



### 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

Ofício Interno nº 18/2021/CVM/SRE/GER-1

Rio de Janeiro, 25 de maio de 2021.

Ao Senhor Superintendente de Registro de Valores Mobiliários

**Assunto: OPA por alienação de controle de Tronox Pigmentos do Brasil S.A. com adoção de procedimento diferenciado - Processo CVM nº 19957.005411/2019-39**

Senhor Superintendente,

## I. Introdução

1. Referimo-nos à documentação encaminhada no âmbito do pedido de registro da oferta pública de aquisição de ações (“OPA” ou “Oferta”), a ser realizada em função da alienação indireta de controle de Cristal Pigmentos do Brasil S.A., atualmente denominada Tronox Pigmentos Brasil S.A (“Companhia” ou “Cristal Brasil” ou “Tronox Brasil”), nos termos da Lei nº 6.404/76 (“LSA” ou “Lei 6404”) e da Instrução CVM nº 361/02 (“Instrução CVM 361”), com a adoção de procedimento diferenciado, conforme artigo 34 da citada Instrução, tendo como ofertante Millennium Inorganic Chemicals Holdings Brasil Ltda. (“Ofertante” ou “Millennium Brasil”)

2. O procedimento diferenciado em comento abrange os seguintes itens:

(a) dispensa de realização de leilão em bolsa de valores, conforme previsto no inciso VII do art. 4º e no art. 12 da Instrução CVM 361;

(b) dispensa de contratação de instituição intermediária, conforme prevista no inciso IV do art. 4º e no art. 7º da Instrução CVM 361;

(c) dispensa de elaboração e publicação de instrumento de OPA, sob forma de edital, em jornal de grande circulação, conforme prevista no art. 11 da Instrução CVM 361; e

(d) dispensa da contraprestação em valores mobiliários, prevista no §8º do art. 29 da Instrução CVM 361, de modo que a Ofertante pretende realizar o pagamento do Preço da Oferta, aos acionistas objeto da OPA, exclusivamente

em dinheiro.

3. As dispensas elencadas nas alíneas (a), (b) e (c) do parágrafo 2º, acima, serão devidamente tratadas nos termos da Deliberação CVM nº 756/16 ("Deliberação 756"), que delegou competência à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários - SRE para apreciar pedidos de dispensa ou aprovação de procedimento e formalidades próprios a serem seguidos em ofertas públicas de aquisição de ações de que trata o caput do art. 34 da Instrução CVM 361, desde que o procedimento diferenciado solicitado já tenha sido objeto de deliberação anterior por parte do Colegiado da CVM no âmbito de ofertas com características similares.

4. Com relação à dispensa constante da alínea (d), consideramos não ser possível sua apreciação nos termos da Deliberação 756 posto que não encontramos Deliberações precedentes do Colegiado da CVM afastando a obrigatoriedade do adquirente conceder tratamento equitativo aos acionistas objeto da OPA, ofertando valores mobiliários da mesma classe e espécie daqueles pagos ao acionista controlador. Desse modo, afastada a incidência da Deliberação 756, o pleito deve ser submetido ao Colegiado da CVM.

5. Cabe citar que a Tronox Brasil é companhia aberta registrada na CVM na categoria A, com ações negociadas no segmento tradicional de negociação da B3, sendo seu capital social composto por 10.158.398 ações ordinárias e 18.860.349 ações preferenciais, das quais 99,03% e 56,89%, respectivamente, são de titularidade da Ofertante, enquanto 0,97% 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 (objeto da Oferta) seriam da titularidade de apenas 180 acionistas, segundo informações encaminhadas pela Ofertante no último protocolo realizado no âmbito de seu pedido de registro (documento 1218644).

6. Nos termos do documento 1218644, que irá substituir o Instrumento de OPA em forma de Edital, temos que: *"(...) a OPA será destinada a, aproximadamente, 180 acionistas, titulares de 0,97% das ações ordinárias de emissão da Companhia ("Acionistas Destinatários"). Ainda, as Ações Objeto da Oferta são compostas por 60.190 ações escriturais, equivalentes a 61,05% das Ações Objeto da Oferta, e 38.388 são ações ao portador, equivalentes a 38,95% das Ações Objeto da Oferta"*.

7. É adequado ressaltar que a presente Oferta foi submetida, por intermédio do Memorando nº 30/2020-CVM/SRE/GER-1 ("Memorando 30" - documento 1054137), ao Colegiado da CVM para análise da Demonstração Justificada de Preço ("DJP"). A DJP foi objeto de análise e Deliberação do Colegiado da CVM em reunião realizada em 23/02/2021 ("Deliberação") - extrato da Ata documento 1205447. Cabendo informar que caso todas as ações em circulação sejam adquiridas no âmbito da Oferta, a mesma atingirá o valor monetário de R\$ 1.731.236,68. Ressalte-se que o valor anteriormente citado: (i) consta da Demonstração Justificada de Preço ("DJP" - documento 1218644), (ii) sofrerá atualização monetária segundo a variação da taxa SELIC desde a data do fechamento da alienação indireta até a data da liquidação da OPA.

