



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 100/2016-CVM/SRE/GER-1

Rio de Janeiro, 03 de novembro de 2016.

Ao

Superintendente de Registro de Valores Mobiliários –SRE

**Assunto: Recurso contra Decisão da SRE – OPA para cancelamento de registro de Manufatura de Brinquedos Estrela S.A. – Processo CVM nº RJ-2015-10253**

1. Trata-se de expediente protocolado na CVM em 19/10/2016 (fls. 932 a 942 do Processo em epígrafe) por Carlos Antonio Tilkian (“Ofertante” ou “Recorrente”) controlador de Manufatura de Brinquedos Estrela S.A. (“Companhia” ou “Estrela”), com interposição de recurso contra decisão desta Superintendência (“Recurso”), no âmbito do pedido de registro da oferta pública de aquisição de ações (“OPA” ou “Oferta”) para cancelamento de registro de sua controlada.
2. A propósito, o recurso supramencionado foi interposto contra exigência formulada pela SRE/GER-1 que solicitou, em função do parâmetro escolhido para definição do preço justo da Companhia (preço médio ponderado de cotação das ações), a atualização do valor de Estrela e o envio de Laudo de Avaliação, refletindo a nova condição, nos termos do elencado no inciso II do § 9º do art. 8º da Instrução CVM nº 361/02 (“Instrução CVM 361”).
3. Cabe ressaltar os critérios utilizados no Laudo de Avaliação para o cálculo do valor por ação de emissão da Companhia, conforme reproduzidos no item VII da página 8 do Edital, transcrito abaixo:

*”Nos termos do art 8º da Instrução CVM 361/02, o Laudo de Avaliação foi elaborado pela Confiance Inteligência Empresarial Ltda [“Avaliador” ou “Confiance”] a qual escolheu os seguintes critérios para avaliar a COMPANHIA: (i) VALOR PATRIMONIAL DA AÇÃO; (II) VALOR ECONÔMICO COM BASE NO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO; (III) COTAÇÃO DAS AÇÕES NA BM&FBOVESPA. Por força dessas constatações e ressaltando que: (a) o patrimônio líquido é negativo; (b) que a metodologia o fluxo de caixa descontado que é tecnicamente, o melhor método para captar o desempenho futuro da entidade também apresenta valor negativo e; (c) que embora a liquidez das ações seja restrita, mas reconhecendo que este preço representa a adequada precificação dos acionistas e investidores, uma vez que todas as informações sobre a empresa estão à disposição do mercado, a CONFIANCE escolhe O PREÇO MÉDIO PONDERADO DAS AÇÕES MAIS NEGOCIADAS, AS PN, NA BM&FBOVESPA - NOS ÚLTIMOS 12 MESES – QUE É DE R\$0,37 (TRINTA E SETE CENTAVOS) POR AÇÃO DO CAPITAL SOCIAL. como sendo o mais adequado para a definição do preço justo das ações de emissão da Manufatura de Brinquedos Estrela S.A. sendo, portanto, este o parâmetro escolhido.” (grifo nosso)*

Período 12 meses	Volume negociado R\$	Quantidades negociadas	Preço Médio Ponderado R\$
set/14	833.573,00	1.981.300	0,42
out/14	328.484,00	929.900	0,35
nov/14	485.094,00	1.254.200	0,39
dez/14	488.354,00	1.365.800	0,36
jan/15	168.059,00	564.600	0,30
fev/15	162.092,00	483.300	0,34
mar/15	432.773,00	1.164.700	0,37
abr/15	259.039,00	696.800	0,37
mai/15	344.629,00	837.800	0,41
jun/15	205.131,00	722.500	0,28
jul/15	2.707.580,00	722.500	0,37
ago/15	106.344,00	322.700	0,33
<b>total</b>	<b>4.084.330,00</b>	<b>11.046.100</b>	<b>0,37</b>

*Tabela relativa à cotação das ações preferenciais de Estrela, constante do Edital da OPA.*

4. O Ofertante, por sua vez, afirmou que o preço ofertado, baseado no critério do preço médio ponderado de cotação das ações, é “justo”, conforme declaração constante no item 3.3. do Edital da Oferta, transcrito abaixo:

“ (...)

*Preço justo. O Ofertante entende que o Preço ofertado [baseado no critério do preço médio ponderado de cotação das ações] é justo na forma prevista pelo artigo 16, I, da Instrução CVM n.º 361/2002 – ou seja, na forma estabelecida no §4º do artigo 4º da Lei das Sociedades por Ações e tendo em vista a avaliação a que se refere o § 1º do artigo 8º da Instrução CVM n.º 361/2002. O Ofertante também entende que o Preço é justo na medida em que é superior ao valor atribuído às ações ordinárias e preferenciais pelo critério de patrimônio líquido e fluxo de caixa descontado – ambos os valores são negativos, conforme apurado no Laudo de Avaliação e embora a liquidez das ações seja restrita, mas reconhecendo que este preço representa a adequada precificação dos acionistas e investidores, uma vez que todas as informações sobre a empresa estão à disposição do mercado, a CONFIANCE Inteligência Empresarial Ltda, escolhe o preço médio ponderado das ações mais negociadas, as PN, na BM&FBOVESPA - nos últimos 12 meses - que é de R\$0,37 (trinta e sete centavos) por ação do capital social como sendo o mais adequado para a definição do preço justo das ações de emissão da Manufatura de Brinquedos Estrela S.A. sendo, portanto, este o parâmetro escolhido.”*

5. Deve-se ainda, esclarecer que o período considerado para verificação do preço médio ponderado de cotação das ações de Estrela foi de 12 meses imediatamente anteriores à data da publicação do fato relevante, como determina o disposto no item XII, alínea (a), do Anexo III da Instrução CVM 361, e que os dados da tabela acima constaram de toda documentação da OPA no período entre o protocolo da documentação e a Decisão do Colegiado de 10/05/2016, que indeferiu o pleito de adoção de procedimento diferenciado no âmbito da Oferta.

