor de US\$ 36.727.673, “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”⁷.

5. Diante disso, a SRE entendeu que a DJP também deveria “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”⁸. A Ofertante, por sua vez, sustenta que o valor pago corresponderia a um ajuste, decorrente de um excesso de caixa da Cristal que não havia sido considerado durante a negociação

² Neste sentido, é importante destacar que, após interações com a área técnica e a interposição do recurso ao Colegiado, a Ofertante reapresentou sua Demonstração Justificada de Preço (“DJP”), utilizando a metodologia de múltiplos de EBITDA para calcular o montante do preço da Transação que foi alocado à Companhia. Além disso, após novas interações com a SRE, o múltiplo EV/EBITDA obtido para a Cristal passou a utilizar dados projetados do seu EBITDA de 2017 a 2021.

³ Refiro-me, por exemplo, ao pedido da Ofertante de adoção de procedimento diferenciado, nos termos do art. 34 da Instrução CVM nº 361/2002, que poderá ser analisado pela Autarquia caso o Colegiado delibere pelo prosseguimento do registro da Oferta.

⁴ De acordo com a SRE: “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.” (doc. SEI 1054137).

⁵ Doc. SEI 0999294.

⁶ Doc. SEI 1043340. O *Letter Agreement* foi assinado, de um lado, pela Cristal e a Vendedora, e, de outro lado, pela Tronox e Tronox Holding PLC.

⁷ Doc. SEI 1040905.

⁸ Doc. SEI 1054137.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

e aprovação da Transação e, portanto, não deveria ser utilizado para a definição do preço da OPA.

6. Tratarei de cada um desses pontos separadamente a seguir. Antes, contudo, gostaria de esclarecer algumas premissas que nortearam minha análise.

7. Em primeiro lugar, o caso possui uma complexidade inerente às alienações indiretas de controle, em especial quando é uma de várias companhias cujo controle foi transferido indiretamente por força da alienação do controle de sua acionista controladora. Como se sabe, por vezes, o contrato de compra e venda das ações da companhia controladora não contempla a especificação das parcelas do preço de compra referente a cada companhia controlada ou qualquer indicação de valor individualizado

8. No caso concreto, a ausência de uma análise individualizada da Companhia por parte da Tronox ou de previsão contratual que permita identificar, com grau minimamente razoável de precisão, a parcela do preço global de compra da Cristal que corresponde à aquisição da Companhia dificulta a definição do preço da Oferta e a verificação de concessão de tratamento igualitário aos acionistas, previsto no art. 254-A da Lei nº 6.404/1976, e que cabe à CVM tutelar.

9. Conforme este Colegiado já teve a oportunidade de decidir, 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, o que implica definir os termos da OPA de forma vinculada ao negócio original de compra e venda do controle. Neste sentido, os princípios orientadores que constam da decisão do Colegiado no Processo CVM nº 19957.001656/2017-25, em 02.05.2018, são integralmente aplicáveis a este caso, especialmente o de que:

“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”

10. Em segundo lugar, minha análise quanto aos métodos de avaliação utilizados, as métricas adotadas e os valores considerados está circunscrita ao caso concreto. Assim, se é verdade que os precedentes deste Colegiado evocados tanto pela SRE como pela Ofertante oferecem orientações importantes para esse tipo de caso, seu alcance não supera



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

as diferenças existentes em razão de características específicas dos negócios envolvidos nas respectivas operações societárias.

11. Em outras palavras, ainda que os precedentes possam servir de parâmetro para outros casos e comprovar que o ofertante está fundamentando seus cálculos em métodos de avaliação reconhecidos pela prática de mercado, é preciso ter em mente que determinada metodologia de avaliação só cumprirá sua função na DJP se tiver suficiente correspondência com os critérios utilizados para a definição do preço de aquisição do controle. Da mesma forma, a incorporação, por exemplo, de dados prospectivos ou de ganhos sinérgicos no cálculo de múltiplo de EBITDA na DJP só será legítima se tais dados, de fato, guardarem suficiente relação com o preço pago pelo adquirente – não se trata, afinal, de aferir o preço justo das companhias cujo controle foi alienado, mas de assegurar aos seus acionistas minoritários um tratamento igualitário ao que foi concedido ao antigo acionista controlador⁹.