8. Em função da anteriormente citada submissão ao Colegiado, por racionalidade e economia processual, apresentaremos o tema relativo à dispensa ao disposto no § 8º, do art. 29 da Instrução CVM 361 a partir da comunicação da Deliberação à Ofertante.

9. Em 03/03/2021, foi encaminhado o Ofício nº 113/2021/CVM/SRE/GER-1 ("Ofício 113" documento 1206564) comunicando a Deliberação do Colegiado da CVM sobre o tema DJP.

10. Em 17/03/2021, foi protocolada na CVM resposta ao Ofício 113 (documentos 1218643 e 1218644).

11. Conforme sucintamente explanado submetemos a seguir, ao Colegiado da CVM, a solicitação de dispensa do disposto no § 8º do art. 29 da Instrução CVM 361, que trata da obrigatoriedade de o adquirente ofertar aos acionistas destinatários da OPA, valores mobiliários da mesma classe e espécie daqueles oferecidos ao acionista controlador.

## II. Alegações da Ofertante

12. A Ofertante apresentou, parágrafo 36 e seguintes da carta que roteirizou o pedido de OPA (documento 0755933), as seguintes alegações para suportar seu pedido de dispensa, ora em submissão ao Colegiado:

*"Dispensa do disposto no §8º do Art. 29 da Instrução CVM 361:*

*36. Nos termos do §8º do art. 29 da Instrução CVM 361, quando a transferência de controle envolver pagamento em valores mobiliários, o ofertante deve oferecer aos destinatários da OPA valores mobiliários da mesma espécie e classe, podendo, contudo, fazer proposta alternativa, desde que a escolha caiba aos próprios destinatários da oferta ("Pagamento Igualitário"):*

*"Art. 8 (sic)- (...) §8º Nas alienações cuja contraprestação sejam valores mobiliários, o adquirente deve ofertar aos acionistas valores mobiliários da mesma espécie e classe daqueles oferecidos ao acionista controlador, sendo-lhe facultado formular oferta alternativa em dinheiro ou outros valores mobiliários, desde que a escolha caiba aos destinatários da oferta."*

*37. Conforme informado no item 10 deste Pedido, a Alienação de Controle Indireto teve, em contrapartida, o pagamento do valor total 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% pagos em dinheiro; e (ii) 23,9% pagos mediante a entrega de 37.580.000 (trinta e sete milhões quinhentos e oitenta mil) RDAs Tronox, sendo que o valor de cada Ação Tronox correspondia a US\$14,00 (quatorze dólares norte-americanos) na Data de Fechamento, conforme memória de cálculo prevista a seguir.*

	%	Montantes (USD)	Quantidade	Preço por Ação Tronox (USD)
Pagamento em dinheiro	76,10%	1.673.000.000,00	n/a	n/a
Pagamento em Ações Tronox	23,90%	526.120.000,00	37.580.000	14,00

*38. Conforme se demonstrará a seguir, considerando-se a baixa quantidade de Acionistas Destinatários da OPA, a baixa adesão da OPA Anterior, e o Valor Preliminar da Oferta, o cumprimento, pelo Ofertante, da obrigação de apresentar a Oferta de Pagamento Igualitário*

*seria extremamente custosa e desproporcional ao bem jurídico que referido comando visa tutelar.*

*39. Conforme descrito na tabela indicada no item 37 acima, a parcela do Pagamento em Ações Tronox equivaleu a 23,9% do preço pago ao Vendedor no Fechamento. Aplicando-se tal percentual ao Valor Preliminar da Oferta, ter-se-ia o valor máximo a ser pago em Ações Tronox de R\$224.164,63 (duzentos e vinte e quatro mil cento e sessenta e quatro reais e sessenta e três centavos). Referido valor, convertido para dólares norte-americanos (US\$) pela Taxa de Câmbio do Fechamento, seria equivalente a US\$58.000,00 (cinquenta e oito mil dólares norte-americanos) que, dividido pelo preço por ação Tronox no Fechamento (US\$14,00), ter-se-ia um total de 4.180 (quatro mil cento e oitenta) Ações Tronox sendo emitidas, o representaria aproximadamente (0,0023%) do capital social da Tronox.*

*40. Dessa forma, considerando-se o valor máximo de R\$224.164,63 (duzentos e vinte e quatro mil cento e sessenta e quatro reais e sessenta e três centavos) que seria pago em eventual Oferta de Pagamento Iguatário (assumindo, insista-se, o cenário fictício de adesão total à Oferta), bem como a quantidade ínfima de Ações Tronox que tal pagamento representaria (0,0023%), torna eventual Oferta de Pagamento Iguatária, no presente caso, extremamente custosa, desproporcional e irrazoável. Ressalte-se que, em decorrência da baixíssima quantidade de Ações Objeto da Oferta detida por grande parte dos Acionistas Destinatários, conforme depreende-se da relação de acionistas anexa (Anexo II), aproximadamente 85% dos acionistas da Companhia teriam direito de receber menos de 100 Ações Tronox listadas caso vendessem todas as suas ações ordinárias na Oferta e optassem pela Oferta de Pagamento Iguatário.*

