

Para: SRE MEMO/SRE/GER-1/Nº 55/2010
De: GER-1 Data: 25/3/2010

Assunto: Pedido de registro de OPA de Millennium Inorganic Chemicals do Brasil S.A, com adoção de procedimento diferenciado — Processo CVM nº RJ-2009-13094

Senhor Superintendente,

Requer a Corretora Souza Barros Câmbio e Títulos S.A. (Intermediário), por ordem de Millennium Inorganic Chemicals Holdings Ltda (Ofertante), o registro de oferta pública de aquisição de ações ordinárias (OPA) por alienação indireta de controle de Millennium Inorganic Chemicals do Brasil S.A. (Companhia), CNPJ/MF nº 15.115.504/0001-24, com adoção de procedimento diferenciado, nos termos do art. 34 da Instrução CVM nº 361/02.

Quanto ao procedimento diferenciado, a Ofertante solicita a dispensa da elaboração do laudo de avaliação da Companhia, de que tratam o inciso VI do artigo 4º e o artigo 8º, ambos da Instrução CVM 361.

O capital social da Companhia é dividido em 812.671.840 ações ordinárias e 858.553.315 ações preferenciais, conforme consta do último IAN disponível.

I. Alienação de Controle

Em 16/5/2007, a Companhia publicou fato relevante, divulgando que, no dia anterior, havia sido concluída a operação de aquisição pela National Titanium Dioxide Company Ltd (Cristal) dos negócios de dióxido de titânio da Lyondell Chemical Company (Lyondell), entre os quais se incluíam aqueles conduzidos no Brasil pela Companhia.

Como consequência, a Cristal tornou-se acionista controladora indireta da Companhia, por meio da aquisição do controle direto da Ofertante, passando a deter indiretamente 804.729.760 ações ordinárias e 858.553.315 ações preferenciais de emissão da Companhia, representativas de 99,02% do seu capital votante e 71,65% do seu capital total.

O preço global pago pela Cristal na aquisição dos negócios mundiais de dióxido de titânio da Lyondell foi de US\$ 1,05 bilhões.

II. Características da OPA

A OPA destina-se a aquisição de 7.942.076 ações ordinárias, representativas de aproximadamente 0,98% do capital votante da Companhia, pelo preço de R\$ 0,1463 por ação, pago à vista, em moeda corrente nacional, o qual será devidamente corrigido pela taxa SELIC desde 15/5/2007, data em que os antigos controladores foram pagos, até a data da liquidação do leilão na Bolsa. Dessa forma, o valor da OPA totalizará R\$ 1.161.925,72, caso todas as ações sejam alienadas, sem considerar a atualização do preço prevista.

O preço ofertado corresponde a 80% do valor patrimonial líquido da ação de emissão da Companhia, com base no balanço patrimonial de 31/12/2006.

III. Histórico do Processo

Em 16/12/2009, a Ofertante protocolou na CVM o pedido de registro da OPA em tela, nos termos da Instrução CVM nº 361/02.

Em 14/1/2010, encaminhamos o OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 36/2010 com exigências a serem cumpridas no âmbito da OPA.

Em 12/2/2010, a Ofertante protocolou expediente na CVM, em atendimento às exigências constantes do Ofício 36/2010.

Em 3/3/2010, encaminhamos o OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 199/2010, com reiteração das exigências não atendidas anteriormente.

Em 12/3/2010, a Ofertante protocolou expediente na CVM, em atendimento às exigências constantes do Ofício 199/2010.

IV. Alegações da Ofertante

Visando o sucesso de seu pleito, a Ofertante alegou que, no entendimento da CVM, o laudo de avaliação tem função meramente informativa nas "ofertas públicas a que se refere o artigo 254-A da Lei nº 6.404/76".

Acrescentou que "[n]o caso presente, a despeito de todas as tentativas feitas pela Ofertante no sentido de demonstrar o preço pago pela aquisição indireta do controle, a CVM não as achou conclusivas, ficando indicado, tanto no voto do Diretor Relator do Processo RJ2008/252, bem como no da Presidente, que o valor patrimonial das ações de emissão da Companhia objeto poderia ser um critério adequado para esse fim. Como mencionado acima, com o fito de não mais retardar a oferta pública, a Ofertante decidiu acatar aquela orientação da CVM, no sentido de utilizar o valor patrimonial da ação para fins de determinação do preço da oferta. Tendo presente que o valor patrimonial é aquele que, observadas as regras de contabilização estabelecidas na Lei das S.A., consta do balanço, a apresentação do Laudo de Avaliação não se faz necessária, razão pela qual se solicita seja ela dispensada. Adicionalmente, a exigência do Laudo de Avaliação representaria um ônus excessivo e desnecessário ao Ofertante, haja vista a utilização do critério de valor patrimonial das ações para determinação do Preço da Oferta, valor esse refletido no balanço."

