



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 53/2016-CVM/SRE/GER-1

Rio de Janeiro, 04 de maio de 2016.

Ao Superintendente de Registro de Valores Mobiliários (SRE)

Assunto: OPA para cancelamento de registro de Manufatura de Brinquedos Estrela S.A., com adoção de procedimento diferenciado, nos termos do art. 34 da Instrução CVM nº 361/02 - Processo CVM nº RJ-2015-10253

Senhor Superintendente,

1. Requer Carlos Antonio Tilkian (“Ofertante”) o registro da oferta pública de aquisição de ações (“OPA” ou “Oferta”) para cancelamento de registro de sua controlada Manufatura de Brinquedos Estrela S.A. (“Companhia” ou “Estrela”), inscrita no CNPJ sob o nº 61.082.004/0001-50, com a adoção de procedimento diferenciado, nos termos do art. 34 da Instrução CVM nº 361/02 (“Instrução CVM 361”).
2. A supramencionada adoção de procedimento diferenciado, que depende de aprovação pelo Colegiado da CVM, consiste na dispensa da realização de leilão em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado, previsto pelo inciso VII do art. 4º e pelo *caput* do art. 12, ambos da Instrução CVM 361, e representa o assunto objeto do presente Memorando.
3. A Companhia tem seu capital social representado atualmente por 5.388.995 ações ordinárias e 10.777.990 ações preferenciais, sendo que o Ofertante, que é o acionista controlador de Estrela, possui 5.104.040 (94,71%) ações ordinárias e 285 (0,0026%) ações preferenciais, restando em circulação 284.955 (5,29%) ações ordinárias e 10.777.705 (99,99%) ações preferenciais de sua emissão, as quais serão objeto da Oferta, sendo que, segundo informações constantes do último Formulário de Referência encaminhado pela Companhia, tais ações em circulação seriam de titularidade de 4.210 acionistas.
4. O preço por ação ordinária ou preferencial (“Preço”) a ser oferecido na OPA, que contará com pagamento à vista, é de R\$ 0,37, atualizado pela Taxa Selic desde 16/09/2015, data da publicação do Fato Relevante por meio do qual a Oferta foi divulgada ao mercado, até a data do efetivo pagamento do referido preço.
5. O Preço foi definido pelo Ofertante com base em Laudo de Avaliação elaborado pela Confiance Inteligência Empresarial (“Avaliador”), que se utilizou de três métodos previstos pelo § 4º do art. 4º da Lei nº 6.404/76 (“LSA”), quais sejam: (i) Valor Patrimonial, que resultou no valor por ação de R\$ -19,10; (ii) Valor Econômico, com base no fluxo de caixa descontado, que resultou no valor por



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

ação de R\$ -8,92; e (ii) Preço Médio Ponderado das cotações das ações preferenciais no mercado nos 12 meses anteriores à 30/08/2015, que resultou no valor de R\$ 0,37 por ação.

6. O Avaliador, considerando que os métodos (i) e (ii) acima mencionados resultaram em valor negativo para as ações de emissão da Companhia, e que *“a liquidez das ações, embora restrita, representa a adequada precificação dos acionistas e investidores, uma vez que todas as informações sobre a empresa estão à disposição do mercado, (...) escolhe [escolheu] o preço médio ponderado das ações mais negociadas na BM&FBOVESPA, as PN, nos últimos 12 meses, como sendo o critério mais adequado para a definição do preço justo da Estrela”*.

7. Assim, caso todas as ações de emissão da Companhia atualmente em circulação (11.062.660) sejam adquiridas ao preço da Oferta, sem considerar a atualização pela Taxa Selic, a OPA atingirá um valor total de R\$ 4.093.184,20.

8. Cabe mencionar que não houve, dentro do prazo previsto pelo art. 4º-A da LSA, qualquer pedido de convocação de assembleia especial dos acionistas titulares de ações em circulação, a fim de deliberar sobre a realização de nova avaliação pelo mesmo ou outro critério, para efeito de determinação do valor de avaliação da Companhia.

I. Histórico do Processo

9. Em 29/09/2015, o Ofertante protocolou expediente na CVM (fls. 1 a 189) solicitando o registro da Oferta, com a adoção de procedimento diferenciado, nos termos do art. 34 da Instrução CVM 361, requerendo a dispensa da realização de leilão na OPA, conforme previsto pelo inciso VII do art. 4º e pelo *caput* do art. 12 da mesma Instrução.

10. Em 16/10/2015, foi protocolada na CVM reclamação de investidores destinatários da Oferta (“Reclamação”), que ensejou a instauração do Processo nº SP-2015-389, sendo que o teor da referida reclamação encontra-se transcrito na seção “IV - Alegações dos Reclamantes”.

11. Em 29/10/2015, encaminhamos o Ofício nº 188/2015/CVM/SRE/GER-1 (fls. 198 a 205) à Estratégia Investimentos S.A. CVC (“Instituição Intermediária”), apresentando exigências no âmbito da LSA e da Instrução CVM 361.

12. Em 24/11/2015, o Ofertante protocolou expediente na CVM (fls. 211 a 502), em face das exigências formuladas por meio do Ofício nº 188/2015/CVM/SRE/GER-1.

13. Em 24/12/2015, após análise do expediente protocolado em 24/11/2015, encaminhamos o Ofício nº 239/2015/CVM/SRE/GER-1 (fls. 504 a 509) à Instituição Intermediária, reiterando determinadas exigências.

14. Em 13/01/2015, o Ofertante protocolou expediente na CVM (fls. 511 a 711), em resposta ao Ofício nº 239/2015/CVM/SRE/GER-1, encaminhando documentação atualizada da Oferta em face das exigências propostas por meio do referido Ofício.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

II. Características da OPA

15. Primeiramente, cabe destacar que a presente OPA é obrigatória, nos termos do § 4º do art. 4º da LSA, sendo condição precedente para o cancelamento de registro da Companhia de que trata o art. 21 da Lei 6.358/76 (“Lei 6.385”).

16. Ademais, com fulcro no art. 34 da Instrução CVM 361, o Ofertante requereu a aprovação da CVM para realizar procedimento diferenciado, solicitando dispensa da realização de leilão em bolsa de valores ou em entidade de mercado de balcão organizado, requisito previsto pelo inciso VII do art. 4º e pelo *caput* do art. 12, ambos da Instrução CVM 361.

17. Tendo em vista a intenção do Ofertante em não realizar o referido leilão, o mesmo contratou a Estratégia Investimentos S.A. CVC, que, além de atuar como Instituição Intermediária da Oferta, garantindo a liquidação financeira da OPA e o pagamento do preço de compra, em caso de exercício da faculdade a que se refere o § 2º do art. 10 da Instrução CVM 361 (*put*), irá realizar o seu controle operacional.

18. A referida liquidação financeira, que é prevista pelo § 4º do art. 7º da Instrução CVM 361, será realizada pela Instituição Intermediária em até 6 dias úteis após a data em que for finalizado o período de manifestação por parte dos acionistas objeto da Oferta (“Período de Manifestação”), que se iniciará com a publicação do Edital da OPA e se encerrará 30 dias após a referida publicação, prazo que observa o que preceitua o § 1º do art. 12 da mesma Instrução.

19. Nesse sentido, a Instituição Intermediária realizará tal liquidação junto aos acionistas que manifestarem a intenção de vender suas ações na Oferta, por meio de Transferência Eletrônica Disponível – TED, para as contas por eles informadas quando do preenchimento do Formulário de Manifestação (documento por meio do qual o acionista irá se manifestar com relação à Oferta, seja alienando suas ações, ou apenas discordando ou concordando com o cancelamento de registro).

20. Decorridos 7 dias úteis da data em que se encerrar o Período de Manifestação, a Instituição Intermediária encaminhará à CVM a descrição do resultado da Oferta, contendo informação sobre a quantidade de ações adquiridas e sobre o atingimento ou não do quórum para cancelamento de registro, de que trata o inciso II do art. 16 da Instrução CVM 361.

21. Conforme comentamos no parágrafo 5º acima, o preço por ação objeto da OPA, no valor de R\$ 0,37, foi estabelecido pelo Ofertante, observando o previsto no § 4º do art. 4º da LSA e no inciso I do art. 16 da Instrução CVM 361, com base em Laudo de Avaliação (fls. 636 a 711), tendo sido escolhido, pelo Avaliador, como método mais adequado para a precificação das ações de emissão da Companhia “*o preço médio ponderado das ações mais negociadas na BM&FBOVESPA, as PN, nos últimos 12 meses*”.

22. Dessa forma, tendo sido o preço por ação definido em R\$ 0,37, o valor total da Oferta será de R\$ 4.093.184,20, caso todas as ações objeto da mesma sejam adquiridas.

23. Caso ocorra a aceitação da OPA por titulares de mais de 1/3 e menos de 2/3 das ações em circulação, o Ofertante desistirá da Oferta, nos termos do inciso II do art. 15 da Instrução CVM 361.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

24. Tendo em vista o procedimento diferenciado pleiteado, qual seja, a dispensa de realização do leilão previsto pelo inciso VII do art. 4º e pelo *caput* do art. 12, ambos da Instrução CVM 361, a OPA prevê o que segue:

(i) os acionistas objeto da OPA deverão preencher e enviar o “*Formulário de Manifestação*” à Instituição Intermediária, sendo que o Ofertante arcará com os custos referentes ao reconhecimento de firma e envio do referido formulário;

(ii) depósito prévio à publicação do Edital de montante equivalente ao valor da Oferta, em conta corrente da Instituição Intermediária, feito pelo Ofertante, com fins de garantir a liquidação financeira da OPA;

(iii) a verificação do sucesso da OPA se dará mediante contabilização da manifestação externada pelos acionistas, por meio de preenchimento do Formulário de Manifestação, verificação essa a ser realizada pela Instituição Intermediária, de modo que a OPA terá sucesso caso titulares de mais de 2/3 das ações cujos acionistas preencherem o referido formulário aceitem a OPA ou concordem expressamente como cancelamento de registro da Companhia, nos termos do inciso II do art. 16 da Instrução CVM 361; e

(iv) em analogia ao que preceitua o § 1º do art. 12 da Instrução CVM 361, que prevê que o leilão da Oferta seja realizado no prazo mínimo de 30 e máximo de 45 dias contados da publicação do Edital, os acionistas objeto da OPA terão até 30 dias para se manifestar, a partir da publicação do Instrumento da OPA sob a forma de Edital.