12. Feitos esses esclarecimentos iniciais, passo à análise dos dois pontos controversos apontados pela área técnica.

II. Impactos das sinergias esperadas com a Transação no preço da Oferta

13. A Ofertante sustenta, resumidamente, que “*uma das principais razões consideradas pelo conselho de administração da Tronox para a aprovação da Transação foram as sinergias esperadas, financeiras ou não*”¹⁰. Assim, a seu ver, não seria possível afirmar que o conselho de administração da Tronox aprovaria a Transação, nos termos em que foi proposta, caso as sinergias globalmente identificadas não fossem consideradas¹¹.

⁹ Como ressaltei ao analisar o já mencionado Processo CVM nº 19957.001656/2017-25, j. em 02.05.2018: “*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*”.

¹⁰ Doc. SEI 1040905.

¹¹ A Recorrente destaca que “[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.” (doc. SEI 1040905).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

14. Neste sentido, ainda que a Transação tenha sido avaliada sob diferentes perspectivas e metodologias (inclusive o fluxo de caixa descontado desconsiderando as sinergias), o valor das sinergias identificadas pela compradora no contexto da Transação era relevante e, por isso, deveria ser incorporado aos cálculos do múltiplo EV/EBITDA na DJP.

15. Vale ainda ressaltar que, para a Ofertante, a despeito de não terem sido identificadas sinergias nos ativos brasileiros da Cristal¹², o preço da operação foi definido de forma global¹³. Assim, “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”¹⁴. Ou seja, incorporar as sinergias esperadas nas projeções de EBITDA da Cristal seria apenas uma forma de “torná-las confrontáveis com o preço pago”¹⁵.

16. A SRE, por sua vez, conforme entendimento consubstanciado no Memorando nº 30/2020-CVM/SRE/GER-1, alega que o valor pago pela Tronox pela aquisição da Cristal se mostrava vantajoso em todos os cenários apresentados pelo assessor financeiro da compradora, inclusive o fluxo de caixa descontado da Cristal sem considerar as sinergias. Isto é, a Transação, na visão da SRE, seria economicamente justificável ainda que não gerasse sinergias no futuro.

17. Além disso, a área técnica argumenta que não seria possível, com base na documentação apresentada pela Requerente, identificar a fração das sinergias que seria incorporada aos resultados de cada uma das companhias (Tronox e Cristal), de modo que não seria correto atribuir ao fluxo de caixa futuro da Cristal todo o montante projetado em sinergias, sobretudo ante a ausência de documentos que demonstrem qual parcela desse montante seria atribuída a cada companhia.

¹² De acordo com a Recorrente: “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 (iii) os custos significativos que precisariam ser incorridos para a reabilitação da mina.” (doc. SEI 1040905).

¹³ A Ofertante sustenta que “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” (doc. SEI 1040905).

¹⁴ Doc. SEI 1040905.

¹⁵ Doc. SEI 1040905.



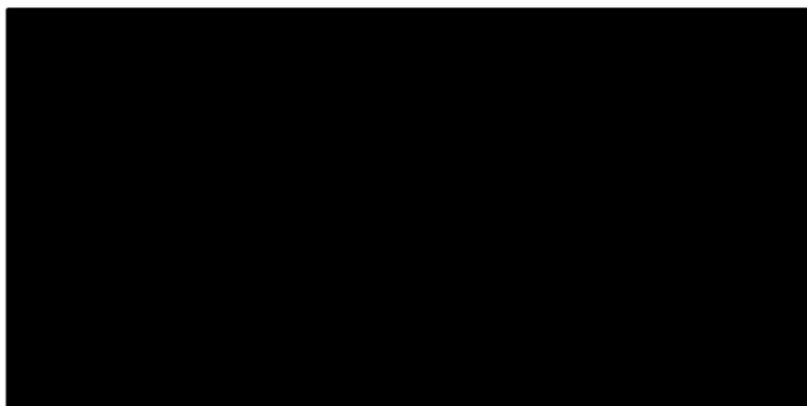
COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

18. Assim, para a SRE, “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”¹⁶.

19. A meu ver, são razoáveis as ponderações feitas pela área técnica no sentido de que as informações apresentadas pela Requerente não permitem concluir que o preço pago pela Tronox incorporou tais estimativas.

20. Como se pode notar pela apresentação da diretoria da Tronox ao seu conselho de administração, em novembro de 2016, já se atribua à Cristal um múltiplo de 7x *EBITDA* para a definição do preço de compra¹⁷, sem considerar as possíveis sinergias decorrentes da Transação, ainda que se indicasse uma estimativa para tais ganhos¹⁸:

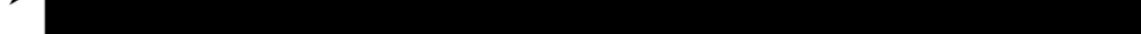


21. Este múltiplo é condizente com o que, ao final, foi acordado entre as partes. Os assessores jurídicos da Ofertante, após diversas interações com a área técnica para discutir a consistência da DJP, informaram por *e-mail* que, no presente caso, as partes teriam chegado a um “acordo verbal quanto ao 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”¹⁹.