*41. As Ações Tronox emitidas no âmbito da Transação têm restrições de negociação em decorrência do Acordo de Acionistas celebrado entre as partes, além de serem ações com negociação restrita (restricted shares) nos termos das regras estrangeiras aplicáveis. Apenas os custos de se obter os registros e demais exigências regulatórias nos Estados Unidos superaria em muito o valor das Ações Tronox assumindo um cenário de compra de todas as Ações Objeto da Oferta. Os custos associados a tal emissão seriam superiores ao custo de observância ao referido comando normativo.*

*42. Valor Preliminar da Oferta. Adicionalmente, a entrega de parte do Preço da Oferta em Ações Tronox não traria qualquer benefício aos Acionistas Destinatários e, ao contrário, oneraria tais acionistas diante da necessidade de manutenção de conta e contratação de custodiante nos Estados Unidos, sem prejuízo de riscos diversos, inclusive cambiais, que são complexos e exigem sofisticação.*

*43. Diante de tal realidade, a Ofertante, respeitosamente, solicita dispensa do disposto no §8º do art. 29 da Instrução CVM 361, e, em contrapartida, requer autorização desta d. CVM para propor, no âmbito da Oferta, somente a alternativa de pagamento em dinheiro (R\$)."*

13. Em 19/08/2021, foi encaminhado o Ofício nº 268/2019/CVM/SRE/GER-1 ("Ofício 268" documento 0818182) comunicando as exigências relativas à documentação do Processo. Com relação ao tema em submissão foi feita a seguinte observação:

"Ressalta-se que a análise do procedimento diferenciado proposto se dará, naquilo que for possível, no âmbito da Deliberação CVM nº 756/16, de modo que eventual dispensa para a qual não tenha havido precedente similar tratado pelo Colegiado da CVM deverá ser submetida ao referido Colegiado. Ademais, tanto a análise que for realizada no âmbito da referida Deliberação, quanto à submissão de quaisquer das dispensas pleiteadas ao Colegiado da CVM se dará tempestivamente, ao longo da análise do pedido de registro da OPA e quando a documentação da Oferta estiver ajustada às demais exigências que aqui se coloca.

Quanto ao pedido de dispensa 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, esclarecemos que, a princípio, não foi possível verificar em decisões recentes do Colegiado da CVM deliberação que trate da dispensa ora requerida, de modo que, em se mantendo o pleito em questão, o caso deverá ser submetido à apreciação do Colegiado da CVM.

Ademais, salientamos que, nos termos do § 8º do art. 29 da Instrução CVM 361, "nas alienações cuja contraprestação sejam valores mobiliários, o adquirente deve ofertar aos acionistas valores mobiliários da mesma espécie e classe daqueles oferecidos ao acionista controlador, sendo-lhe facultado formular oferta alternativa em dinheiro ou outros valores mobiliários, **desde que a escolha caiba aos destinatários da oferta**", sendo, portanto, a situação que se coloca expressamente prevista pela regulamentação aplicável, bem como o preço 100% em dinheiro tratado como oferta alternativa.

Tal previsão normativa, em nosso entendimento, tem como finalidade dar tratamento, em casos específicos, considerando os princípios da razoabilidade e proporcionalidade, à exigência que legalmente se impõe por intermédio do art. 254-A da LSA, de assegurar, ao detentor de ações com direito a voto em circulação "o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) **do valor pago por ação com direito a voto**, integrante do bloco de controle", de modo que, a princípio, entendemos que a dispensa ora requerida não se coadunaria com o normativo em vigor;"

14. Em resposta a Ofertante protocolou o seguinte texto - documento 0857462:

"Pedido de dispensa do previsto no §8º do art. 29 da Instrução CVM 361 Com relação ao procedimento diferenciado de dispensa do previsto no §8º do art. 29 da Instrução CVM 361, no caso da presente oferta se faz essencial sua adoção pelos motivos que a Ofertante requer, nos termos dos parágrafos seguintes, o deferimento de tal pedido de dispensa.

Em contrapartida à Alienação de Controle Indireto, a Tronox pagou à Vendedora o valor total 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 ("Pagamento em Dinheiro"); e (ii) 23,9%, equivalente a US\$526.120.000,00, pagos mediante a entrega de 37.580.000 RDAs Tronox (conforme definido abaixo) ("Pagamento em RDAs"), considerando-se a cotação de US\$14.00 no Fechamento da Transação. A tabela a seguir indica a composição das contraprestações pagas à Vendedora na Transação:

	%	Valor (USD)	Quantidade	Preço por RDA Tronox (USD)
--	---	-------------	------------	----------------------------

Pagamento em Dinheiro	76,10%	1.673.000.000,00	n/a	n/a
Pagamento em RDAs Tronox	23,90%	526.120.000,00	37.580.000	14,00

Os RDAs Tronox foram emitidos no âmbito de um programa de recibos de depósito de ações (depository receipts) (“Programa de Depósito”) de acordo com o qual cada RDA Tronox representa uma ação ordinária de emissão da Tronox (“Ações Tronox”). O Programa de Depósito foi criado especificamente para a Transação, sendo que as Ações Tronox entregues em depósito foram emitidas privadamente (restricted securities) e não foram registradas para negociação em mercados regulamentados. O agente de depósito das Ações Tronox é a Computershare Trust Company, N.A. (“Agente de Depósito”).