III. Alegações do Ofertante

25. Visando sustentar e obter sucesso em relação ao seu pleito de adoção de procedimento diferenciado, com a dispensa de realização de leilão ora requerida, nos termos do art. 34 da Instrução 361, o Ofertante apresentou o arrazoado abaixo transcrito com seus grifos originais:

“O Ofertante, Sr. Carlos Antonio Tilkian, justifica o pedido de procedimento diferenciado, alegando:

(i) que possui 5.104.040 ações ordinárias representando 94,71% desta classe, "o que caracteriza uma concentração extraordinária de ações da classe ordinária";

(ii) A Companhia possui 4.225 acionistas sendo que destes 1.637 tem apenas 1 (uma) ação; 3.030 acionistas, ou seja, 72% do quadro de acionistas tem 20 ou menos ações (posição em novembro de 2015). Considerando o valor da ação e sua representatividade financeira, a COMPANHIA verifica que os acionistas não participam das Assembleias;

(iii) que "as ações objeto da OPA encontram-se significativamente dispersas";



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

(iv) que "embora seja uma sociedade anônima de capital aberto suas ações não possuem liquidez". Anexamos a presente quadro das negociações das AÇÕES da COMPANHIA na BM&FBovespa, mostrando que não há liquidez destas AÇÕES na Bolsa de Valores de São Paulo;

(v) que há mais de 19 anos possui patrimônio líquido negativo;

(vi) que há alto nível de absenteísmo dos acionistas minoritários nas Assembleias;

(vii) que pela metodologia do fluxo de caixa descontado, apresentada pelo laudo de avaliação, que tecnicamente é a que melhor capta o desempenho futuro da empresa, também apresenta valor negativo; e

(viii) que mais de 50% dos acionistas possuem em média 5 ações, que ao preço da oferta publica corresponde a R\$ 1,85".

26. Em função de exigências constantes do Ofício nº 188/2015/CVM/SRE/GER-1 ("OFÍCIO 188"), solicitando: (i) os custos advindos da realização do leilão em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado; e (ii) que fosse incluída na documentação redação abordando os precedentes nos quais o Colegiado da CVM concedeu dispensa idêntica à atualmente pleiteada e sua similaridade com o presente caso, o Ofertante apresentou as seguintes considerações:

"(i) Custos, Comissões de Corretagem e Emolumentos. Todos os custos, comissões de corretagem e emolumentos relativos à venda das AÇÕES correrão por conta dos respectivos vendedores e aqueles relativos à compra correrão por conta do OFERTANTE. As despesas com a realização do Leilão, tais como corretagem, emolumentos e taxas instituídas pela BM&FBOVESPA obedecerão às tabelas vigentes à época da realização do Leilão e as demais disposições legais em vigor. Segue abaixo o quadro com os valores das corretagens atualmente:

Tabela de corretagem

Tabela de corretagem

<i>Mínima de</i>	<i>R\$ 17,50</i>
<i>De 0,00 a R\$ 1.000,00</i>	<i>Fixo R\$ 17,50</i>
<i>De R\$ 1.001,00 A R\$ 1.514,69</i>	<i>1,5% adicionar R\$ 2,49</i>
<i>De R\$ 1.514,70 A R\$ 3.029,38</i>	<i>1,0% adicionar R\$ 10,06</i>
<i>De R\$ 3.029,39 em diante</i>	<i>0,5% adicionar R\$ 25,21</i>

Taxa de negociação / liquidação: 0,025% sobre o montante do movimento do dia.

Fonte: BM&F Bovespa (www.bmfbovespa.com.br)



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Com relação ao mercado de balcão não há custos.

(ii) Sobre OPA's concedida pelo Colegiado desta Comissão pelo art 34 da Instrução CVM 361, destacamos as seguintes:

A – Cetenco Engenharia, em 2002, além de possuir patrimônio líquido negativo, havia dificuldade de identificação de número significativo de acionistas. Instituição Intermediária: Estratégia Corretora.

B – StevaiFarma Industrial S.A, em 2004. Mesmas características da anterior. Os acionistas detinham até 8% das ações em circulação. Processo 2004/6169. Instituição Intermediária: Estratégia Corretora.

C – Cia Fabril Mascarenhas, em 2005. Mesmas características da anterior. Processo 2005/7429. Instituição Intermediária: Estratégia Corretora.

D - Eletromoura S.A: em 2006. Mesmas características da anterior. Processo 2006/5611. Instituição Intermediária: Estratégia Corretora.

E – Cia Eldorado de Hotéis, em 2007. Mesmas características da anterior. Processo 2007/1590. Instituição Intermediária: Estratégia Corretora.

F – Sola S.A, em 2010/11. Apresentava patrimônio líquido negativo há mais de 10 anos. Processo 2010-13883. Instituição Intermediária: Estratégia Corretora.

Atualmente não há nenhuma operação pleiteada junto a CVM nestas condições.

Dessa forma, o Ofertante entende que estão caracterizados os requisitos estabelecidos nos incisos do § 1º do art. 34 da Instrução CVM 361.

Haverá a publicação do edital de oferta pública informando aos acionistas todo o procedimento a ser seguido para se manifestarem a respeito do cancelamento de registro.

Pelo Formulário de Manifestação, os acionistas objeto da OPA poderão manifestar-se quanto à sua adesão à oferta, bem como ao cancelamento de registro da Companhia. Após sua manifestação, a Ofertante depositará, em data a ser marcada no edital de oferta pública, o montante correspondente a venda das ações em conta corrente do acionista. Caso o acionista não possua conta corrente, a liquidação financeira será realizada pela entrega de cheque administrativo da Ofertante.

Face ao acima exposto solicitamos o enquadramento em "Situações Excepcionais" (art 34, Instrução CVM 361/02), dispensando a companhia de proceder leilão na BM&FBOVESPA".



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

IV. Alegações dos Reclamantes

27. Conforme mencionamos no parágrafo 10 acima, em 16/10/2015, foi protocolada na CVM reclamação de investidores destinatários da Oferta, a qual está sendo tratada no âmbito do Processo nº SP-2015-389, cujo teor transcrevemos abaixo:

“A Zenith Asset Management Ltda (“Zenith”), gestora de investimentos credenciada pela CVM, representa fundos e clubes de investimento, assim como a carteira pessoal dos sócios, em conjunto com o Sr. José Oswaldo Morales Junior e com o Sr. Fernando Giobbi, são acionistas da Manufatura de Brinquedos Estrela S/A (“Estrela”). Este grupo de acionistas [“Reclamantes”] possui um total de 160.200 ON (56,2% do free float da classe) e 3.993.900 PN (37,1% do free float da classe), totalizando 4.154.100 ações que equivalem a 25,7% do capital social da Estrela. Em anexo as posições acionárias detalhadas deste grupo.

Tendo em vista a OPA para cancelamento de registro da Estrela, gostaríamos de nos manifestar contra a intenção da empresa em utilizar o artigo 34 da Instrução CVM 361/02. Analisando esta Instrução CVM, acreditamos que a empresa está se embasando no item IV, parágrafo 1º, por possuir patrimônio líquido negativo. Mesmo possuindo patrimônio negativo, a empresa está em um momento operacional muito positivo e está em vias de no curto/ médio prazo passar a ter patrimônio líquido positivo.

A Estrela, que está entre as maiores marcas de brinquedos do Brasil, passou por diversas dificuldades impostas pela economia brasileira e pelo setor em que atua. As dificuldades começaram com a abertura comercial do Brasil no início da década de 1990 e posteriormente se intensificaram nos anos até 2010 quando a moeda brasileira permaneceu muito valorizada. Entretanto, com as sucessivas desvalorizações que o real vem sofrendo, combinada com a assertividade das coleções de brinquedos da Estrela este cenário vem mudando rapidamente. O que vemos desde 2010 é uma empresa que vem apresentando forte crescimento de receitas, geração de caixa e melhora de perspectivas. A receita da empresa passou de R\$ 86 milhões em 2010 para R\$ 211 milhões em 2014, um crescimento de 145% (19,6% a.a.). Em 2010, a Estrela apresentou lucro operacional (EBIT) negativo de -R\$ 26 milhões, enquanto que em 2014 totalizou +R\$ 14,3 milhões (ou +R\$ 30 milhões em termos ajustados constantes no comentário da administração do DFP 2014). O lucro líquido, por sua vez, foi negativo em -R\$ 49 milhões em 2010 e passou para -R\$25 milhões em 2014.

A dívida bancária líquida, que em 2010 totalizava R\$ 45 milhões, equivalentes a 52% da receita, passou em 2014 para R\$ 71 milhões, equivalentes a 34% da receita. Sendo assim, a dívida bancária cresceu apenas para fazer frente ao crescimento na necessidade de capital de giro, mas quando analisada em relação ao resultado, apresentou forte redução.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

O grande impacto no balanço da Estrela é a correção monetária sobre o passivo fiscal não renegociado, que teve origem na abertura comercial na década de 1990, mas que gradualmente estão sendo solucionadas. Cabe lembrar que estas correções tem impacto apenas contábil e não se traduzem em saída de caixa. Como consta no ITR do 1T15 e também no ITR 2T15, a Estrela conseguiu aderir ao REFIS da COPA, mas ainda não registou em seu balanço por estar esperando homologação na Receita Federal. Esta renegociação é muito relevante, totalizando R\$ 140 milhões, o que compreende grande parte da dívida fiscal não negociada da empresa. Ao analisarmos o balanço de Estrela, nos deparamos com um caixa/disponibilidades de apenas R\$ 272 mil (2T15). Entretanto, como podemos ver no item 7 das notas explicativas do 2T15, a empresa possui Títulos da Dívida Agrária (TDA) no montante de R\$ 75 milhões. Estes títulos estão “Cetipados” e adimplentes. Por critério da empresa, como estes foram adquiridos no passado com desconto, o desconto segue sendo aplicado e por esta razão estão registrados ao valor de R\$ 47 milhões. Estas TDA estão dadas em garantia para a dívida fiscal que vai ser renegociada no REFIS da COPA. Parte destas TDA, algo como R\$ 40 milhões dos R\$ 75 milhões vai ser utilizada para quitar a dívida de R\$ 140 milhões inclusa no REFIS da COPA. O montante de R\$ 140 milhões se refere ao valor de face, incluindo multas e juros, que após a homologação do REFIS terão multas e juros reduzidas. Além das deduções, a empresa utilizará base negativa de CSLL e IRPJ e realizará o pagamento de 30% à vista (a ser pago com parte das TDA). Sendo assim, após adesão ao REFIS da COPA, parte das TDA é utilizada e o restante é liberado, tendo em vista que hoje todo montante está bloqueado por estar dado em garantia à Receita Federal. Com o valor restante das TDA a empresa vai poder negociar as dívidas fiscais pendentes e em poucos anos estará com seu balanço limpo de qualquer dívida fiscal não renegociada.