¹⁶ Doc. SEI 1054137.

¹⁷ Doc. SEI 0878773.

¹⁸ Conforme o slide 139 da apresentação



(doc. SEI 0878773)

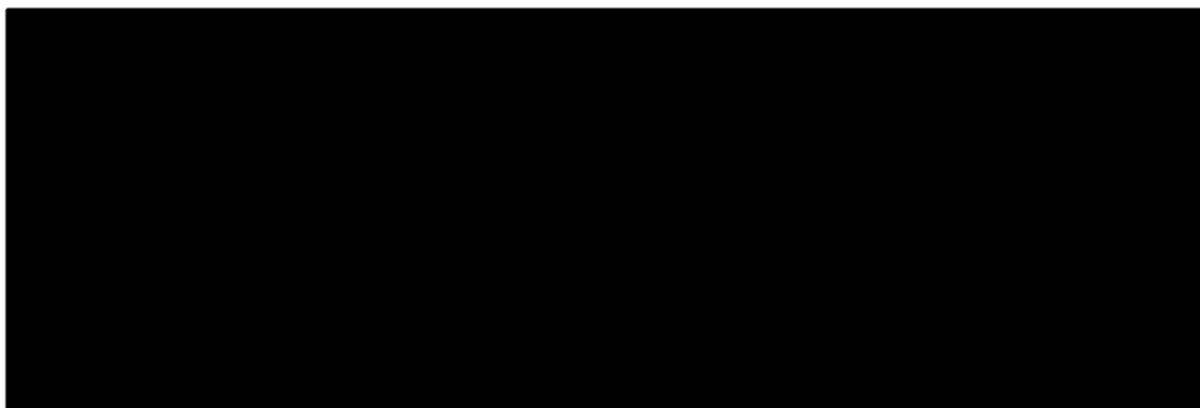
¹⁹ Doc. SEI 0878769.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

22. Ocorre que, segundo a apresentação dos assessores financeiros da Tronox ao seu conselho de administração em 14.02.2017²⁰, o múltiplo de aproximadamente 6,5x só resultaria de uma análise na qual as sinergias previstas com a Transação **não** fossem consideradas. Conforme se depreende da leitura do material, quando o valor das sinergias é incorporado ao cálculo, o resultado é bastante discrepante daquilo que foi informado pela Recorrente, com um EBITDA inicialmente projetado para 2017 de US\$ [REDACTED] milhões, equivalente a um múltiplo de [REDACTED]²¹:



23. Além disso, o *slide* seguinte dessa apresentação (i) aponta que o preço de compra da Cristal, com base no fluxo de caixa descontado, está dentro da faixa de preços que desconsidera as sinergias; e (ii) assume como premissa para seus cálculos (“*key assumptions*”) um múltiplo entre 6 e 8x EBITDA, que é condizente com um cenário no qual as sinergias previstas com a Transação não são levadas em conta para a definição do seu preço:

²⁰ Doc. SEI 0878773.

²¹ Especificamente quanto ao ano de 2016, vale registrar a atipicidade do EBITDA daquele ano (US\$ [REDACTED] milhões), refletida em um múltiplo de [REDACTED], bastante discrepante dos resultados projetados e da média de US\$ [REDACTED] milhões (equivalente a um múltiplo de [REDACTED]) verificada no período de 2011 a 2016, inclusive.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

24. No mesmo sentido, o *proxy statement* mencionado pela Recorrente indica que a análise de fluxo de caixa descontado da Cristal, utilizada para fundamentar seu preço de compra, excluiu as sinergias decorrentes da Transação:

Cristal Discounted Cash Flow Analysis (excluding synergies)

Credit Suisse performed a discounted cash flow analysis of the TiO₂ business to calculate the estimated present value of the standalone (excluding synergies) unlevered, after-tax free cash flows that the TiO₂ business was forecasted to generate during the fiscal year ending December 31, 2017 through the fiscal year ending December 31, 2021 based on forecasts provided by Tronox's management. Credit Suisse calculated estimated terminal values of the TiO₂ business by multiplying the terminal year EBITDA of the TiO₂ business (calculated as the five-year average of estimated EBITDA for calendar years 2017 through 2021) by a range of selected terminal EBITDA multiples of 6.0x to 8.0x. The present value (as of December 31, 2016) of the cash flows and terminal values were then calculated using discount rates ranging from 8.5% to 10.5%.²²

