



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

### PROCESSO ADMINISTRATIVO RJ-2015-10253

Reg. Col. 0194/2016

**Interessados:** Manufatura de Brinquedos Estrela S.A.  
Carlos Alberto Tilkian

**Assunto:** Recurso de decisão da SRE que solicitou a atualização do valor, que consta de laudo de avaliação, da companhia objeto de OPA de cancelamento de registro

### DECLARAÇÃO DE VOTO

1. Trata-se de recurso de decisão da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE proferida no âmbito do procedimento de análise do pedido de registro da oferta pública de aquisições (“OPA” ou “Oferta”) para cancelamento de registro da Manufatura de Brinquedos Estrela S.A. (“Companhia”).
2. A decisão diz respeito à exigência dirigida a Carlos Antonio Tilkian, ofertante da OPA, para que solicite ao avaliador a atualização do valor da Companhia constante do laudo de avaliação que instruiu o pedido de registro.
3. O fundamento normativo invocado pela área técnica é o art. 8º, § 9º, da Instrução CVM nº 361, de 2002, introduzido por meio da Instrução CVM nº 487, de 2010:

§9º A CVM poderá exigir, dentro do prazo previsto no §2º do art. 9º, que o ofertante:

I - informe se o valor da companhia objeto sofreu alterações significativas após a data da avaliação; e



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

II - em caso afirmativo, solicite ao avaliador que atualize o valor da companhia objeto que consta do laudo de avaliação.

4. Como se depreende da leitura do preceito normativo, a solicitação de atualização do valor que consta do laudo de avaliação só se justifica, em princípio, quando o ofertante informar à CVM, nos moldes do inciso I, que o valor da companhia objeto sofreu alterações significativas após a data da avaliação.

5. À primeira vista, portanto, não poderia a CVM exigir a atualização do laudo diante da resposta negativa do ofertante. Tal interpretação da norma, todavia, não me parece correta, pois limitaria, indevidamente, o poder-dever da CVM de zelar pela adequação das informações que são fornecidas aos acionistas e ao mercado em geral. O laudo, em particular, constitui elemento de informação importante para os acionistas apreciarem a aceitação da OPA.

6. A meu ver, o que o dispositivo procura estabelecer é que, nos casos de OPA formulada pela própria companhia, pelo acionista controlador ou por pessoa a ele vinculada, ou ainda por administrador ou pessoa a ele vinculada, o ofertante está em melhores condições do que a CVM para avaliar se o valor que consta do laudo permanece atualizado. Por isso que cabe a ele manifestar-se a respeito em primeiro lugar.

7. Desse modo, e considerando, ainda, que a avaliação de qualquer companhia envolve, inevitavelmente, algum grau de subjetividade, parece-me que a CVM só deve solicitar a atualização do laudo caso disponha de elementos robustos a evidenciar que o valor da companhia pode ter sofrido alterações significativas após a data da avaliação.

8. Examinando-se o caso em apreço, verifica-se a forte valorização das ações preferenciais da Estrela após a divulgação ao mercado da OPA. No entanto, tal fato me parece insuficiente para justificar a atualização do laudo, ainda que o preço médio ponderado das cotações, nos dozes meses anteriores ao fato relevante, tenha sido o critério utilizado pelo avaliador.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

9. A uma, porque, usualmente, a evolução do preço das ações é profundamente contaminada pela divulgação da OPA e, em particular, de seu preço, de modo que existem razões suficientes para entender que tal critério deixa de expressar adequadamente o valor justo da companhia. Aliás, o Anexo III da Instrução CVM nº 361, de 2002, indica, de maneira cuidadosa, que o preço médio ponderado, que se presta a fundamentar o laudo de avaliação, deve levar em consideração os períodos compreendidos (i) nos doze meses imediatamente anteriores à publicação do fato relevante e (ii) entre a data de publicação do fato relevante e a data do laudo de avaliação.

10. A duas, porque, após o anúncio da OPA, ocorrem usualmente movimentos na negociação das ações da companhia objeto, que são provocados por acionistas que buscam, legitimamente, montar posições e aumentar o seu poder de barganha frente ao ofertante. Cuidando-se de ações com baixa liquidez, como é o caso das preferenciais da Estrela, tais movimentos podem ocasionar a alteração significativa do volume de negócios e da cotação. Pode ocorrer, portanto, uma alta importante do preço das ações, que não guarda, todavia, qualquer relação com o valor da companhia.

11. Por essas razões, em suma, entendo que, de ordinário, a oscilação da cotação do papel, após a divulgação da OPA, não constitui, por si só, evidência suficiente para justificar a solicitação de atualização do laudo.

12. Nada obstante, verifica-se, no presente caso, que, em 20.9.2016, enquanto estava em curso a análise do pedido de registro da OPA, a Companhia divulgou o seguinte aviso de fato relevante ao mercado:

“O Acionista Controlador da Companhia e seu Diretor de Marketing constituíram na Cidade de Assunção no Paraguai uma Sociedade denominada “ESTRELLA DEL PARAGUAY” SOCIEDAD ANONIMA que passará a fornecer brinquedos para a Companhia e para outras empresas, no Brasil e na América do Sul. A Companhia estabelecerá contratualmente as condições de fornecimento e demais obrigações decorrentes dessa operação, de modo que os brinquedos importados do Paraguai passem a



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

substituir parte dos brinquedos que a Companhia, atualmente, tem importado da China, com redução de custo à Companhia”.

13. Cuida-se de fato de inegável relevância para as atividades da Companhia, capaz de alterar as suas perspectivas de rentabilidade e, por consequência, o seu valor. A reação do mercado à divulgação foi bastante expressiva, observando-se, no dia 20.9.2016, valorização de 17% na cotação das ações preferenciais da Estrela.

14. Tal notícia, em definitivo, constitui, a meu ver, evidência suficientemente robusta de que o valor da companhia pode ter sofrido alterações significativas após a data da avaliação.

15. Note-se, também, que o pedido de registro da OPA encontra-se em análise por período consideravelmente longo, superior a um ano, por razões que fogem ao controle desta autarquia, valendo mencionar, nessa direção, a formulação do pleito de adoção de procedimento diferenciado, que foi indeferido pelo Colegiado em 10.5.2016, bem como a substituição da instituição intermediária inicialmente contratada pelo ofertante.

16. Pelas razões acima expostas, voto pelo indeferimento do recurso e a consequente manutenção da decisão da SRE.

Rio de Janeiro, 13 de dezembro de 2016

*Original assinado por*

Pablo Renteria

DIRETOR