Em suma, acreditamos que o patrimônio líquido negativo da Estrela não se deve por uma questão estrutural da empresa ou por indicar uma inviabilidade dos negócios da empresa, mas sim, reflete uma situação transitória.

Apesar do valor de mercado atual da empresa ser de aproximadamente R\$ 6 milhões, a empresa possui acionistas presentes e não se trata de um free float inacessível. Apesar do volume diário negociado em reais ser baixo, isso se deve ao baixo valor de mercado da empresa, pois se analisarmos a quantidade de ações média negociadas diariamente é um volume elevado em relação a quantidade de ações. Nos últimos 21 pregões foram negociados 614.000 ações, o que equivale a 6% das ações preferenciais da companhia.

Assim sendo, pelos motivos expostos acima, este grupo de acionistas se manifesta contrário ao uso do artigo 34 da Instrução CVM 361/02 conforme solicitado pelo proponente da OPA de fechamento de capital em Fato Relevante de 16 de Setembro de 2015.

Obrigado pela atenção em analisar o pedido desta carta”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

ANEXO – Posições Acionárias

V. Resposta do Ofertante quanto à Reclamação

28. Ao recebermos a Reclamação, encaminhamos, em 05/11/2015, no âmbito do Processo CVM nº SP-2015-389, o Ofício nº 198/2015/CVM/SRE/GER-1, solicitando manifestação do Ofertante a respeito das alegações apresentadas pelos Reclamantes, sendo que tal manifestação foi protocolada na CVM em 13/11/2015, cujo teor transcrevemos abaixo:

“Conforme já informado e esclarecido ao Reclamante, através de comunicação efetuada no dia 26 de outubro de 2015, através da Gerência de Operações EXP-GOII, a Instrução CVM nº 361/02 faculta, nos processos de OPA para cancelamento de registro, que o ofertante solicite à CVM a adoção de procedimento previsto no artigo 34, que prevê, em situações excepcionais, a aquisição de ações sem oferta pública ou com procedimento diferenciado.

*No caso da oferta que estou fazendo, esta solicitação foi feita com base no contido no parágrafo 1º item IV. Do referido artigo, que considera como situação excepcional **“operação envolvendo companhia com patrimônio líquido negativo, ou com atividades paralisadas ou interrompidas”**.*

A Manufatura de Brinquedos Estrela S.A. possui patrimônio líquido negativo há 19 anos. Nas demonstrações financeiras referentes a 30.06.2015 o patrimônio líquido atingia o expressivo valor de R\$ 308.8 milhões negativos, o que a legislação vigente reconhece como uma das hipóteses para a adoção de procedimento diferenciado.

*Importante salientar que a CVM, dentro dos seus poderes, poderá ou não, acatar o pleito do ofertante. No entanto, **qualquer que seja a decisão proferida, os acionistas não incorrerão em qualquer tipo de prejuízo, considerando-se que o preço ofertado será mantido.***

Apenas a título de informação, a CVM já adotou este procedimento, dentre outras, nas seguintes OPAs abaixo:

A – Cetenco Engenharia, em 2002, além de possuir patrimônio líquido negativo, havia dificuldade de identificação de número significativo de acionistas.

B – Stevaifarma Industrial S.A, em 2004. Mesmas características da anterior. Os acionistas detinham até 8% das ações em circulação. Processo 2004/6169



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

C – Cia Fabril Mascarenhas, em 2005. Mesmas características da anterior. Processo 2005/7429

D - Eletromoura S.A: em 2006. Mesmas características da anterior. Processo 2006/5611

E – Cia Eldorado de Hotéis, em 2007. Mesmas características da anterior. Processo 2007/1590.

F – Sola S.A, em 2010/11. Apresentava patrimônio líquido negativo há mais de 10 anos. Processo 2010-13883.

Com relação aos argumentos do Reclamante de que o Patrimônio Líquido da Companhia poderá ser revertido a médio prazo, gostaríamos de ressaltar que a OPA em questão está sendo proposta para ser realizada de imediato, logo após a análise e aprovação por parte da CVM. Desta forma, a aplicação do art. 34 deveria ser analisada em relação à situação atual e dos últimos 19 anos que refletem Patrimônio Líquido Negativo, e não através de uma hipótese especulativa de uma possível reversão nos próximos 5 ou 10 anos.

Independente do acima exposto, e com o objetivo de esclarecer os argumentos do reclamante, passamos a fazer os seguintes comentários a respeito dos itens i a iv do item 2 do Ofício em questão:

Sobre o volume de ações negociadas

Independentemente de qualquer fato, ressalte-se novamente que o pleito com relação ao artigo 34 está relacionado ao Patrimônio Líquido Negativo e não ao volume de negociações.

A afirmação de que nos últimos 21 pregões foram negociadas 6% do volume de ações preferenciais da Cia pega uma mostra recente e parcial do volume das negociações. Este aumento de negociações teve uma grande influência do próprio Reclamante que dobrou sua participação nas ações da companhia de 9% para 20% desde a divulgação do fato relevante para a realização da OPA.

O histórico dos últimos anos mostra um volume mensal de negociações muito abaixo da referência do Reclamante, como pode ser analisado pelo histórico da BOVESPA.

II -Sobre o Patrimônio Líquido Negativo:

Afirma o Reclamante que: “Mesmo possuindo um patrimônio negativo, a empresa está em um momento operacional muito positivo e está em vias de no curto/médio prazo passar a ter Patrimônio Líquido Positivo.”

No ano passado, exercício de 2014 a Cia. apresentou um faturamento acima da média dos últimos anos em função do sucesso do lançamento de uma linha



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

de brinquedos PEPA PIG, que sozinha representou um acréscimo de faturamento de 40% sobre o ano anterior. Isso foi um fato extraordinário que não está se repetindo neste ano (conforme demonstra os resultados financeiros publicados pela Companhia referente ao acumulado do terceiro trimestre de 2015) e não deve se repetir nos anos subsequentes.

Além disso como toda empresa de atividade sazonal que concentra seu faturamento em apenas alguns meses por ano, requer um grande capital de giro para viabilizar a produção/importação de brinquedos para serem vendidos no Dia das Crianças e no Natal.

A Companhia perdeu seu Capital de Giro próprio no começo da década de 1990, após a abertura das importações, e depois as dificuldades aumentaram com a estabilização econômica do Plano Real, e a grande invasão de brinquedos importados da China.

A falta de Capital de Giro próprio obrigou a cia. a recorrer a empréstimos bancários e aumentou excessivamente as despesas financeiras da Cia diminuindo, enormemente, a rentabilidade do negócio.

Outro fator adverso foi a implantação da operação das maiores multinacionais americanas de brinquedos diretamente no Brasil afetando a participação de mercado da Companhia que chegou a ser de 50% no final dos anos 80 e hoje está em torno de 5%.

A falta de Capital de Giro obrigou a empresa a deixar de recolher os elevados tributos federais e estaduais sobre a venda de brinquedos em especial IPI, PIS, COFINS, ICMS criando um enorme passivo fiscal que afetou o seu Patrimônio Líquido. Basta constatar que os tributos da Cia sobre a venda de brinquedos são recolhidos em média no prazo de 45 dias enquanto o faturamento da Cia é feito para recebimento em média a 120 dias.

O Patrimônio Líquido Negativo foi resultante da conjugação de inúmeros fatores desfavoráveis, de prejuízos acumulados nas operações, em especial de 1990 em diante com abertura das importações de brinquedos, antes proibida.

Em nenhum momento a Administração da Companhia assumiu ou deixou transparecer uma possibilidade de reverter esta situação a curto e/ou médio prazo.

Conforme já esclarecido previamente ao reclamante e comprovado através das demonstrações financeiras da Companhia, o Passivo Fiscal FEDERAL da Cia não incluído no Refis da Copa soma mais de R\$ 400 milhões (quatrocentos milhões de reais).

Além disso existe o Passivo Fiscal Estadual (ICMS) da ordem de mais de R\$100 milhões que não é abrangido pelo REFIS DA COPA, que trata apenas do refinanciamento de débitos tributários junto ao Governo Federal.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

O Estado de São Paulo de tempos em tempos tem feito programas de Parcelamento de ICMS mas em bases muito menos favorecidas do que o Governo Federal dificultando o acerto dos débitos em aberto. Isso o reclamante não levou em conta, presumindo que o débito fiscal é apenas Federal, ignorando o débito de ICMS Estadual constante do Balanço.

Não é razoável, dentro do contexto passado e do presente momento de recessão econômica, admitir que no curto/médio prazo a companhia venha a ter Patrimônio Líquido Positivo, como afirmou o reclamante.

3- Impacto da Correção Monetária sobre o Passivo Fiscal não renegociado.

Afirma, também, o reclamante:

”O grande impacto no balanço da Estrela é a correção monetária sobre o passivo fiscal não renegociado, que teve origem na abertura comercial da década de 1990, mas que gradualmente estão sendo solucionadas”

Como já esclarecido no item anterior, as demonstrações financeiras e os comentários da administração e da auditoria externa, não dão nenhuma margem a que se entenda que existe uma solução a médio prazo para eliminar o passivo fiscal.

4- Refis da Copa-2014-Passivo Fiscal Federal.

Realmente a Cia possui TDAs (Títulos da Dívida Agrária-Federal) em garantia de parte de sua dívida junto à União Federal, e optou pelo REFIS da COPA para pagar o débito, com redução de multas e juros, como está na Nota Explicativa do Balanço de 2014.

Mas esse pagamento depende da homologação da Receita Federal do Brasil, que tem 5 anos de prazo para verificar o valor dos depósitos em TDAs e o valor das bases negativas de CSLL e de Prejuízos Fiscais que serão usados para liquidar os juros e as multas de atraso do pagamento de dois processos.