Já na Demonstração Justificada de Preço submetida, em cumprimento ao disposto no §6º do art. 29 da Instrução CVM 361, a Ofertante argumenta o seguinte:

"Importa ressaltar que a aquisição do controle da Companhia estava inserida num processo de aquisição global dos negócios de dióxido de titânio, não havendo disposição a respeito da parcela do preço total correspondente à aquisição indireta da participação na Companhia pela Cristal, bem como é possível inferir que qualquer alocação do preço total pago pela Cristal foi realizada em função de questões contábeis e fiscais, não significando atribuições de preços aos diversos ativos adquiridos, o que dificulta em muito a precisa demonstração, pela Cristal, do preço pago pelo controle indireto da Companhia."

O exame do contrato de compra e venda que consubstancia a alienação de controle final da Companhia deixa claro que não houve a alocação individualizada de preço para as inúmeras companhias sob o controle final alienado. (...) Ademais, não há também no contrato de compra e venda qualquer indicação dos critérios que possam ter sido utilizados para a fixação do preço global."

O caminho que parece ser adequado para o fim de demonstrar o preço que se referia à Companhia é o de considerar as informações sobre a venda dos negócios de química inorgânica da Lyondell em 31.12.2006, como apresentado à Securities and Exchange Commission:

	<i>Em milhões de US\$</i>	<i>Em milhões R\$*</i>
Caixa (Cash)	45	96
Estoques (Inventories)	381	814
Outros Ativos Circulantes (Other current assets)	261	557
Total Ativo Circulante (Total current assets)	687	1.468
Propriedades, Instalações, Equipamentos – Líquido (Property, plant and equipment – net)	604	1.290
Intangível – Líquido (Goodwill, net)	316	675
Outros Ativos Não Circulantes – Líquido (Other noncurrent assets, net)	149	318
Total de Ativos Longo Prazo – Líquido (Total long-term assets)	1,069	2.284
Total Ativo (Total assets)	1,756	3.740
Vencimento de Exigível a Longo Prazo (Current maturities of long-term debt)	4	8
Outros Passivos Circulantes (Other current liabilities)	337	720
Total Passivo Circulante (Total current liabilities)	341	728
Exigível a Longo Prazo (Long-term debt)	82	175
Outras Obrigações Exigíveis a Longo Prazo (Other noncurrent liabilities)	269	574
Participação Não Controladores (Minority Interest)	40	85
Total Passivo Longo Prazo (Total long-term liabilities)	391	835
Total Passivo (Total liabilities)	732	1.564

* O valor em Reais tomou como base a taxa de conversão, fornecida pelo Banco Central do Brasil, do Dólar dos EUA para o Real, na data de 31.12.2006, de 1US\$ = R\$2,1372.

Ao subtrair do total de ativos os passivos dispostos na tabela acima, chega-se ao valor patrimonial de US\$1,024,000,000.00 (R\$2.188.492.800,00) muito próximo do valor de US\$ 1,050,000,000.00 (R\$2.244.060.000,00).

Como esse montante é muito próximo do valor global de US\$1,050,000,000.00 (R\$2.244.060.000,00) da alienação que ensejou a obrigatoriedade de realização da OPA no Brasil, pode-se inferir que o critério utilizado na fixação do preço global da transação tenha sido o de valor patrimonial. À falta de outros elementos expressamente referidos no contrato de compra e venda que possibilitem melhor identificação do que o controle final da Companhia significa no preço global e diante da razoabilidade - dada a quase identidade dos montantes envolvidos - de que tenha prevalecido o critério de valor patrimonial, esse critério é o que deva ser utilizado com relação à Companhia.