Os RDAs Tronox, por sua vez, não são registrados ou listados em qualquer bolsa de valores, não são atualmente elegíveis à custódia na Depository Trust Company (“DTC”) e não se espera que nenhum mercado de negociação desse ativo se forme.

Para que pudesse realizar o pagamento em RDAs Tronox na Oferta, a Tronox precisaria emitir as ações a servirem de lastro e depositá-las no âmbito do Programa de Depósito, incorrendo em despesas de aproximadamente US\$70.000 apenas para constituir referido depósito para fins de emissão dos RDAs Tronox a serem entregues aos Acionistas Destinatários que aderissem à Oferta. Assumindo que todos os Acionistas Destinatários aderissem à Oferta e que sua totalidade optasse por receber o Pagamento em RDAs, seriam emitidos 4.191 RDAs Tronox, correspondentes a 0,003% do capital social da Tronox **[1]**.

Considerando-se que a parcela do Pagamento em RDAs Tronox na Transação equivaleu a 23,9% do preço pago à Vendedora no Fechamento, aplicando-se tal percentual ao Valor Máximo da Preliminar da OPA, de R\$ 940.344,64, ter-se-ia o valor máximo a ser pago em RDAs Tronox de R\$224.742,37. Referido valor, convertido para dólares norte-americanos (US\$) pela Taxa de Câmbio do Fechamento, seria equivalente a US\$58.679,47, portanto menos do que os custos que seriam incorridos apenas com taxas de depósito das ações referido acima, de US\$70.000.

Não bastasse o fato de que o custo de estruturação dos RDAs Tronox seja maior que o valor dos próprios recibos, os seus titulares não poderiam negociar com tais valores mobiliários. Para que os Acionistas Destinatários pudessem se desfazer dos RDAs Tronox eventualmente recebidos na OPA, os seus titulares precisariam passar por um complexo processo de resgate das Ações Tronox mediante devolução dos RDAs Tronox junto ao agente de depósito do Programa de Depósito **[2]**. Esse processo envolveria, inclusive, a necessidade de endosso com “Medallion Guarantee” por bancos comerciais nos Estados Unidos com quem o acionista brasileiro tenha relacionamento.

Ainda, após o resgate dos RDAs Tronox a serem vendidos, os titulares receberiam Ações Tronox não negociáveis (restricted shares). Para que obtivesse o registro de negociação das Ações Tronox nos EUA, a Tronox precisaria cumprir com requisitos estabelecidos pelo Securities Act de 1933 e pela regulamentação da Securities and Exchange Commission, incorrendo em despesas significativas. Estima-se que as despesas de registros superariam US\$150.000, além de aproximadamente US\$2.000

de custos por alienação.

Considerando-se a quantidade de Ações Tronox a serem potencialmente entregues aos acionistas minoritários, que receberiam no máximo 4.191 RDAs Tronox, correspondentes a 0,003% do capital social da Tronox, toda essa estrutura seria altamente desproporcional.

A parcela do Pagamento em RDAs Tronox na Transação equivaleu a 23,9% do preço pago à Vendedora no Fechamento. Aplicando-se tal percentual ao Valor Máximo da Oferta, ter-se-ia o valor máximo a ser pago em RDAs Tronox de R\$224.742,37. Referido valor, convertido para dólares norte-americanos (US\$) pela Taxa de Câmbio do Fechamento, seria correspondente a US\$26.700,66 [o valor correto seria equivalente a US\$58.679,47 conforme acima indicado], portanto equivalente a menos da metade (sic) dos custos que seriam incorridos apenas com taxas de depósito das ações referido acima, de US\$70.000.

Além dos custos envolvidos no âmbito do depósito das novas ações e correspondente emissão dos RDAs Tronox referido acima, os acionistas da Companhia estariam impossibilitados de negociar com seus recibos, exceto se determinados requisitos de registro de valor[e]s mobiliários previstos na regulamentação norte-americana fossem cumpridos. Por exemplo, estima-se que as despesas de taxas envolvidas na preparação dos documentos de registro nos EUA para que as ações emitidas privadamente pudessem ser negociadas custariam aproximadamente US\$150.000. Ainda estima-se que o resgate das Ações Tronox do Programa de Depósito envolveria taxas cobradas pelo Agente Depositário de aproximadamente US\$2.000 por cada transação de venda, além de terem de contratar opiniões legais de advogados norte-americanos sobre o cumprimento dos requisitos de negociação de restricted shares.

Considerando-se a baixa quantidade de Acionistas Destinatários, a baixa adesão da OPA Anterior, e o Valor Preliminar da Oferta, a realização do Pagamento em RDAs Tronox aos Destinatários da Oferta que vierem a aderir à OPA seria extremamente custosa e desproporcional ao bem jurídico que referido comando visa tutelar.