Antes dessa homologação do REFIS DA COPA pela RFB, não pode a Cia quantificar qual será o valor do pagamento devido e qual será o valor que sobrar de TDAs ou de dinheiro dos depósitos judiciais existentes. São meras projeções informais, mas de qualquer forma, por mais que possa haver dinheiro remanescente, os depósitos não são suficientes para pagar toda dívida federal existente, sem contar ainda a dívida do ICMS Estadual.

Assim é equivocada a afirmação do reclamante de que existirá saldo remanescente de TDA's que poderá ser utilizado para liquidar o saldo de tributos. A Receita Federal tem 5 anos para homologar os processos do Refis da Copa, portanto é impossível neste momento fazer uma projeção se haverá sobra e quanto será de TDA's. Importante esclarecer que até a efetiva homologação, todos os títulos que vencerem e virarem dinheiro serão em sua



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

totalidade utilizados na composição do pagamento dos processos do Refis da Copa, não podendo ser utilizados para outros processos de dívidas tributárias federais, que não foram objeto do REFIS DA COPA.

O reclamante também supõe que o Governo Federal irá criar no futuro novos programas de refinanciamento da dívida tributária, o que não é certo, e sequer podemos especular como serão os critérios caso eles venham a existir e que a companhia terá dinheiro em caixa suficiente para liquidar um passivo tributário federal que hoje já é superior a R\$ 400 milhões, sem contar com as dívidas junto ao Governo Estadual.

5-Transitoriedade ou não do Patrimônio Líquido Negativo.

Por fim, conclui o Reclamante:

“Em suma acreditamos que o patrimônio líquido negativo da Estrela não se deve por uma questão estrutural ou por indicar uma inviabilidade dos negócios da empresa, mas sim, reflete uma situação transitória.”

Essa conclusão não tem base no histórico da Cia de 1990 em diante, não reflete a situação da economia brasileira, não é referendada pela Administração e pelas demonstrações financeiras que mostram uma companhia sem margem operacional capaz de reduzir a necessidade de capital de giro de terceiros e sem capacidade de acumular caixa suficiente para liquidar o passivo tributário existente.

Por fim gostaríamos de ressaltar que todos os argumentos do reclamante para questionar a adoção de procedimento diferenciado estão pautados em premissas futuras de médio prazo, enquanto a proposição da OPA em questão é para ser realizada agora, com base na situação de um patrimônio líquido negativo e que conforme já relatado anteriormente se enquadra no parágrafo 1º item IV, do artigo 34 da CVM, e que caso venha a ser aprovado pela CVM, não trará nenhum prejuízo aos acionistas pois o valor proposto será mantido, independente ou não da aplicação do artigo 34.”

VI. Nossas Considerações

29. Preliminarmente à análise do pleito do Ofertante e das alegações apresentadas pelos Reclamantes e pelo Ofertante no âmbito da Reclamação, cabe verificarmos o que dispõe o art. 34 da Instrução CVM 361, sobre a possibilidade da adoção de procedimento diferenciado em relação àquele ordinariamente previsto pela referida Instrução:

“Art. 34. Situações excepcionais que justifiquem a aquisição de ações sem oferta pública ou com procedimento diferenciado, serão apreciadas pelo Colegiado da CVM, para efeito de dispensa ou aprovação de procedimento e formalidades próprios a serem seguidos, inclusive no que se refere à divulgação de informações ao público, quando for o caso.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

§1º São exemplos das situações excepcionais referidas no caput aquelas decorrentes:

I - de a companhia possuir concentração extraordinária de suas ações, ou da dificuldade de identificação ou localização de um número significativo de acionistas;

II - da pequena quantidade de ações a ser adquirida frente ao número de ações em circulação, ou do valor total, do objetivo ou do impacto da oferta para o mercado;

III - da modalidade de registro de companhia aberta, conforme definido em regulamentação própria;

IV - de tratar-se de operações envolvendo companhia com patrimônio líquido negativo, ou com atividades paralisadas ou interrompidas; e

V - de tratar-se de operação envolvendo oferta simultânea em mercados não fiscalizados pela CVM.” (grifos nossos)

30. Da leitura do exposto acima, entendemos que o presente caso se enquadra na situação exemplificativa prevista pelo inciso IV do § 1º do art. 34 da Instrução CVM 361, tendo em vista que a Companhia apresenta patrimônio líquido negativo há anos, conforme foi comentado anteriormente no presente Memorando.

31. A despeito de tal enquadramento, o pleito de procedimento diferenciado ora requerido deve ser analisado sob a perspectiva da razoabilidade e proporcionalidade de seu deferimento no caso concreto, levando-se em conta, para tal, as características inerentes ao mesmo, bem como os precedentes em que o Colegiado da CVM já se manifestou sobre o assunto em questão.

32. Primeiramente, cabe lembrar que o Ofertante solicita a dispensa da realização do leilão previsto pelo inciso VII do art. 4º e pelo *caput* do art. 12 da Instrução CVM 361, dispositivos que transcrevemos abaixo:

“Art. 4º Na realização de uma OPA deverão ser observados os seguintes princípios:

(...)

VII – a OPA será efetivada em leilão em bolsa de valores ou entidade de mercado de balcão organizado, salvo se for expressamente autorizada pela CVM a adoção de procedimento diverso;

(...)

Art. 12. A OPA será necessariamente efetivada em leilão na bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado em que as ações objeto da OPA sejam



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

admitidas à negociação, ou, caso não o sejam, em bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado, à livre escolha do ofertante.”

33. O supracitado art. 12 prevê ainda algumas características que devem ser observadas no âmbito de leilões em OPA, as quais constam dos seus parágrafos 1º a 7º, nos seguintes termos:

“Art. 12 (...)

§1º A aceitação ou não da OPA dar-se-á no leilão, o qual será realizado no prazo mínimo de 30 (trinta) e máximo de 45 (quarenta e cinco) dias, contados da data da publicação do edital, e obedecerá às regras estabelecidas pela bolsa de valores ou pela entidade do mercado de balcão organizado responsável pelo leilão.

§2º O leilão adotará procedimentos que assegurem necessariamente:

I – a possibilidade de elevação do preço a ser pago pelas ações durante o leilão, estendendo-se o novo preço a todos os acionistas aceitantes dos lances anteriores, observada a diferenciação de preços entre as diversas classes ou espécies de ações, se houver, e a possibilidade de elevação do preço apenas para uma ou algumas classes ou espécies de ações, observado ainda o disposto no §7º; e

II – a possibilidade de interferências compradoras, as quais poderão abranger lote de ações inferior ao objeto da OPA, procedendo-se ao rateio, salvo na OPA para cancelamento de registro, na OPA por aumento de participação e na OPA para aquisição de controle, casos em que as interferências deverão ter por objeto o lote total.

§3º Em até 4 (quatro) dias úteis após a realização do leilão, a bolsa de valores ou a entidade do mercado de balcão organizado em que for realizado encaminhará à CVM os demonstrativos referentes ao leilão.

§4º O interessado em interferir no leilão deve divulgar ao mercado, com 10 (dez) dias de antecedência, na forma prevista no art. 11, que tem a intenção de interferir no leilão, fornecendo as informações previstas na alíneas “a”, “c” e “i” a “m” do inciso I do Anexo II, conforme aplicáveis.

§5º Exclusivamente quando se tratar de OPA com preço à vista, a primeira interferência compradora deverá ser pelo menos 5% (cinco por cento) superior ao último preço oferecido.

§ 6º A CVM poderá, a requerimento do ofertante, autorizar que a OPA seja efetivada por meio diverso do leilão referido neste artigo.

§ 7º Em se tratando de OPA para aquisição do controle, o ofertante não poderá elevar o preço no leilão caso tenha sido publicado edital ou solicitado registro de OPA para aquisição de controle concorrente.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

34. Como se observa da leitura do § 2º acima exposto, o leilão deve adotar procedimentos que assegurem (i) a possibilidade de elevação de preço, estendendo-se o novo preço a todos os acionistas aceitantes e (ii) a possibilidade de interferências compradoras.

35. Ademais, especificamente no que tange às OPA para cancelamento de registro, os artigos 21 e 22 da Instrução CVM 361 preveem o seguinte:

“Art. 21. Na OPA para cancelamento de registro, os acionistas serão considerados:

I – concordantes com o cancelamento de registro, se aceitarem a OPA, vendendo suas ações no leilão, ou manifestarem expressamente sua concordância com o cancelamento;

II – discordantes do cancelamento de registro, se, havendo se habilitado para o leilão, na forma do art. 22, não aceitarem a OPA.

§1º As ações dos acionistas que não se manifestarem concordando expressamente com o cancelamento de registro, nem se habilitarem para o leilão na forma do art. 22, não serão consideradas como ações em circulação, para os efeitos do inciso II do art. 16, sendo-lhes facultado, entretanto, alienar tais ações na forma e no prazo previstos no § 2º do art. 10.

§2º Do instrumento de manifestação de concordância expressa com o cancelamento do registro deverá constar, em destaque, a declaração do acionista de que está ciente de que:

I – suas ações ficarão indisponíveis até a liquidação do leilão da OPA; e,

II – após o cancelamento, não poderá alienar suas ações na bolsa de valores ou mercado de balcão organizado em que eram admitidas à negociação.

Art. 22. No leilão da OPA para cancelamento de registro, além das normas estabelecidas no art. 12, deverá ser adotado procedimento que permita o acompanhamento, ao longo do leilão, da quantidade de ações dos acionistas que tenham concordado com o cancelamento de registro, bem como do somatório daquela quantidade de ações com a detida pelos acionistas que aceitarem a OPA.

§1º Todos os acionistas titulares de ações em circulação que pretendam participar do leilão ou dissentir do cancelamento do registro, bem como os acionistas que tenham manifestado concordância expressa com o cancelamento do registro, deverão credenciar, até a véspera do leilão, uma sociedade corretora para representá-los no leilão da OPA.

§2º As sociedades corretoras, credenciadas na forma do §1º, deverão comunicar à bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado em que deva ser realizado o leilão, até o horário determinado por tal bolsa ou



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

entidade, a quantidade de ações dos acionistas que serão por elas representados no leilão da OPA, e o somatório das ações informadas por todas as sociedades corretoras constituirá o total das ações em circulação para efeito de cálculo da quantidade de aceitantes e concordantes a que se refere o inciso II do art. 16.