22

Disponível em:
https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1530804/000156761917001809/s001559x7_defm14a.htm#t50.
Acessado em 13.08.2020.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Implied Enterprise Value Reference Range (\$ in millions)	Implied Transaction Consideration (\$ in millions)
\$2,063 - \$2,795	\$2,193

25. Ainda em relação ao *proxy statement*, parece-me sintomático o fato de que, ao calcular o valor presente estimado dos potenciais ganhos de sinergia com a operação, o documento sinaliza sua faixa de valor total (“*Synergies Total Value Reference Range*”)²³, mas não demonstra como o montante impactaria a contraprestação implícita da Transação, referida no parágrafo anterior (“*Implied Transaction Consideration*”) – e que, ao cabo, corresponde ao que a Tronox efetivamente desembolsou para a aquisição dos negócios de dióxido de titânio da Cristal.

26. Ademais, a análise de companhias comparáveis, realizada pelo assessor financeiro da Tronox, considera múltiplos entre 6 e 9x EBTIDA, em linha com a análise de fluxo de caixa descontado da Cristal excluindo-se potenciais sinergias que obteve múltiplos entre 6 e 8x EBITDA com base em um horizonte projetado de 5 anos.

27. Tudo isso, a meu ver, corrobora a tese da SRE de que as sinergias não deveriam compor as projeções de EBITDA da Cristal para fins da OPA. As análises realizadas pelo assessor financeiro da Tronox, indicando o preço de compra da Cristal, só se sustentam em um cenário no qual os ganhos sinérgicos são excluídos. Quando são utilizados EBITDAs projetados da Cristal incorporando as sinergias, os múltiplos obtidos não se alinham àqueles utilizados pela administração da Tronox no momento de aprovação da Transação.

²³ Conforme o *proxy statement*: “*Credit Suisse calculated the estimated present value of the potential synergies and integration costs anticipated by Tronox’s management to result from the transaction (which we refer to as the “synergies”) for (i) the fourth quarter of the fiscal year ending December 31, 2017 and (ii) each full fiscal year ending December 31, 2018 through the fiscal year ending December 31, 2021, based on Tronox management’s financial forecasts for the cost to Tronox to achieve the synergies and the projected savings to Tronox resulting from the synergies. Credit Suisse calculated estimated terminal values of the synergies by multiplying the terminal year value of the synergies (using the estimated 2021 value of the synergies as the terminal year value) by a range of selected multiples of 6.0x to 8.0x. The present value (as of December 31, 2016) of the cash flows and terminal values of the synergies were then calculated using discount rates ranging from 8.5% to 10.5%.*” (Disponível em: https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1530804/000156761917001809/s001559x7_defm14a.htm#t50. Acessado em 13.08.2020). Em seguida, o documento aponta, em milhões, a faixa de valor das sinergias esperadas (entre \$1.159 - \$1.577).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

28. Com efeito, na DJP apresentada, os múltiplos implícitos do valor empresarial são de 3 a 3,9x, contrariando os documentos apresentados e a própria declaração da Recorrente de que o preço de compra da Cristal foi definido por meio de um “*acordo verbal*”, com base em um múltiplo de EBITDA de 6,5x.

29. Ainda assim, a Ofertante defende que as sinergias esperadas com a operação foram uma das principais razões para o conselho de administração da Tronox aprovar a Transação, de modo que não seria possível afirmar que teria ocorrido caso as sinergias globalmente identificadas não fossem consideradas.

30. Quanto a este ponto, parece-me importante fazer uma distinção entre o valor esperado com a Transação e o preço efetivamente desembolsado pela Tronox, que serve de parâmetro para o cálculo do preço da OPA. Isso porque, embora os ganhos de sinergia decorrentes da Transação possam ter o potencial de gerar um valor relevante para a Tronox, isso não significa, necessariamente, que a compradora tenha pago mais pelo ativo em razão dessa expectativa.

31. De fato, o *proxy statement* protocolado pela Tronox na *Securities and Exchange Commission* reflete a preocupação da compradora com os possíveis ganhos de sinergia decorrentes da Transação e aponta, até mesmo, os riscos de não materialização²⁴. No mesmo sentido, o relatório da KPMG²⁵, de 30.01.2017, identifica ganhos significativos de sinergias com a Transação.