Dessa forma, considerando-se o valor máximo de R\$224.742,37 (assumindo, insista-se, o cenário fictício de adesão total dos Acionistas Destinatários à Oferta), bem como a quantidade de RDAs Tronox que tal pagamento representaria (0,003%), torna eventual Pagamento em RDAs, no presente caso, extremamente custoso, desproporcional e irrazoável.

Adicionalmente, ressalte-se que, em decorrência da quantidade de Ações Objeto da Oferta detida por grande parte dos Acionistas Destinatários, dos aproximadamente 135 Acionistas Destinatários [posição de 10/05/2019 - atualmente, em 31/01/2021 são 180 acionistas], apenas 3 acionistas teriam direito a receber mais de 100 RDAs Tronox. Considerando que 1 RDA Tronox equivale a R\$53,62 (i.e US\$14 multiplicado pela Taxa de Câmbio do Fechamento), apenas 6 acionistas receberiam RDAs Tronox em valor maior que US\$1.400 ou R\$5.362.

Os acionistas que desejassem receber RDAs Tronox deveriam estar aptos a receber as referidas ações nos Estados Unidos, se habilitando junto a um agente de custódia americano e observando todas as regras aplicáveis para o investimento no mercado de capitais vigentes nos Estados Unidos e no Brasil. Essas regras implicam em altos custos se

*comparados aos resultados que seriam efetivamente recebidos por esses acionistas. Adicionalmente, desde a Data de Fechamento, as ações da Tronox que são negociadas na NYSE sofreram forte desvalorização, estando cotadas a US\$7,12 em 9 de outubro de 2019, desse modo, os acionistas que optassem por essa opção venderiam as ações a um preço equivalente a 50,8% do preço por ação de US\$ 14,00 no Fechamento.*

*A entrega de parte do Preço da Oferta em RDAs Tronox não traria qualquer benefício aos Acionistas Destinatários e, ao contrário, oneraria tais acionistas diante da necessidade de manutenção de conta e contratação de custodiante nos Estados Unidos, sem prejuízo de riscos diversos, inclusive cambiais, que são complexos e exigem sofisticação dos investidores.*

*Diante de tal realidade, a Ofertante, respeitosamente, solicita dispensa do disposto no §8º do art. 29 da Instrução CVM 361, e, em contrapartida, requer autorização desta d. CVM para propor, no âmbito da Oferta, somente a alternativa de pagamento em dinheiro (R\$), que se mostra no melhor interesse dos acionistas além de clara desproporcionalidade de se exigir a entrega de RDAs Tronox pelos motivos acima expostos."*

### **III. Nossas considerações**

15. Antes de qualquer comentário com relação às alegações da Ofertante é necessária a verificação de todo o arcabouço normativo que disciplina o tema. Para tanto vamos inicialmente reproduzir o art. 254-A da Lei 6404:

*"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." (grifamos)*

16. A Lei 6404 estabeleceu que cabe à Comissão de Valores Mobiliários disciplinar, dentre outros, o disposto em seu art. 4º. A CVM normatizou, fundamentada nesse e em outros dispositivos, as Ofertas públicas (OPA) de aquisições de ações por intermédio da edição da Instrução CVM 361, que em seu art. 29 preceitua:

*"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."*

17. O mesmo art. 29, em seu § 8º, abaixo reproduzido, prevê tratamento equitativo aos alienantes do controle e aos acionistas objeto das ofertas públicas que decorram de "alienações cuja contraprestação sejam valores mobiliários".

*"Art. 29, § 8º Nas alienações cuja contraprestação sejam valores mobiliários, o adquirente deve ofertar aos acionistas valores mobiliários da mesma espécie e classe daqueles oferecidos ao acionista controlador, sendo-lhe facultado formular oferta alternativa em dinheiro ou outros valores mobiliários, desde que a escolha caiba aos destinatários da oferta."*

18. A normatização prevê especificamente que o pagamento aos acionistas objeto da OPA por alienação (direta ou indireta) de controle deverá ser efetuado com os mesmos valores mobiliários (espécie e classe) daqueles dados em pagamento quando da aquisição do controle da companhia, havendo a faculdade da Ofertante efetivar a contraprestação "*em dinheiro ou outros valores mobiliários, desde que a escolha caiba aos destinatários da oferta*". A normatização em vigor foi explícita, a escolha cabe ao destinatário da Oferta.

19. A própria Instrução CVM 361 disciplinou, em seu art. 33, as ofertas envolvendo a permuta de valores mobiliários elencando, em seu § 1º, que "*somente poderão ser ofertados em permuta valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados brasileiros*". Mas a mesma Instrução também proporcionou ao Colegiado da CVM, no "*caso de OPA por alienação de controle em que o preço pago pelo adquirente envolva bens ou valores mobiliários não admitidos à negociação, e em outras circunstâncias especiais, nas quais fique assegurado tratamento eqüitativo e adequada informação aos titulares das ações objeto da OPA*", a condição de "*admitir que a oferta pública de permuta ou mista seja liquidada com pagamento em bens ou valores mobiliários não admitidos à negociação em mercados regulamentados*".