§3º A quantidade mínima referida no inciso II do art. 16 será calculada somando-se as ordens de venda emitidas com as manifestações expressas de concordância com o cancelamento de registro, encerrando-se o leilão quando do término do prazo previsto para a sua realização, ou quando atingida a quantidade mínima referida no inciso II do art. 16, o que ocorrer primeiro.

§4º As manifestações expressas de concordância com o cancelamento do registro e as ordens de aceitação da oferta, serão efetuadas pelas sociedades corretoras, valendo o silêncio dos acionistas habilitados na forma do § 1º como discordância com o leilão.

§5º As sociedades corretoras comprovarão documentalmente, no prazo de 24 (vinte e quatro) horas contado do encerramento do leilão, à bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado em que tenha se realizado o leilão, e à instituição intermediária, a legitimidade da representação dos acionistas que houverem habilitado, na forma do § 1º.

§6º As sociedades corretoras responderão civil, administrativa e criminalmente pelo credenciamento indevido de acionistas que não estejam por elas legitimamente representados, ou não possuam, na data do leilão, as ações habilitadas.

§7º A instituição intermediária e a bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado em que se realizar o leilão adotarão todas as medidas complementares necessárias ao perfeito atendimento dos requisitos impostos nos parágrafos anteriores, ou de outros que os substituam com igual resultado.” (grifos nossos)

36. Do exposto acima, verifica-se que, além dos procedimentos a serem assegurados nos leilões de quaisquer OPA, existem questões específicas que perpassam o procedimento de leilão de uma OPA para cancelamento de registro, principalmente no que se refere ao acompanhamento e contabilização do seu quórum de sucesso.

37. Dessa forma, entendemos que a análise quanto à razoabilidade e proporcionalidade de a OPA ser dispensada de leilão deve considerar os potenciais prejuízos a serem causados aos seus acionistas destinatários, levando-se em conta que todos os procedimentos supramencionados, nessa hipótese, não seriam realizados “na bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado em que as ações objeto da OPA sejam admitidas à negociação”.

38. Nesse sentido, antes de analisarmos os precedentes em que o Colegiado da CVM apreciou pleito similar ao ora em análise, cabe pontuar entendimento preliminar desta área técnica de que o risco da não realização do leilão em bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado seria tanto maior



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

quanto fosse o número de acionistas destinatários de uma oferta, pela maior dificuldade, nesses casos, em se garantir e se comprovar, posteriormente, a lisura do procedimento.

39. Tal risco ficaria ainda mais latente quando se trata de OPA para cancelamento de registro, em que, além dos procedimentos gerais previstos pelo art. 12 a serem assegurados no leilão, haveria também a necessidade de acompanhamento e contabilização do quórum de sucesso da OPA, tarefa que seria realizada por terceiro contratado pelo Ofertante, o qual encaminharia à CVM o resultado da Oferta, substituindo a bolsa de valores ou o mercado de balcão organizado nas obrigações previstas pelos dispositivos normativos supramencionados.

40. Quanto aos precedentes em que o Colegiado da CVM apreciou pleito similar ao ora em análise, destacamos os 10 casos abaixo, analisados desde 2010, os quais representam os precedentes mais recentes desta Autarquia:

(i) Decisão do Colegiado de 13/05/2014, referente à OPA por alienação de controle de Excelsior Alimentos S.A. – Processo CVM RJ-2013-11623:

“Trata-se de pedido apresentado por JBS S.A. (“Ofertante”) de registro de oferta pública de aquisição de ações (“OPA”) por alienação do controle de Excelsior Alimentos S.A. (“Companhia”), com adoção de procedimento diferenciado, nos termos do art. 34 da Instrução CVM 361/02 (“Instrução”).

A adoção de procedimento diferenciado consiste da dispensa dos seguintes requisitos da Instrução: (i) realização de leilão em bolsa de valores (inciso VII do art. 4º); (ii) contratação de instituição intermediária (inciso IV do art. 4º); e (iii) publicação de edital de oferta pública (arts. 10 e 11).

A Superintendência de Registro de Valores Mobiliários - SRE manifestou-se favorável ao pedido, tendo em vista que: (i) se aplica ao caso em tela o disposto no inciso II do § 1º do art. 34 da Instrução CVM 361/02; (ii) o procedimento diferenciado proposto atende ao princípio previsto no inciso II do art. 4º da Instrução CVMJ 361/02; (iii) os custos incorridos no rito ordinário da OPA seriam elevados quando comparados ao valor total da mesma; (iv) a presente oferta guarda proporção com as características observadas em outros precedentes da Autarquia; e (v) em princípio, não vislumbra potenciais prejuízos para os destinatários da oferta.

O Colegiado, com base na manifestação da área técnica, consubstanciada no Memo/SRE/GER-1/Nº 27/14, e, ainda, tendo em vista os precedentes já autorizados, deliberou autorizar a realização da OPA por alienação de controle de Excelsior Alimentos S.A. com adoção de procedimento diferenciado conforme proposto.” (grifos nossos)

(ii) Decisão do Colegiado de 06/08/2013, referente à OPA para cancelamento de registro de Hotéis e Turismo da Guanabara S.A. – Processo CVM RJ-2012-13362:

“Trata-se de pedido de cancelamento de registro de companhia aberta de Hotéis e Turismo da Guanabara S.A. (“Companhia”), mediante a adoção de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

um dos seguintes procedimentos: (i) "de ofício"; (ii) sem a realização de oferta pública de aquisição de ações ("OPA") para cancelamento de registro; ou (iii) com a adoção de procedimento diferenciado na realização de uma OPA para cancelamento de registro.

Consultada a respeito da possibilidade de cancelamento de registro "de ofício", a Superintendência de Relações com Empresas – SEP informou que a Companhia se encontra com o registro na CVM ativo, razão pela qual, nos termos do inciso II do art. 54 da Instrução CVM 480/09, a Companhia não está sujeita ao cancelamento de ofício do seu registro.

Em relação ao cancelamento de registro da Companhia sem a realização da OPA, prevista pelo § 4º do art. 4º da Lei das Sociedades por Ações ("LSA"), a Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE ressaltou que a CVM não tem o poder para dispensar obrigações que advenham de exigência legal. No presente caso, considerando a situação em que se encontra a Companhia, com registro de companhia aberta ativo perante a CVM e com aproximadamente 3.800 acionistas titulares de ações em circulação, representando 25,45% do seu capital social, seria obrigatória a obrigação de realização da OPA.

A SRE entende que a Companhia estaria em condições de pleitear a realização de OPA para cancelamento de registro com a adoção de procedimento diferenciado, nos termos do art. 34 da instrução CVM 361/02. Contudo, não foram apresentados mecanismos que compensassem as garantias previstas pelos dispositivos normativos a serem dispensados, além de não ter sido apresentado sequer o preço justo, ao menos igual ao valor de avaliação da Companhia, conforme previsão constante do § 4º do art. 4º da LSA.

Ademais, a SRE verificou que os precedentes citados pela Companhia não trazem quaisquer similitudes com o presente caso (Ribeirão Preto Water Park S.A. (Proc. RJ2004/1359 – reunião de 18.05.04; Blue Tree Hotels & Resorts do Brasil S.A. (Proc. RJ2007/14121 – reunião de 29.01.08; e Dersa - Desenvolvimento Rodoviário S.A. (Proc. RJ2009/4470 – reunião de 17.11.09).

O Colegiado, com base na manifestação da área técnica, consubstanciada no Memo/SRE/GER-1/Nº 041/2013, deliberou, por unanimidade, negar o pedido apresentado por Hotéis e Turismo da Guanabara S.A.” (grifos nossos)

(iii) Decisão do Colegiado de 25/06/2013, referente à OPA por alienação de controle de Excelsior Alimentos S.A. – Processo CVM RJ-2012-8019:

“Trata-se de pedido apresentado pela Marfrig Alimentos S.A. ("Ofertante") de registro de oferta pública de aquisição de ações ("OPA") por alienação do controle de Excelsior Alimentos S.A. ("Companhia"), com adoção de procedimento diferenciado, nos termos do art. 34 da Instrução CVM 361/02 ("Instrução").



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

A Ofertante solicita a dispensa dos seguintes requisitos da Instrução: (i) realização de leilão em bolsa de valores (inciso VII do art. 4º da Instrução); (ii) contratação de instituição intermediária da OPA (inciso IV do art. 4º da Instrução); (iii) publicação de instrumento de OPA em forma de edital em jornal de grande circulação utilizado pela Companhia (arts. 10 e 11 da Instrução).

A Superintendência de Registro de Valores Mobiliários - SRE manifestou-se favorável ao pedido, tendo em vista que: (i) aplica-se ao caso concreto o disposto no inciso II do § 1º do art. 34 da Instrução; (ii) o procedimento diferenciado proposto atende ao princípio previsto no inciso II do art. 4º da Instrução; (iii) os custos incorridos no rito ordinário da OPA são elevados quando comparados ao seu valor total; (iv) a presente oferta guarda proporção com as características observadas em outros precedentes da Autarquia; e (v) a ausência de prejuízo para os destinatários da oferta.

O Colegiado, com base na manifestação da área técnica, consubstanciada no Memo/SRE/GER-1/Nº 30/2013, e, ainda, tendo em vista os precedentes já autorizados, deliberou conceder as dispensas pleiteadas.” (grifos nossos)

(iv) Decisão do Colegiado de 14/08/2012, referente à OPA para cancelamento de registro de Indústria de Máquinas Agrícolas Fuchs S.A. – Processo CVM RJ-2011-14076:

“Trata-se de pedido apresentado pela Imasa Empreendimentos e Administração Ltda. (“Ofertante”) de registro de oferta pública de aquisição de ações (“OPA”) para cancelamento de registro da Indústria de Máquinas Agrícolas Fuchs S.A. (“Companhia”), com adoção de procedimento diferenciado, nos termos do art. 34 da Instrução CVM 361/02 (“Instrução”).

A Ofertante solicita a: (i) inversão simples do quórum, de modo que o cancelamento do registro da Companhia esteja condicionado à não discordância de acionistas representantes de 1/3 ou mais das ações em circulação da Companhia, considerando ações em circulação, para este efeito, apenas as ações cujos titulares se manifestarem, vendendo ou não suas ações na OPA, concordando ou não com o cancelamento de registro da Companhia, por meio de preenchimento de formulário próprio, que substituirá o procedimento de leilão (art. 16); (ii) dispensa de contratação de instituição intermediária (arts. 4º e 7º); (iii) dispensa de elaboração de laudo de avaliação da Companhia (arts. 4º e 8º); (iv) dispensa de publicação de instrumento de OPA, sob forma de edital, em jornal de grande circulação (art. 11); e (v) dispensa de leilão em bolsa de valores (arts. 4º e 12).

