



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

VOTO

PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM Nº RJ2015/10253

Reg. Col. 0194/2016

Interessados: Manufatura de Brinquedos Estrela S.A. e Carlos Antonio Tilkian

Assunto: Recurso contra decisão da SRE que determinou a atualização de laudo de avaliação utilizado para a definição do valor ofertado em OPA de cancelamento de registro.

Manifestação de Voto

1. Houve, desde a apresentação, em 29/09/2015, do pedido de registro de OPA para cancelamento de registro de companhia aberta da Manufatura de Brinquedos Estrela S.A. (“Companhia” ou “Estrela”), forte oscilação na cotação das ações de emissão da Companhia, o que representou uma elevação de mais de 151% se considerado o preço apurado em agosto de 2015 e a cotação do dia 20/09/2016 (SEI nº 0182649).
2. Afigura-se natural que, depois da elaboração do laudo de avaliação, ocorram variações na cotação dos valores mobiliários, sem que isso imponha a elaboração de novo laudo, mas apenas a atualização do valor anteriormente calculado. Contudo, quando essa diferença torna-se muito intensa, tal como ocorreu no presente caso, não há como afastar a necessidade de elaboração de um novo laudo, sob pena de violação ao critério do “preço justo” previsto no art. 4º, parágrafo único, da Lei nº 6.404/76[1] e no art. 16 da Instrução CVM nº 361/02[2].
3. O laudo de avaliação elaborado pela Confiance Inteligência Empresarial (“Avaliador”) apurou, com base no valor médio ponderado das cotações das ações preferenciais da Companhia entre setembro de 2014 e agosto de 2015 (12 meses), o preço de R\$ 0,37 a ser pago por cada ação ordinária ou preferencial, a ser atualizado pela Taxa Selic a partir de 16/09/2015.
4. Ocorre que, como já exposto, em virtude do tempo transcorrido[3] e da forte valorização dos papéis desde a elaboração do laudo, o valor apurado, mesmo quando corrigido pela Taxa Selic, não corresponde minimamente ao valor justo atual das ações.
5. Anote-se que não se está a questionar a qualidade do laudo técnico e o preço ofertado pelo controlador em 29/09/2015, mas sim que, em virtude do logo tempo decorrido e da forte oscilação nas cotações, o valor ofertado não mais corresponde, minimamente, ao valor justo das ações, o que impõe, extraordinariamente, a realização de novo laudo de avaliação.
6. Sobre a indagação formulada no recurso sobre qual seria a conduta da CVM “*caso tivesse havido uma queda nas cotações no período considerado (Set/15 a Ago/16)*”, cumpre observar que essa situação não seria pertinente para fins de comparação com o caso em análise, uma vez que o ofertante, nesse quadro de queda na cotação, teria a opção de desistir da OPA, posto que esta apenas se torna obrigatória após o registro na CVM e publicação do edital[4], o que ainda não ocorreu.

7. Diante do exposto, e considerando a excepcionalidade do caso, tanto em virtude do tempo de duração do processo (aproximadamente um ano), como pela oscilação da cotação em mais de 151%, concordo com a posição defendida pela área técnica de que, nos termos do art. 8º, §9º, II da Instrução CVM nº361/02, o Ofertante deve solicitar ao Avaliador da OPA a atualização do valor das ações mediante elaboração de novo Laudo de Avaliação que reflita as atuais circunstâncias.

Rio de Janeiro, 13 de dezembro de 2016.

Gustavo Borba

Diretor

[1] Art. 4º Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários.

[...]

§ 4º O registro de companhia aberta para negociação de ações no mercado somente poderá ser cancelado se a companhia emissora de ações, o acionista controlador ou a sociedade que a controle, direta ou indiretamente, formular oferta pública para adquirir a totalidade das ações em circulação no mercado, por **preço justo**, ao menos igual ao valor de avaliação da companhia, apurado com base nos critérios, adotados de forma isolada ou combinada, de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos, de cotação das ações no mercado de valores mobiliários, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, assegurada a revisão do valor da oferta, em conformidade com o disposto no art. 4º-A.

[2] Art. 16. O cancelamento do registro para negociação de ações nos mercados regulamentados de valores mobiliários somente será deferido pela CVM caso seja precedido de uma OPA para cancelamento de registro, formulada pelo acionista controlador ou pela própria companhia aberta, e tendo por objeto todas as ações de emissão da companhia objeto, observando-se os seguintes requisitos:

I – o preço ofertado **deve ser justo**, na forma estabelecida no § 4º do art. 4º da Lei 6.404/76, e tendo em vista a avaliação a que se refere o § 1º do art. 8º ; (...)

[3] O que decorreu de diversos fatores, que envolvem o procedimento diferenciado requerido, os recursos interpostos e o trâmite do processo nos diversos setores da CVM.

[4] Neste sentido, vide: EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de capitais: regime jurídico. 3ª ed. revista e ampliada. Renovar: Rio de Janeiro, 2011, p. 572.



Documento assinado eletronicamente por **Gustavo Rabelo Tavares Borba, Diretor**, em 14/12/2016, às 16:13, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **0200289** e o código CRC **10046B77**.
This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" 0200289 and the "Código CRC" 10046B77.