20. Pelo exposto até então, constatou-se o encadeamento lógico da Instrução CVM 361, no concernente ao tratamento dispensado ao acionista destinatário da OPA por alienação de controle, que deve ser equitativo, guardadas as devidas proporções, em relação àquele dispensado ao acionista controlador. Ficando claro e inequívoco que no caso de pagamento em valores mobiliários cabe ao acionista destinatário da Oferta a escolha quanto ao recebimento em dinheiro ou outros valores mobiliários.

21. Outro ponto que merece abordagem é a observação de precedentes, quer seja nas Deliberações do Colegiado da CVM ou na confecção de normas. Cabendo citar o aperfeiçoamento da Instrução CVM 361, que após a edição da Instrução CVM nº 487/10 ("Instrução CVM 487") teve modificados, dentre muitos outros, os §§ 7º e 8º do art. 29 e o inciso I do § 1º do art. 33, com vistas a fazer refletir os casos antecedentes já analisados pela CVM, conforme se verifica na seguinte redação do item 12.8 do Relatório de Audiência Pública SDM 02/2010 (Processo nº RJ-2007-14749):

*"12.8 OPA por alienação de controle (art. 29 e 30 da Minuta e da Versão Final)*

*A Minuta prevê que, se o alienante do controle acionário de uma companhia receber seu pagamento em valores mobiliários, a OPA aos acionistas minoritários deverá envolver valores mobiliários de mesma classe e espécie.*

*ANBIMA propõe que a oferta possa ser feita em valores mobiliários ou em dinheiro, **desde que a escolha caiba aos destinatários da OPA.***

*Na versão final do documento (Instrução CVM 487), a CVM esclareceu que: "A sugestão está em linha com precedentes desta autarquia e foi acatada." (grifo nosso)*

22. De fato, considerando os precedentes, o Colegiado da CVM, mesmo antes da Instrução CVM 487, vinha firmando entendimento quanto à necessidade das ofertas públicas por alienação de controle serem realizadas nas "*mesmas condições previstas para o pagamento do controlador, apenas com a redução de 80%*". Fato que se pode verificar, por exemplo, nas seguintes decisões:

*(i) OPA por alienação de controle de AMBEV S.A. – Processo CVM nº RJ-*

2004-5601 – decisão de 05/10/2004:

"Trata-se de consulta da SRE acerca da forma de pagamento definida no âmbito da oferta pública de aquisição de ações ordinárias por alienação indireta de controle acionário da Companhia de Bebidas das Américas – AMBEV, cujo registro foi requerido pela Inbev S.A./N.V.

Em resposta à consulta da área técnica, o Colegiado manifestou-se no sentido de que, no momento, a oferta pública deve ocorrer de acordo com as decisões já adotadas anteriormente pelo Colegiado em casos similares, isto é, com oferta nas mesmas condições previstas para o pagamento do controlador, apenas com a redução de 80%, e sempre **facultado ao ofertante apresentar, em conjunto com tal oferta, oferta alternativa em dinheiro**, se assim entender necessário." (grifamos)

(ii) OPA de Arcelor Brasil S.A. – Processo CVM nº RJ-2007-1996 – decisão de 21/03/2007 (transcrevemos abaixo apenas as passagens referentes ao tema sobre a forma de pagamento na OPA):

"Trata-se de recurso da Mittal Steel Company N.V ("Mittal"), e do intermediário por ela contratado Banco Santander Banespa S/A ("Santander"), em conjunto referidos como Recorrentes. O recurso foi interposto da decisão da SRE relativa à oferta pública de aquisição ("OPA") de ações de Arcelor Brasil S.A. ("Arcelor Brasil"), apresentada pela Mittal por força da aquisição direta do controle da Arcelor S.A. ("Arcelor"), na Europa, que resultou na aquisição indireta do controle da Arcelor Brasil.

O principal ponto controvertido no recurso diz respeito ao cálculo do preço da OPA, o qual deve equivaler à parcela do preço pago pelas ações de Arcelor que corresponda à aquisição indireta das ações de controle de Arcelor Brasil, que pertencem à Arcelor. (...) Houve, ainda, uma discussão quanto aos efeitos, sobre a escolha do critério de cálculo do preço da OPA, da disposição estatutária de Arcelor Brasil que assegura **tratamento igualitário aos acionistas minoritários** em caso de alienação de controle. Por fim, existe um pedido de dispensa do ofertante quanto à apresentação de laudo de avaliação da Mittal-Arcelor, cujas ações comporão, em parte, o preço da OPA, por permuta.