O Colegiado, com base na manifestação da área técnica, consubstanciada no MEMO/SRE/GER-1/Nº 67/2012, e, ainda, tendo em vista os precedentes já autorizados, deliberou conceder as dispensas pleiteadas.” (grifos nossos)

(v) Decisão do Colegiado de 15/05/2012, referente à OPA para cancelamento de registro de QGN Participações S.A. – Processo CVM RJ-2011-13032:



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

“Trata-se de pedido apresentado pela Church & Dwight do Brasil Ltda. (“Ofertante”) de registro de oferta pública de aquisição de ações (“OPA”) para cancelamento de registro da QGN Participações S.A., com adoção de procedimento diferenciado, nos termos do art. 34 da Instrução CVM 361/02 (“Instrução”).

A Ofertante solicita a dispensa dos seguintes requisitos da Instrução: (i) contratação de instituição intermediária da OPA (art. 7º); e (ii) realização de leilão em bolsa de valores (art. 12).

A Superintendência de Registro de Valores Mobiliários - SRE manifestou-se favorável ao pedido, pois considerou que: (i) aplica-se ao presente caso o disposto no inciso II do § 1º do art. 34 da Instrução; (ii) o procedimento diferenciado proposto pela Ofertante atende ao princípio previsto no inciso II do art. 4º da Instrução; (iii) os custos incorridos no rito ordinário da OPA são elevados quando comparados ao seu valor total; (iv) o procedimento diferenciado proposto não apresenta prejuízo aos destinatários da oferta; (iii) a presente oferta guarda proporção com as características observadas em outros precedentes da Autarquia.

O Colegiado, com base na manifestação da área técnica, consubstanciada no Memo/SRE/GER-1/Nº 44/2012, e, ainda, tendo em vista os precedentes já autorizados, deliberou conceder as dispensas pleiteadas, desde que a Ofertante comprove o depósito em conta vinculada no Banco Bradesco S.A. em valor correspondente ao da oferta, com a finalidade de garantir sua liquidação financeira.” (grifos nossos)

(vi) Decisão do Colegiado de 11/10/2011, referente à OPA para cancelamento de registro de FAE - Administração e Participações S.A. e FAE - Ferragens e Aparelhos Elétricos S.A. – Processos CVM nºs RJ-2010-14021 e RJ-2010-14034:

“Trata-se de pedido de registro das ofertas públicas de aquisição de ações (OPA) para cancelamento de registro de FAE - Administração e Participações S.A. (FAE Participações) e FAE - Ferragens e Aparelhos Elétricos S.A. (FAE Ferragens), formulados pelas próprias companhias objeto (Ofertantes), por intermédio da Pax CVC Ltda. (Instituição Intermediária).

As Ofertantes requerem, ainda, a adoção de procedimento diferenciado para as OPA, nos termos do art. 34 da Instrução 361/02 para: (i) dispensa de realização de leilão, nos termos do art. 4º, inciso VII, e art. 12, ambos da Instrução 361/02; e (ii) inversão simples do quórum estabelecido no inciso II do art. 16 da Instrução 361/02, de modo que o cancelamento dos registros das Ofertantes esteja condicionado à não discordância de acionistas representantes de 1/3 das ações em circulação de cada companhia, considerando ações em circulação, para este só efeito, apenas as ações cujos titulares se manifestarem, vendendo ou não suas ações, aceitando ou não a OPA, por meio de preenchimento de formulário próprio, que substituirá o



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

procedimento de leilão, caso o Colegiado da CVM delibere favoravelmente a esse procedimento diferenciado.

O Colegiado, tendo em vista a manifestação favorável da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE, nos termos do exposto no Memo/SRE/GER-1/Nº 134/2011, assim como os precedentes no mesmo sentido, deliberou o deferimento dos pleitos das Ofertantes, quanto à: (i) dispensa de realização de leilão em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado, e (ii) inversão simples do quórum estabelecido no inciso II do art. 16 da Instrução nº 361/02, de forma que o cancelamento dos registros das Ofertantes esteja condicionado à não discordância de acionistas representantes de 1/3 das ações em circulação, considerando ações em circulação apenas aquelas cujos titulares se manifestarem no âmbito das OPA.” (grifos nossos)

(vii) Decisão do Colegiado de 13/09/2011, referente à OPA por alienação de controle de Elektro Eletricidade e Serviços S.A. – Processo CVM RJ-2011-6040:

“Trata-se de pedido apresentado pela Iberdrola Energia do Brasil Ltda. ("Ofertante") de registro de oferta pública de aquisição de ações ("OPA") por alienação indireta do controle de Elektro Eletricidade e Serviços S.A. ("Companhia"), com adoção de procedimento diferenciado, nos termos do art. 34 da Instrução CVM 361/02 ("Instrução").

A Ofertante solicita a dispensa dos seguintes requisitos da Instrução: (i) contratação de instituição intermediária da OPA (art. 7º da Instrução); (ii) publicação de instrumento de OPA em forma de edital em jornal de grande circulação utilizado pela Companhia (art. 11 da Instrução); e (iii) realização de leilão em bolsa de valores (art. 12 da Instrução).

A Superintendência de Registro de Valores Mobiliários - SRE manifestou-se favorável ao pedido, tendo em vista que: (i) o procedimento diferenciado proposto pela Ofertante atende ao princípio previsto no inciso II do art. 4º da Instrução CVM 361/02; (ii) os custos incorridos no rito ordinário da OPA são elevados quando comparados ao seu valor total; (iii) a presente oferta guarda proporção com as características observadas em outros precedentes da Autarquia.

O Colegiado, com base na manifestação da área técnica, consubstanciada no Memo/SRE/GER-1/Nº 130/11, e, ainda, tendo em vista os precedentes já autorizados, deliberou conceder as dispensas pleiteadas.” (grifos nossos)

(viii) Decisão do Colegiado de 15/02/2011, referente à OPA para cancelamento de registro de Sola S.A. Indústrias Alimentícias – Processo CVM RJ-2010-13883:

“Trata-se de pedido apresentado pela Estratégia Investimentos S.A. Corretora de Valores e Câmbio, por ordem de C. Sola Participações e Representações S.A., de registro de oferta pública de aquisição de ações ("OPA") para



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

cancelamento do registro da Sola S.A. Indústrias Alimentícias (Companhia), com adoção de procedimento diferenciado, nos termos do art. 34 da Instrução 361/02 ("Instrução"). A requerente solicita a dispensa de realização de leilão (art. 4º, inciso VII, e art. 12, da Instrução).

A Superintendência de Registro de Valores Mobiliários - SRE manifestou-se favoravelmente ao pedido, tendo em vista: (i) o baixo valor total da OPA (R\$ 468.535,78); (ii) que a Companhia encontra-se com o registro de negociação das ações de sua emissão cancelado na BM&FBovespa desde 16.10.02; e (iii) que a Companhia apresenta patrimônio líquido negativo, e encontra-se com suas atividades paralisadas desde 2001. Ademais, a área técnica destacou que o procedimento diferenciado proposto não apresenta prejuízo aos destinatários da oferta.

O Colegiado, tendo em vista os diversos precedentes no mesmo sentido, e a manifestação favorável da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE, deliberou a concessão do procedimento diferenciado para o cancelamento do registro da Sola S.A. Indústrias Alimentícias, nos termos do exposto no Memo/SRE/GER-1/020/11.” (grifos nossos)

(ix) Decisão do Colegiado de 26/10/2010, referente à OPA por alienação de controle de Quattor Petroquímica S.A. – Processo CVM RJ-2010-8957:

“Trata-se de pedido apresentado pela Braskem S.A. ("Ofertante") de registro de oferta pública de aquisição de ações ("OPA") por alienação indireta do controle de Quattor Petroquímica S.A. ("Companhia"), com adoção de procedimento diferenciado, nos termos do art. 34 da Instrução 361/02 ("Instrução").

A Ofertante solicita as seguintes dispensas: (i) de contratação de instituição intermediária de OPA (art. 7º da Instrução); (ii) de elaboração de laudo de avaliação da Companhia (art. 8º da Instrução); e (iii) de realização de leilão em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado (art. 12 da Instrução).

Em sua manifestação, a SRE ressaltou, inicialmente, que, à luz do inciso I do § 1º do art. 34 da Instrução 361, se justifica a adoção de procedimento simplificado, haja vista a concentração extraordinária de ações da Companhia (somente 0,68% do capital social se encontra em circulação). Ademais, a SRE destacou que no presente caso:

i. em substituição ao laudo de avaliação, será disponibilizada aos acionistas avaliação econômico-financeira elaborada pelo Banco Bradesco BBI na página da CVM e da Ofertante na rede mundial de computadores;

ii. a contratação de instituição intermediária para assegurar o controle operacional se mostra menos relevante em uma OPA por alienação de controle do que em uma OPA para cancelamento de registro, uma vez que,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

nesse último caso, há quórum específico para a aceitação e o sucesso da OPA, o que não se verifica em uma OPA por alienação de controle;

iii. a contratação de instituição intermediária para assegurar a liquidação financeira da OPA também não se mostra indispensável, uma vez que, nos termos do art. 254-A da Lei 6.404/76, a falta de liquidação teria por efeito a ineficácia da próprio negócio de alienação do controle;

iv. será utilizado formulário de adesão, disponível nas páginas da Ofertante e da Companhia na rede mundial de computadores, para que os acionistas possam manifestar a sua intenção de aderir à oferta;

v. o valor da oferta será depositado em conta vinculada mantida por instituição financeira, para fins de garantia da liquidação financeira da OPA;
e

vi. constará do Edital da OPA o compromisso do ofertante de requerer a alteração do procedimento da oferta para que seja realizada por meio de leilão em bolsa, caso seja formulado pedido de registro de OPA concorrente.

Por todas essas circunstâncias, e com base nos precedentes do Colegiado, a SRE manifestou-se favoravelmente à concessão das dispensas solicitadas.