32. Entretanto, tais documentos não alteram minhas conclusões a respeito da inadequação de se incorporar as sinergias nos dados projetados da Cristal.

33. Em primeiro lugar, como visto, o próprio *proxy statement* fornece indícios de que os ganhos de sinergia decorrentes da Transação não compuseram o preço de compra da Cristal. Como ressaltai acima, o documento informa que as avaliações financeiras da Tronox excluíram as sinergias do cálculo de fluxo de caixa descontado da Cristal, que definiu sua faixa de preço.

34. Em segundo lugar, não me parece que as referências aos ganhos sinérgicos neste documento demonstrem que estes tiveram um papel relevante na definição do preço de

²⁴

Disponível em:
https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1530804/000156761917001809/s001559x7_defm14a.htm#t50.
Acessado em 13.08.2020.

²⁵ Doc. SEI 1043340.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

compra da Cristal. A meu ver, tais menções no *proxy statement* foram feitas com o intuito de retratar positivamente a Transação e justificá-la perante os acionistas da Tronox, a quem caberia deliberar sobre a operação em sede de assembleia²⁶. Diante disso, a administração da Tronox apresentou não apenas o montante que desembolsaria com a Transação e seus fundamentos econômicos, mas também todo o valor que ela poderia gerar à companhia e aos seus acionistas, inclusive sob o ponto de vista das sinergias esperadas. Tal fato, entretanto, não autoriza a interpretação da Ofertante no sentido de que as sinergias globalmente identificadas compuseram o preço de compra da Cristal.

35. Por fim, em relação ao relatório da KPMG, vale destacar que o documento é anterior à apresentação do assessor financeiro da Tronox ao seu conselho de administração, que, como visto, definiu o preço de compra da Cristal em um cenário que desconsiderava as sinergias esperadas com a Transação. Neste sentido, ainda que o relatório da KPMG demonstre a preocupação da administração da Tronox com as possíveis sinergias decorrentes da Transação, ao contrapor-lo a outros documentos encaminhados a esta Autarquia durante o processo de registro da Oferta (e referidos ao longo deste voto) não me parece que esses ganhos tenham sido relevantes para a definição do preço da Transação.

36. Ou seja, embora o *proxy statement* e o relatório da KPMG informem que as sinergias foram um fator considerado na aprovação da Transação, nenhum deles comprova que a expectativa de tais ganhos tenha sido de fato incorporada ao preço de compra da Cristal.

37. Diante disso, a afirmação da Ofertante de que “*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*” não se sustenta.

38. Como demonstrado, o preço de compra da Cristal tornava a Transação economicamente vantajosa para a Tronox ainda que não gerasse sinergias. Mais do que

²⁶ Vale lembrar que a principal função do *proxy statement* é munir os acionistas de uma companhia aberta com informações acerca da matéria que será discutida em uma assembleia. Neste sentido, Robert Clark ensina que “*Section 14 of the Securities Act of 1934 is the source of federal regulation on the process and procedures by which proxies are obtained from shareholders of public corporations. Like other aspects of securities regulation, the focus is on assuring that public investor have true and adequate information before they exercise their right to vote*” (CLARK, Robert. *Corporate Law*. New York, Aspen Law & Business, 1986, p. 366).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

isso, a apresentação do assessor financeiro da Tronox contém diversos indícios que convergem no mesmo sentido: o de que os possíveis ganhos de sinergia não influenciaram a formação do preço de compra da Cristal.

39. Neste sentido, a despeito de as perspectivas de ganhos sinérgicos terem sido um elemento relevante para a Tronox (tanto para decidir pela aquisição da Cristal quanto para justificar a operação a seus acionistas), ao que tudo indica, elas não impactaram efetivamente a formação do preço da Transação, cuja referência é um múltiplo EV/EBITDA que desconsidera tais efeitos decorrentes da operação.

40. Ante o exposto, entendo que incorporar nas projeções de EBITDA da Cristal as sinergias decorrentes da Transação significa incluir um valor que, de acordo com os documentos juntados aos autos, não teve influência na definição do preço de compra da controladora indireta da Companhia. Consequentemente, considerar projeções com sinergias na DJP implicaria violar a regra de tratamento igualitário prevista no art. 254-A da Lei nº 6.404/1976.