A Diretora Relatora apresentou voto no sentido de que:

a. (...);

e. Quanto à disposição estatutária de Arcelor Brasil que assegura tratamento eqüitativo aos acionistas minoritários, em caso de aquisição de controle (direta ou indireta), os seus efeitos se produzem se for oferecida aos acionistas minoritários a mesma moeda de pagamento e o preço proporcionalmente pago. Quanto à moeda de pagamento, não há dúvida de que ela está sendo respeitada neste caso. E quanto à proporção do preço, retorna-se à discussão que constitui o centro deste processo, relativa ao critério utilizado. Não é correto afirmar que apenas o critério da comparação de valor de mercado assegura esse tratamento igualitário, especialmente quando se trata de companhias listadas em mercados diversos, e isto porque tal critério tanto pode levar a vantagens como a desvantagens para os acionistas minoritários das companhias controladas, quando se tratar de controladas que estejam subavaliadas em Bolsa de Valores. Não há, portanto, um critério que assegure, de

maneira melhor que os outros, o **tratamento equitativo** a que se refere o estatuto, sendo contudo de lembrar que a Instrução 361/02 exigiu sempre a apresentação de laudo de valor econômico, em todas as ofertas a serem registradas, inclusive naquelas em que a lei determina o pagamento de um preço justo, demonstrando que tal critério é o que lhe parece em regra mais adequado para o cálculo do preço;

(...)

Assim, o Colegiado, por unanimidade, acompanhou o voto da Diretora Relatora, determinando à SRE que fixe prazo para que a ofertante cumpra as exigências restantes e publique o edital da oferta." (grifamos)

23. Observa-se em casos precedentes que o tema tratamento equitativo foi objeto de análise e Deliberação por parte do Colegiado da CVM, podendo-se citar o caso da OPA de Arteris S.A., que contou com a adoção de procedimento diferenciado - Processo CVM nº RJ-2012-15551. Nessa OPA por alienação indireta de controle com adoção de procedimento diferenciado um dos itens consistia na possibilidade de se ofertarem em permuta valores mobiliários não admitidos à negociação em mercados regulamentados brasileiros, conforme preceitua o § 1º do art. 33 da Instrução CVM 361.

24. Seriam permutadas ações de emissão de Abertis Infraestructuras S.A. ("Abertis"), sociedade constituída e existente de acordo com as leis da Espanha. O Colegiado da CVM na reunião de 23/07/2013 deliberou da seguinte maneira:

"O Colegiado, com base na manifestação da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários - SRE, consubstanciada no MEMO/SRE/GER-1/Nº 33/2013, deliberou conceder as dispensas pleiteadas.

Especificamente com relação à possibilidade de se ofertarem em permuta ações de emissão de Abertis, o Colegiado, acompanhando a área técnica, reafirmou que o art. 33, §1º, I da Instrução CVM 361 determina que as OPAs envolvendo permuta de valores mobiliários não admitidos à negociação em mercados regulamentados brasileiros somente podem ser aprovadas se assegurarem **tratamento equitativo** e adequada informação aos destinatários da OPA. Por esse motivo, entendeu-se que as ações ofertadas aos destinatários da OPA podem estar sujeitas a mesma vedação de negociação (lock-up) estipulada para as ações entregues ao controlador, devendo as restrições impostas ao controlador e aos minoritários serem encerradas na mesma data." (grifamos)

25. Nos parágrafos anteriores procuramos elencar os pontos focais do presente documento, quais sejam: (a) dispensa do disposto no § 8º do art. 29 da Instrução CVM 361; e (b) observação de precedentes nas Deliberações do Colegiado da CVM. Feito isso cabe-nos tecer considerações com relação às alegações utilizadas pela Ofertante para suportar sua solicitação de afastamento do disposto no § 8º do art. 29 da Instrução CVM 361.

26. A Ofertante alega, numa operação cujo valor total foi "de US\$2.199.120.000,00", que para ".....realizar o pagamento em RDAs Tronox na Oferta, a Tronox precisaria emitir as ações a servirem de lastro e depositá-las no âmbito do Programa de Depósito, incorrendo em despesas de aproximadamente US\$70.000 apenas para constituir referido depósito para fins de emissão dos RDAs Tronox a serem entregues aos Acionistas Destinatários que aderissem à Oferta. Assumindo que todos os Acionistas Destinatários aderissem à Oferta e que

*sua totalidade optasse por receber o Pagamento em RDAs, seriam emitidos 4.191 RDAs Tronox, correspondentes a 0,003% do capital social da Tronox [1] .*

*27. Continuando em sua sustentação a Ofertante esclarece que "A parcela do Pagamento em RDAs Tronox na Transação equivaleu a 23,9% do preço pago à Vendedora no Fechamento. Aplicando-se tal percentual ao Valor Máximo da Preliminar da OPA, de R\$ 940.344,64, ter-se-ia o valor máximo a ser pago em RDAs Tronox de R\$224.742,37. Referido valor, convertido para dólares norte-americanos (US\$) pela Taxa de Câmbio do Fechamento, seria equivalente a US\$58.679,47, portanto menos do que os custos que seriam incorridos apenas com taxas de depósito das ações referido acima, de US\$70.000.*

*28. Justificando para o pleito que "Essas regras [constantes do § 8º do art. 29 da Instrução CVM 361] implicam em altos custos se comparados aos resultados que seriam efetivamente recebidos por esses acionistas. Adicionalmente, desde a Data de Fechamento, as ações da Tronox que são negociadas na NYSE sofreram forte desvalorização, estando cotadas a US\$7,12 em 9 de outubro de 2019, desse modo, os acionistas que optassem por essa opção venderiam as ações a um preço equivalente a 50,8% do preço por ação de US\$ 14,00 no Fechamento.*