O Colegiado, tendo em vista os diversos precedentes no mesmo sentido, as particularidades do presente caso e a manifestação favorável da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE, deliberou conceder as dispensas pleiteadas, nos termos do exposto no Memo/SRE/GER-1/205/10. Restou vencido o Diretor Eli Loria no que diz respeito à primeira dispensa solicitada (art. 7º da Instrução), por entender que a contratação de instituição intermediária seria relevante para assegurar a independência no controle operacional e a liquidação financeira da OPA, não obstante o depósito do valor da oferta em conta vinculada mantida em instituição financeira.” (grifos nossos)

(x) Decisão do Colegiado de 28/09/2010, referente à OPA para cancelamento de registro de Banrisul S.A. Administradora de Consórcios – Processo CVM RJ-2010-4324:

“Trata-se de pedido apresentado pelo Banco do Estado do Rio Grande do Sul S.A. – Banrisul de registro de oferta pública de aquisição de ações (“OPA”) para cancelamento do registro da Banrisul S.A. Administradora de Consórcios, com adoção de procedimento diferenciado, nos termos do art. 34 da Instrução 361/02 (“Instrução”). A requerente solicita: (i) dispensa de publicação de edital da OPA (art. 11 da Instrução); (ii) dispensa de realização de leilão (art. 4º, inciso VII, e art. 12 da Instrução); e (iii) inversão do quórum estabelecido no inciso II do art. 16 da Instrução, de forma a condicionar o cancelamento do registro à não discordância de acionistas representantes de mais do que 1/3 das ações em circulação, conforme definidas no inciso III do art. 3º da Instrução.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

O Colegiado, tendo em vista os diversos precedentes no mesmo sentido, e a manifestação favorável da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE, deliberou a concessão do procedimento diferenciado para o cancelamento do registro da Banrisul S.A. Administradora de Consórcios, nos termos do exposto no Memo/SRE/GER-1/176/10.” (grifos nossos)

41. Da leitura dos 10 precedentes supra, verifica-se que em 9 deles o Colegiado da CVM deliberou por dispensar a realização de leilão, sendo que, no único caso em que optou por não conceder a referida dispensa, o fez pelo fato de o requerente não ter apresentado procedimento alternativo àquele ordinariamente previsto pela norma, acompanhando entendimento da SRE.

42. Ademais, cabe ressaltar que, dos 9 casos em que o Colegiado da CVM deliberou favoravelmente ao pleito em tela, em 8 foram requeridas outras dispensas, como, por exemplo, as de: (i) publicação de Edital; (ii) elaboração de Laudo de Avaliação; e (iii) contratação de instituição intermediária.

43. Em todos esses 9 casos, o Colegiado deliberou acompanhando a manifestação da área técnica, que, por sua vez, justificou sua opinião favorável às referidas dispensas elencando fatores de ordem mais geral, aplicáveis a todas elas, bem como fatores de ordem específica, direcionados a cada uma das dispensas que foram analisadas.

44. Dentre os fatores de ordem mais geral, verificamos os seguintes:

- (i) o caso se enquadra no que dispõe o § 1º do art. 34 da Instrução CVM 361;
- (ii) o procedimento diferenciado proposto atende ao princípio previsto no inciso II do art. 4º da Instrução CVM 361;
- (iii) os custos incorridos no rito ordinário da OPA são elevados quando comparados ao seu valor total;
- (iv) o procedimento diferenciado proposto não apresenta prejuízo aos destinatários da oferta;
- (v) a oferta guarda proporção com as características observadas em outros precedentes da Autarquia.

45. Já com relação aos fatores especificamente ligados à dispensa de realização de leilão em OPA, verificamos os seguintes:

- (i) previsão de que os minoritários se manifestem mediante o preenchimento de documento próprio (formulário de manifestação, por exemplo), que podem ser encontrados para download em *sites* próprios;
- (ii) todos os custos decorrentes dos avisos de recebimento e das demais formalidades relativas às manifestações dos acionistas objeto assumidos pelo ofertante da OPA;



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

(iii) contratação de instituição que será responsável pelo controle operacional da OPA, verificando, inclusive, o atingimento do quórum de sucesso nas OPA para cancelamento de registro, bem como encaminhando o resultado das ofertas à CVM; e

(iv) que os documentos utilizados pelos ofertantes e pelos acionistas objeto das ofertas se assemelhem ao conjunto mínimo de documentos apresentados perante qualquer corretora de valores, em caso de leilão em bolsa.

46. Dentre os fatores de ordem específica, os quais se referem diretamente ao pleito de dispensa de realização de leilão, observamos que a operação ora em análise conta com as características ali previstas, tendo em vista que, conforme vimos na seção “II. Características da Oferta”:

(i) os acionistas objeto da OPA deverão preencher e enviar o “*Formulário de Manifestação*” à Instituição Intermediária, sendo que o Ofertante arcará com os custos referentes ao reconhecimento de firma e envio do referido formulário;

(ii) a verificação do sucesso da OPA se dará mediante contabilização da manifestação externada pelos acionistas, por meio de preenchimento do Formulário de Manifestação, verificação essa a ser realizada pela Instituição Intermediária, de modo que a OPA terá sucesso caso titulares de mais de 2/3 das ações cujos acionistas preencherem o referido formulário aceitem a OPA ou concordem expressamente como cancelamento de registro da Companhia, nos termos do inciso II do art. 16 da Instrução CVM 361; e

(iii) em analogia ao que preceitua o § 1º do art. 12 da Instrução CVM 361, que prevê que o leilão da Oferta seja realizado no prazo mínimo de 30 e máximo de 45 dias contados da publicação do Edital, os acionistas objeto da OPA terão até 30 dias para se manifestar, a partir da publicação do Instrumento da OPA sob a forma de Edital.

47. Não obstante, no que tange aos fatores de ordem geral, em nosso entendimento, a presente OPA não observa aqueles listados nos itens (iii) a (v) do parágrafo 44 acima, quais sejam: “(iii) os custos incorridos no rito ordinário da OPA são elevados quando comparados ao seu valor total; (iv) o procedimento diferenciado proposto não apresenta prejuízo aos destinatários da oferta; e (v) a oferta guarda proporção com as características observadas em outros precedentes da Autarquia.”

48. Antes de comentarmos especificamente os motivos pelos quais entendemos que a presente OPA não observa tais fatores de ordem geral, cabe lembrar que a Oferta se enquadra em situação exemplificativa prevista pelo art. 34 da Instrução CVM 361, dado que a Companhia possui patrimônio líquido negativo há anos, estando, portanto, apta a pleitear a adoção de procedimento diferenciado, observando, dessa forma, o fator de ordem geral (i) exposto no parágrafo 44 acima.

49. Já no que tange ao fator de ordem geral “(ii) o procedimento diferenciado proposto atende ao princípio previsto no inciso II do art. 4º da Instrução CVM 361”, dispositivo que prevê que “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”, entendemos que o procedimento proposto para a presente Oferta, a princípio, atende ao mesmo.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

50. Apesar disso, voltando aos fatores de ordem geral que, em nosso entendimento, não são observados no presente caso, quais sejam “(iii) os custos incorridos no rito ordinário da OPA são elevados quando comparados ao seu valor total, (iv) o procedimento diferenciado proposto não apresenta prejuízo aos destinatários da oferta e (v) a oferta guarda proporção com as características observadas em outros precedentes da Autarquia”, cabe tecermos os seguintes comentários.

51. Iniciaremos tratando do fator (v) acima, por entendermos que ao observarmos as características básicas dos precedentes mais recentes desta Autarquia, a fim de demonstrar que a presente OPA não guarda proporção com os referidos precedentes, estaremos diante dos dados que nos auxiliarão a verificar que os custos incorridos no rito ordinário da OPA não seriam elevados quando comparados ao seu valor total.

52. Nesse sentido, cabe listarmos abaixo as principais características dos precedentes supramencionados:

(i) Decisão do Colegiado de 13/05/2014, referente à OPA por alienação de controle de Excelsior Alimentos S.A. – Processo CVM RJ-2013-11623:

- destinada a 7 acionistas;
- visou à aquisição de 2.223 ações ordinárias em circulação, representativas de 0,08% do capital votante; e
- valor total caso todas as ações fossem adquiridas de R\$ 15.516,54.

(ii) Decisão do Colegiado de 25/06/2013, referente à OPA por alienação de controle de Excelsior Alimentos S.A. – Processo CVM RJ-2012-8019:

- destinada a 7 acionistas;
- visou à aquisição de 2.223 ações ordinárias em circulação, representativas de 0,08% do capital votante; e
- valor total caso todas as ações fossem adquiridas de R\$ 10.203,57.

(iii) Decisão do Colegiado de 14/08/2012, referente à OPA para cancelamento de registro de Indústria de Máquinas Agrícolas Fuchs S.A. – Processo CVM RJ-2011-14076:

- destinada a 318 acionistas;
- visou à aquisição de 5.393 ações em circulação, representativas de 4,17% do capital social; e
- valor total caso todas as ações fossem adquiridas de R\$ 18.012,62.

(iv) Decisão do Colegiado de 15/05/2012, referente à OPA para cancelamento de registro de QGN Participações S.A. – Processo CVM RJ-2011-13032:

- destinada a 1.090 acionistas;
- visou à aquisição de 283.591.095 ações em circulação, representativas de 0,656% do capital social; e
- valor total caso todas as ações fossem adquiridas de R\$ 1.701.546,57 (R\$ 493.448,50 se desconsiderássemos os três maiores minoritários, representantes de 71% do *free float*).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

(v) Decisão do Colegiado de 11/10/2011, referente à OPA para cancelamento de registro de FAE - Administração e Participações S.A. e FAE - Ferragens e Aparelhos Elétricos S.A. – Processos CVM nºs RJ-2010-14021 e RJ-2010-14034:

- destinadas, cada oferta, a 1.210 acionistas;
- visaram à aquisição de, respectivamente: (i) 80.275 ações em circulação, representativas de 4,025% do capital social; e (ii) 559.020 ações em circulação, representativas de 4,026% do capital social; e
- valores totais caso todas as ações fossem adquiridas, respectivamente, de: (i) R\$ 918.346,00; e (ii) R\$ 1.442.271,60.

(vi) Decisão do Colegiado de 13/09/2011, referente à OPA por alienação de controle de Elektro Eletricidade e Serviços S.A. – Processo CVM RJ-2011-6040:

- destinada a 115 acionistas;
- visou à aquisição de 26.665 ações ordinárias em circulação, representativas de 0,03% do capital votante; e
- valor total caso todas as ações fossem adquiridas de R\$ 517.034,35.