Com base na tabela acima, os valores referentes ao patrimônio de Millennium do Brasil na mesma data-base de 31.12.2006 são:

Em milhões de Reais

Ativo circulante	164.571
Ativo não circulante	356.532

Ativo total	521.103
Passivo circulante	62.025
Passivo não circulante	34.406
Patrimônio líquido	424.672
Passivo total	521.103

Considerando o Patrimônio Líquido da Millennium do Brasil no montante de R\$424.672.000,00 e a totalidade das ações emitidas (2.321.499.770), na data-base de 31.12.2006, apura-se o valor patrimonial por lote de 1.000 ações de R\$182,93. Conseqüentemente, o valor da OPA é de R\$ 146,34 (por lote de 1.000 ações), que corresponde a 80% (oitenta por cento) do valor patrimonial.

Como mencionado no voto do então Presidente da CVM, Dr. Marcelo Trindade, no caso Arcelor:

"8. Pode ocorrer, contudo, que as partes não estabeleçam contratualmente esse valor, de forma explícita. Esse caminho da omissão certamente sujeitará o ofertante, o intermediário e os destinatários da oferta a significativo aumento das incertezas e riscos no processo de registro da oferta, pois a CVM deverá buscar evidências que lhe permitam considerar justificada a demonstração de preço proporcional, que tenha sido feita pelo ofertante para atender à Instrução 361/02." (grifou-se)

Assim, na busca de evidências, o que se encontrou foi de que muito provavelmente o critério utilizado pela Lyondell na fixação do preço de alienação foi o de seu valor patrimonial. A correlação entre o preço proposto na OPA e o preço do negócio de alienação de controle que ensejou a necessidade de realização da OPA parece ser alcançada com a adoção do mesmo critério de valor patrimonial para o negócio global e para a aquisição do controle indireto da Millennium Brasil."

V. Nossas Considerações

Inicialmente, destacamos que em 14/6/2007, a Cristal protocolou na CVM pedido de registro de OPA por alienação indireta do controle de Millennium Inorganic Chemicals do Brasil S.A., tratado no âmbito do Processo CVM RJ 2007-7502.

À época, os acionistas que aderissem à OPA receberiam R\$ 87,20, à vista, por lote de mil ações, atualizados pelo IPCA desde 15/5/2007 até a data imediatamente anterior à liquidação financeira da oferta, valor obtido do laudo de avaliação da Companhia, que não considerou o valor patrimonial por ação, pois, "no entendimento da ofertante, o valor patrimonial é um mero valor contábil, o qual não reflete de forma apropriada o valor de uma companhia".

Durante o prazo da análise daquele processo, a Cristal não apresentou evidências que permitissem a esta área técnica considerar justificada a demonstração de preço apresentada, nos termos do § 6º do art. 29 da Instrução CVM 361, motivo pelo qual a SRE indeferiu o pedido de registro de OPA, à época.

Em 7/1/2008, a Cristal interpôs recurso contra a decisão de indeferimento da SRE, o qual foi submetido ao Colegiado da CVM (Processo CVM RJ-2008-252).

Já no âmbito do recurso, esta área técnica pesquisou as informações periódicas da Lyondell, protocoladas na U.S. Securities and Exchange Commission, conforme constam no formulário 10-Q, datado de 30/6/2007, verificando que o seu valor patrimonial era de US\$ 1,024 bilhão, ligeiramente inferior ao valor de US\$ 1,05 bilhão resultante da alienação que ensejou a obrigatoriedade de realização de OPA no Brasil.

Em reunião datada de 8/3/2008, o Colegiado da CVM decidiu manter o indeferimento do registro da OPA, "[t]endo em vista que, no caso, os documentos apresentados não se [prestavam] a demonstrar de forma justificada o preço oferecido".

Destacamos, ainda, as seguintes palavras da declaração de voto da Presidente Maria Helena Santana, na análise do recurso:

"18. Como esclareceu o presidente Marcelo Trindade no caso da Arcelor, quando as partes não estabelecem contratualmente o valor da companhia indiretamente controlada por aquela cujo controle está sendo alienado, caberá à CVM buscar evidências que lhe permitam considerar justificada a demonstração de preço proporcional:

'8. Pode ocorrer, contudo, que as partes não estabeleçam contratualmente esse valor, de forma explícita. Esse caminho da omissão certamente sujeitará o ofertante, o intermediário e os destinatários da oferta a significativo aumento das incertezas e riscos no processo de registro da oferta, pois a CVM deverá buscar evidências que lhe permitam considerar justificada a demonstração de preço proporcional, que tenha sido feita pelo ofertante para atender à Instrução 361/02.'

(...)