III. Impactos do pagamento de setembro de 2019 no preço da OPA

41. De acordo com a Ofertante, o Contrato previa o pagamento, por parte da Tronox, de uma contraprestação em dinheiro composta por (i) uma parcela no valor de US\$ 1.673.000.000,00; e (ii) um “*Montante do Ajuste Estimado*”, calculado com base em uma “*Declaração de Fechamento Estimada*”, preparada pela Cristal, que indicaria o valor correspondente²⁷.

42. Além disso, segundo a definição de “*Montante do Ajuste*” constante no Contrato, este seria calculado a partir da soma do “(i) *Caixa no Fechamento*; (ii) *Montante do Ajuste*

27

(doc. SEI 0755959).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

do Capital de Giro; e (iii) Montante do Ajuste de Outros Passivos Não Circulantes no Fechamento”²⁸ (“Montante do Ajuste”)²⁹.

43. Ocorre que, após o fechamento da operação, as partes não concordaram com o valor do Montante do Ajuste. Diante disso, foi assinado um acordo (*Letter Agreement*) por meio do qual estabeleceram que o referido Montante do Ajuste corresponderia ao valor em dinheiro (“*Actual Cash Amount*”), equivalente a US\$ 36.727.673, que havia sido pago pela Tronox à Cristal no início de setembro de 2019, em razão de um “*excesso de caixa que não havia sido considerado na negociação e aprovação da Transação*”³⁰.

44. Assim, no entendimento da Ofertante, houve apenas a devolução de um montante em caixa que não foi considerado no preço de compra da Transação e, portanto, não deveria impactar o preço da Oferta. A SRE, no entanto, considera que a quantia adicional paga pela Tronox deve ser incorporada ao preço atribuído à Cristal no âmbito da Transação e, portanto, seus impactos deveriam estar refletidos na DJP.

45. Quanto a este ponto, mais uma vez, concordo com a área técnica.

46. O *Letter Agreement* afirma expressamente que o pagamento realizado em setembro de 2019 corresponde à satisfação da obrigação prevista na cláusula 1.06(a) do Contrato, que estabelece o preço de compra da Cristal. Além disso, de acordo com o *Letter Agreement*, ficou acordado que o montante pago naquela data corresponderia ao

²⁸ Segundo a Recorrente, “[c]om 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.” (doc. SEI 1040905).

²⁹

(doc. SEI 0755959).

³⁰ Doc. SEI 1040905. Ainda de acordo com a Recorrente: “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.” (doc. SEI 1040905).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

“Caixa no Fechamento” – isto é, um componente do Montante do Ajuste, que constitui uma parcela do preço de compra da Cristal:

[REDACTED]

47. Neste sentido, a despeito de o documento indicar que nenhum pagamento foi realizado com base na cláusula 1.08(g) do Contrato³², que trata de determinadas hipóteses de ajuste no valor da contraprestação em dinheiro acordado entre as partes, não me parece que isso seja suficiente para descaracterizar o montante desembolsado pela Tronox em setembro de 2019 como parcela do preço de compra da Cristal.

48. Vale notar que o próprio Contrato, na cláusula 1.08(b)³³, faz uma distinção entre o Montante do Ajuste e o pagamento que poderia ser realizado com base na cláusula 1.08(g), o que, a meu ver, corrobora a tese de que o disposto no *Letter Agreement* não invalida a caracterização do valor pago em setembro de 2019 (US\$ 36.727.373,00) como parte do preço do Contrato.

49. Diante disso, entendo que essa quantia adicional deve ser incorporada ao preço atribuído à Cristal no âmbito da Transação e que seus impactos devem ser devidamente refletidos na DJP – inclusive em relação ao valor do caixa da Cristal para o cálculo do valor empresarial da companhia, se aplicável.

IV. Conclusão

50. Por todo o exposto, acompanho integralmente as conclusões da SRE e proponho que a decisão pelo indeferimento do registro da Oferta seja reformada e sua análise retomada, desde que a Ofertante reapresente sua DJP: (i) desconsiderando na projeção de

³¹ Doc. SEI 1043340.

³² De acordo com o *Letter Agreement*, as partes concordaram que o “[REDACTED]” (doc. SEI 1043340).

³³ [REDACTED]

(doc. SEI 1043340 - destacou-se).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

EBTIDA da Cristal as sinergias esperadas com a Transação; e (ii) considerando, no preço pago pela Cristal, o valor do pagamento adicional realizado pela Tronox à Vendedora em setembro de 2019.

É como voto.

Rio de Janeiro, 1º de setembro de 2020

Marcelo Barbosa

Presidente