(vii) Decisão do Colegiado de 15/02/2011, referente à OPA para cancelamento de registro de Sola S.A. Indústrias Alimentícias – Processo CVM RJ-2010-13883:

- destinada a 296 acionistas;
- visou à aquisição de 30.228.114.929 ações em circulação, representativas de 5,64% do capital social; e
- valor total caso todas as ações fossem adquiridas de R\$ 468.535,78.

(viii) Decisão do Colegiado de 26/10/2010, referente à OPA por alienação de controle de Quattor Petroquímica S.A. – Processo CVM RJ-2010-8957:

- destinada a 962 acionistas;
- visou à aquisição de 1.549.694 ações em circulação, representativas de 0,68% do capital social; e
- valor total caso todas as ações fossem adquiridas de R\$ 11.514.226,42.

(ix) Decisão do Colegiado de 28/09/2010, referente à OPA para cancelamento de registro de Banrisul S.A. Administradora de Consórcios – Processo CVM RJ-2010-4324:

- destinada a 69 acionistas;
- visou à aquisição de 386.127 ações em circulação, representativas de 0,43% do capital social; e
- valor total caso todas as ações fossem adquiridas de R\$ 671.860,98.

53. Como se vê, nenhuma das ofertas acima mencionadas se destinam à aquisição de percentual tão significativo do capital social das suas companhias objeto, quando comparadas à presente Oferta (que se destina à 68,43% do capital social), além de serem destinadas a um número, quase sempre, de poucos acionistas, à exceção daquelas mencionadas nos itens (iv), (v) e (viii) acima, destinadas



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

respectivamente a 1.090, 1.210 e 962 acionistas, porém representativas de percentuais baixos do capital social (equivalentes respectivamente a 0,656%, 4,02% e 0,68%).

54. Cabe lembrar que a presente OPA é destinada a 4.210 acionistas, detentores de 11.062.660 ações em circulação, as quais representam 68,43% do capital social da Companhia e 99,99% das ações preferenciais de sua emissão, considerando ainda que o valor da Oferta poderá atingir R\$ 4.093.184,20, caso todas as ações objeto da mesma sejam adquiridas.

55. Portanto, com base no disposto acima, entendemos que a presente Oferta não guarda proporção com as características observadas em outros precedentes desta Autarquia.

56. No que tange ao fator de ordem geral (iii), que diz respeito aos “*custos incorridos no rito ordinário da OPA são [serem] elevados quando comparados ao seu valor total*”, verifica-se que em apenas um dos precedentes supramencionados (OPA por alienação de controle de Quattor Petroquímica S.A.) o valor da oferta (R\$ 11.514.226,42) foi comparável ao valor da presente OPA (R\$ 4.093.184,20), sendo que aquela oferta foi destinada a apenas 962 acionistas, titulares de ações representativas de 0,68% do capital social, o que, a nosso ver, justificou a adoção do procedimento diferenciado naquele caso.

57. Isso porque o custo da realização do leilão na OPA de Estrela, de acordo com dados fornecidos por e-mail pela BM&FBovespa (fls. 712 e 713), montaria no máximo R\$ 42.343,99.

58. No que se refere ao fator de ordem geral (iv) (“*o procedimento diferenciado proposto não apresenta prejuízo aos destinatários da oferta*”), entendemos que, pelo fato de a OPA ser destinada a 4.210 acionistas e ser da modalidade “para cancelamento de registro”, haveria um risco de prejuízo aos seus acionistas destinatários, pelos motivos expostos nos parágrafos 37 a 39 do presente Memorando, os quais transcrevemos abaixo:

“37. Dessa forma, entendemos que a análise quanto à razoabilidade e proporcionalidade de a OPA ser dispensada de leilão deve considerar os potenciais prejuízos a serem causados aos seus acionistas destinatários, levando-se em conta que todos os procedimentos supramencionados [referência aos artigos 12, 21 e 22 da Instrução CVM 361] e , nessa hipótese, não seriam realizados “na bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado em que as ações objeto da OPA sejam admitidas à negociação”.

38. Nesse sentido, antes de analisarmos os precedentes em que o Colegiado da CVM apreciou pleito similar ao ora em análise, cabe pontuar entendimento preliminar desta área técnica de que o risco da não realização do leilão em bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado seria tanto maior quanto fosse o número de acionistas destinatários de uma oferta, pela maior dificuldade, nesses casos, em se garantir e se comprovar, posteriormente, a lisura do procedimento.

39. Tal risco ficaria ainda mais latente quando se trata de OPA para cancelamento de registro, em que, além dos procedimentos gerais previstos pelo art. 12 a serem assegurados no leilão, haveria também a necessidade de acompanhamento e contabilização do quórum de sucesso da OPA, tarefa que



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

seria realizada por terceiro contratado pelo Ofertante, o qual encaminharia à CVM o resultado da Oferta, substituindo a bolsa de valores ou o mercado de balcão organizado nas obrigações previstas pelos dispositivos normativos supramencionados.”

59. Nesse sentido, em nosso entendimento, o caso em tela não observa todos os fatores de ordem geral que têm sido considerados pelo Colegiado da CVM ao deliberar favoravelmente a pleitos de adoção de procedimento diferenciado, nos termos do art. 34 da Instrução CVM 361, motivo pelo qual somos contrários à concessão da dispensa ora pleiteada.

60. Adicionalmente, cabe ressaltar que existe reclamação contrária à adoção do procedimento diferenciado que se pleiteia (transcrita na seção IV do presente Memorando), elaborada por titulares de 56,2% das ações ordinárias em circulação e 37,1% das ações preferenciais em circulação, que, em conjunto, conferem a eles 37,55% de todas as ações em circulação ou 25,7% do capital social da Estrela.

61. Percebe-se, então, que os referidos reclamantes possuem ações de emissão da Companhia em montante que, mesmo que todos os titulares de ações em circulação se habilitem para a Oferta, permite a eles frustrar o sucesso da OPA, pelo fato de serem detentores de percentual superior a 1/3 das ações em circulação em ambas as espécies (ordinárias e preferenciais).

62. Tal fato, em nosso entendimento, torna a reclamação em questão, para além dos argumentos apresentados em seu conteúdo, muito importante no presente caso, por conta de ser contrária ao procedimento diferenciado ora pleiteado, o qual, como já mencionamos, traz risco aos acionistas destinatários da Oferta, principalmente no que tange à execução dos procedimentos previstos pelos artigos 12, 21 e 22 da Instrução CVM 361, ainda mais se tratando de oferta para cancelamento de registro e destinada a uma quantidade considerável de acionistas.

63. Ademais, cabe mencionar que o Ofertante, em resposta à referida reclamação, citou diversos precedentes desta Autarquia, que, em sua opinião, justificariam a adoção do procedimento diferenciado em tela.

64. Não obstante, analisando as deliberações tomadas pelo Colegiado da CVM nas ofertas citadas pelo Ofertante como similares à OPA de Estrela, constatamos que, em quase todas, o valor total da OPA foi considerado “baixo”, “muito pequeno” ou “pouco significativo” e que havia (em todas) a ausência de reclamação ou contestação relativa à adoção do procedimento diferenciado que lá se pleiteava.

65. Portanto, entendemos que tais precedentes não trazem qualquer fato novo que enseje modificação no entendimento desta área técnica quanto ao presente caso.

66. Antes de concluirmos, cabe mencionar que o Ofertante alegou também ser justificável a adoção do procedimento diferenciado proposto por conta de duas questões que entendemos não serem relevantes na análise do pleito em tela, quais sejam: (i) o “alto nível de *absenteísmo dos acionistas minoritários nas Assembleias*”, condição que traduziria desinteresse pela vida social da Companhia, o que, além de não ter sido comprovado nos autos do Processo, parece não ser o caso, em face da reclamação elaborada por detentores de grande parte do *free-float*; e (ii) da baixa liquidez das ações objeto da Oferta, o que também não condiz com a realidade, conforme se verifica do volume de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

ações preferenciais negociadas no ano de 2015, 7.298.700 (fls. 714 a 719), representativas de 67,7% de todas as ações preferências de emissão da Companhia.

67. Cabe mencionar também alegação apresentada pelos Reclamantes de que a situação corrente da Companhia, de patrimônio líquido negativo e sucessivos prejuízos, não refletia a sua perspectiva futura, que seria de melhoria em seus resultados.

68. Sobre esse ponto, esclarecemos que o preço por ação definido pelo Ofertante no âmbito da OPA teve como base o Laudo de Avaliação, conforme mencionamos na parte inicial deste Memorando, e que tal documento observou os requisitos previstos pela Instrução CVM 361.

69. Ademais, caso os Reclamantes entendessem ter havido qualquer inconsistência no Laudo de Avaliação, os próprios Reclamantes, de posse de mais de 37% das ações em circulação de emissão da Companhia, poderiam ter solicitado a convocação de assembleia especial a fim de deliberar sobre a elaboração de novo laudo, nos termos do art. 4º-A da LSA, fato que não ocorreu.

VI. Conclusão

70. Por todo o exposto no presente Memorando, propomos o encaminhamento do presente Processo à SGE, solicitando que o pleito em tela seja submetido à apreciação do Colegiado da CVM, tendo a SRE como relatora do caso, ressaltando, desde já, que: (i) somos contrários à adoção do procedimento diferenciado concernente à dispensa de realização do leilão previsto pelo inciso VII do art. 4º e pelo *caput* do art. 12 da Instrução CVM 361; e (ii) que somos favoráveis ao prosseguimento da presente Oferta pelo rito ordinário, com a adequação de toda documentação à deliberação do Colegiado da CVM.

Atenciosamente,

ELDEMAR VILLAR DE ALMEIDA

Analista GER-1

RAUL DE CAMPOS CORDEIRO

Gerente de Registros-1

De acordo, à SGE.

DOV RAWET

Superintendente de Registro de Valores Mobiliários



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Documento assinado eletronicamente por **Eldemar Villar de Almeida, Analista**, em 05/05/2016, às 14:30, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.

Documento assinado eletronicamente por **Raul de Campos Cordeiro, Gerente**, em 05/05/2016, às 14:31, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.

Documento assinado eletronicamente por **Dov Rawet, Superintendente de Registro**, em 05/05/2016, às 14:35, 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 **0104178** e o código CRC **1BCDF3BB**.
This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" 0104178 and the "Código CRC" 1BCDF3BB.