*29. Ponderando ainda, que "Dessa forma, considerando-se o valor máximo de R\$224.164,63 (duzentos e vinte e quatro mil cento e sessenta e quatro reais e sessenta e três centavos) que seria pago em eventual Oferta de Pagamento Iguatário (assumindo, insista-se, o cenário fictício de adesão total à Oferta), bem como a quantidade ínfima de Ações Tronox que tal pagamento representaria (0,0023%), torna eventual Oferta de Pagamento Iguatária, no presente caso, extremamente custosa, desproporcional e irrazoável. Ressalte-se que, em decorrência da baixíssima quantidade de Ações Objeto da Oferta detida por grande parte dos Acionistas Destinatários, conforme depreende-se da relação de acionistas anexa (Anexo II), aproximadamente 85% dos acionistas da Companhia teriam direito de receber menos de 100 Ações Tronox listadas caso vendessem todas as suas ações ordinárias na Oferta e optassem pela Oferta de Pagamento Iguatário".*

*30. Ressaltamos outra vez que não encontramos Decisões do Colegiado da CVM, em casos precedentes similares, que afastassem a condição de escolha do acionista destinatário da OPA, fato que impediu a aplicação do delegado na Deliberação CVM 756 e a necessidade de submissão do pleito de dispensa do disposto no § 8º do art. 29 da Instrução CVM 361 ao Colegiado da CVM.*

*31. Em que pesem as argumentações do Ofertante quanto ao custo para se efetivar a possibilidade de pagamento mediante valores mobiliários, há de se lembrar que a aquisição do controle da Companhia englobou quase US\$ 2,2 bilhões, o que faz que os custos extras estimados em US\$ 70 mil para realizar a OPA seguindo o disposto no § 8º do art. 29 da Instrução CVM 361 não seriam, relativamente ao valor total da transação, elevados.*

*32. Ademais, ressalte-se que, de acordo com decisões anteriores do Colegiado da CVM não verificamos a possibilidade de afastar a faculdade do acionista destinatário da OPA em escolher receber aquilo que lhe é devido em dinheiro ou em valores mobiliários de mesma espécie e classe daqueles oferecidos ao acionista controlador. Ressaltando que, em nossa leitura, a Instrução CVM 361 não delegou, ou teve a intenção de conceder ao Ofertante, a condição de decidir pelo acionista destinatário da oferta qual seria a melhor condição de recebimento.*

*32. Não obstante, a Instrução CVM 361 faculta que a Ofertante formule Oferta alternativa em dinheiro ou outros valores mobiliários, "desde que a escolha caiba*

*aos destinatários da Oferta*". Conforme já havíamos explanado anteriormente não constatamos, em decisões anteriores do Colegiado da CVM, o afastamento da anteriormente citada faculdade, concedida aos acionistas destinatários da Oferta.

33. Ademais, caso o Colegiado Delibere no mesmo sentido desta área técnica, entendemos que será necessário o aperfeiçoamento de toda a documentação da Oferta, de forma a descrever todos os trâmites necessários para aqueles acionistas destinatários da OPA que optarem por receber valores mobiliários de mesma classe e espécie daqueles oferecidos ao acionista controlador, deixando a faculdade de escolher a critério dos destinatários da Oferta.

#### **IV. Conclusão**

34. 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, em linha com precedentes da CVM, somos contrários à dispensa da contraprestação em valores mobiliários, prevista no o §8º do art. 29 da Instrução CVM 361, para a OPA por alienação de controle de Tronox Pigmentos do Brasil S.A., devendo, em nossa leitura, ser aplicado integralmente o disposto no anteriormente citado artigo, proporcionando ao acionista destinatário da OPA a condição, integrante da Instrução CVM 361, de optar entre o recebimento de valores mobiliários de mesma espécie e classe daqueles oferecidos ao então acionista controlador ou receber o valor total em dinheiro.

Atenciosamente,

ELDEMAR VILLAR DE ALMEIDA  
UNFER  
1 em exercício  
Analista GER-1

GUSTAVO LUCHESE  
Gerente de Registros-

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

**[1]** Considerando-se a totalidade de 141.880.996 ações existentes de emissão Tronox nesta data.

**[2]** Ainda que sejam tomadas as medidas necessárias ao registro de negociação das ações Tronox (restricted shares), elas não poderiam ser negociadas pelos acionistas brasileiros na bolsa norte-americana por pelo menos 6 meses após a sua emissão.



Documento assinado eletronicamente por **Eldemar Villar de Almeida, Analista**, em 25/05/2021, às 17:41, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Gustavo Luchese Unfer, Gerente Substituto**, em 25/05/2021, às 17:45, com fundamento no art. 6º 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 25/05/2021, às 17:53, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Alexandre Pinheiro dos Santos, Superintendente Geral**, em 25/05/2021, às 22:21, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), informando o código verificador **1263880** e o código CRC **9ADD6B81**.

*This document's authenticity can be verified by accessing [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), and typing the "Código Verificador" **1263880** and the "Código CRC" **9ADD6B81**.*