1. De fato, havendo semelhança entre o valor patrimonial dos ativos de química inorgânica da controladora (já incluída a Millennium) e o preço praticado no negócio de venda desse controle, cabem esclarecimentos quanto à não utilização do valor patrimonial dos ativos para fins da definição do preço de controle da controladora.
2. Havendo evidências nos autos de que esses mesmos ativos foram reavaliados, aparentemente para fins da operação de venda de controle, cabem esclarecimentos quanto ao valor da Millennium nessa reavaliação e quanto à declaração do ofertante de que os ativos de química inorgânica jamais foram considerados durante o período de negociação do preço do controle da controladora.

3. *Enfim, assim como ocorreu nos precedentes da OPA da Aço Villares – quando o ofertante declarou a metodologia utilizada na operação de venda de controle e, a partir dela, definiu o valor pago pela companhia brasileira – e da OPA da Arcelor – em que o ofertante aplicou o mesmo critério utilizado para calcular o preço de venda de controle (EBITDA) para avaliar o valor da companhia brasileira – deveria ter o ofertante demonstrado, como disse expressamente a SRE em suas exigências, a partir do preço pago pelo controle da controladora, o valor que corresponderia ao ativo brasileiro.*
4. *Não tendo qualquer evidência capaz de comprovar a correlação entre o preço proposto para a OPA e o preço do negócio de alienação de controle que ensejou a necessidade de realização da OPA, não restou outra alternativa à SRE senão indeferir o registro da OPA."*

Quanto à dispensa de elaboração do laudo de avaliação da Companhia, ressaltamos que o *caput* do art. 8º da Instrução CVM 361 prevê a elaboração do referido documento, sempre que se tratar de OPA formulada pelo acionista controlador da companhia objeto, o que se aplica ao presente caso.

Já o inciso II do art. 4º da Instrução CVM 361 dispõe:

"a OPA será realizada de maneira a assegurar tratamento equitativo aos destinatários, permitir-lhes a adequada informação quanto à companhia objeto e ao ofertante, e dotá-los dos elementos necessários à tomada de uma decisão refletida e independente quanto à aceitação da OPA".

Não obstante, observamos que o Colegiado da CVM tem deliberado favoravelmente à dispensa de elaboração de laudo de avaliação de companhia objeto de OPA por alienação de controle, em cumprimento do disposto no art. 254-A da Lei 6.404, tendo em vista que nessas ofertas "o laudo de avaliação tem, em princípio, uma função meramente informativa" (voto do DMP no Processo RJ 2007-11573), como nos seguintes precedentes:

- i. Globex Utilidades S.A. – Processo CVM 2009-7502 – Decisão de 22/12/2009;
- ii. Refinaria de Petróleos Manguinhos S.A. – Processo RJ-2009-0587 - Decisão de 14/7/2009;
- iii. Banco Nossa Caixa S.A. – Processo RJ-2009-0610 – Decisão de 30/6/2009; e
- iv. Recrusul S.A. – Processo RJ-2008-6891 – Decisão de 24/3/2009.

Ressaltamos que, nos casos das OPA de Refinaria Manguinhos e de Recrusul, o Colegiado da CVM, observou, juntamente com outros critérios, a desproporcionalidade entre os custos de elaboração dos laudos de avaliação e os valores totais das respectivas OPA.

Da mesma forma, nosso entendimento é de que, no caso em tela, a exigência da elaboração do laudo de avaliação elevaria de modo desproporcional o custo total da OPA, por parte da Ofertante.

Tendo em vista as nossas considerações, entendemos que a demonstração justificada de preço apresentada no âmbito do presente Processo, cujo extrato é mencionado no item "IV- Alegações da Ofertante" acima, atende ao disposto no § 6º do art. 29 da Instrução CVM 361, e que o preço da OPA atende ao *tag along* previsto no art. 254-A da Lei 6.404.

VI. Conclusão

Por todo o acima exposto, esta área técnica nada tem a obstar quanto à dispensa de elaboração do laudo de avaliação para a OPA de Millennium Inorganic Chemicals do Brasil S.A., nos termos apresentados pelo presente Memo.

Por fim, propomos solicitar à Superintendência Geral que o presente processo seja encaminhado à apreciação do Colegiado, tendo esta SRE/GER-1 como relatora do caso em referência na reunião do Colegiado da CVM.

Atenciosamente,

(Original assinado por)

RICARDO MAIA DA SILVA

Gerente de Registros - 1

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

(Original assinado por)

FELIPE CLARET DA MOTA

Superintendente de Registro de Valores Mobiliários