## I BREVE HISTÓRICO DO PROCESSO

6. Inicialmente, cabe mencionar que o processo em epígrafe foi encaminhado ao Colegiado da CVM que, em reunião datada de 10/05/2016, deliberou por unanimidade pelo indeferimento do pleito de adoção de procedimento diferenciado relativo à dispensa da realização de leilão em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado, previsto pelo art. 4º, inciso VII, e pelo art. 12, caput, da Instrução 361.

7. Imediatamente após a Deliberação do Colegiado, citada no parágrafo 6º acima, encaminhamos, em 15/05/2016, o Ofício 167/2016/CVM/SRE/GER-1 (“Ofício 167”) (fl. 754) ao Ofertante, com prazo para atendimento até 13/06/2016, comunicando a Decisão do Colegiado da CVM, e solicitando ajuste e envio de documentação à CVM, de modo a contemplar a realização de leilão em bolsa de valores, caso houvesse interesse no prosseguimento da OPA.

8. Em 14/06/2016, recebemos documentação (fl. 770) encaminhada pelo Ofertante pleiteando a dilação do prazo para atendimento às exigências constantes do Ofício 167. Em 15/06/2016 encaminhamos o Ofício 204/2016/CVM/SRE/GER-1 (“Ofício 204”) (fl. 773) concedendo prazo até 11/07/2016 para atendimento às exigências do Ofício 167.

9. Em 11/07/2016, recebemos documentação (fl. 775) solicitando prorrogação, pela segunda vez, do prazo para atendimento às exigências constantes do Ofício 167. A Ofertante alegou como motivo para dilação que a “Estratégia Investimentos Corretora de Valores e Câmbio que assessorava a operação sofreu processo de liquidação extrajudicial pelo banco Central do Brasil”.

10. Em 18/07/2016, foi protocolada nova documentação (fl. 776), com o mesmo teor daquela protocolada em 11/07/2016, citada no parágrafo 9º acima e outra (fl. 777) informando tratar-se de atendimento ao item 4 do Ofício 167.

11. Em 20/07/2016, foi encaminhado o Ofício 254/2016/CVM/SRE/GER-1 (“Ofício 254”) (fl. 861) concedendo prazo impreterível até 11/08/2016 para atendimento às exigências do Ofício 167.

12. Em 27/07/2016, foi protocolada nova documentação (fl. 863) informando que em “resposta ao ofício supra [Ofício 254/2016/CVM/SRE/GER-1] e [Ofício 167/2016/CVM/SRE/GER-1], informamos a V.Sa. que já protocolamos em 18 de julho de 2016, os documentos necessários para o prosseguimento para o registro da OPA”.

13. Em 26/08/2016, encaminhamos o Ofício 295/2016/CVM/SRE/GER-1 (“Ofício 295”) (fls. 867 a 869) contendo exigências relativas à nova documentação da Oferta que contemplava além das modificações relativas à Decisão do Colegiado, as alterações inerentes à substituição da Instituição Intermediária.

14. Cabe enfatizar que uma das exigências do Ofício 295 solicitava a atualização da cotação das ações preferenciais de Estrela nos últimos 12 meses posto ter sido esse o parâmetro mais “adequado para a definição do preço justo das ações de emissão da Manufatura de Brinquedos Estrela S.A”.

15. Em 13/09/2016, foi protocolada documentação (fls. 871 a 910) em atendimento às exigências constantes do Ofício 295. Da documentação protocolada destacamos que a tabela atualizada de cotação das ações preferenciais de Estrela – item 9.5.1 do Edital da OPA (verso da fl. 907) – apresentava valores na coluna “Volume Negociado” que não expressavam a realidade dos fatos. Abaixo reproduzimos a citada tabela.

Período	Volume	Quantidades	Preço Médio
12 meses	Negociado R\$	Negociadas	Ponderado R\$
set/15	21.036.300,00	549.200	0,38
out/15	22.177.200,00	527.200	0,42
nov/15	18.569.800,00	467.500	0,40
dez/15	19.518.700,00	471.400	0,41
jan/16	2.503.300,00	58.700	0,43
fev/16	57.890.200,00	1.076.900	0,54
mar/16	11.312.600,00	219.400	0,52
abr/16	10.850.100,00	203.700	0,53
mai/16	7.825.800,00	165.200	0,47
jun/16	22.883.900,00	439.200	0,52
jul/16	153.792.700,00	2.785.400	0,55
ago/16	308.827.800,00	4.668.600	0,66
Total	657.188.400,00	11.632.400	0,56

16. Em função da observação feita no parágrafo 15 acima, de que os valores da coluna relativa ao volume negociado não expressava a realidade dos fatos consultamos o site da Economática e constatamos que os valores relativos ao volume negociado haviam sido multiplicados por 100 vezes, mas que o preço médio ponderado ao ser dividido por 100 expressava a realidade dos fatos. Cabe ressaltar que na documentação protocolada no Recurso (parágrafo 25 item 17 abaixo) os valores de cotação estão expressando a realidade dos fatos.

17. Em 20/09/2016, encaminhamos o Ofício 322/2016/CVM/SRE/GER-1 (“Ofício 322”) (fls. 912 a 913), tendo em vista:

(i) encontrar-se em análise nesta Superintendência o pedido de registro da oferta pública de aquisição de ações (“OPA” ou “Oferta”) para cancelamento de registro da Manufatura de Brinquedos Estrela S.A. (“Companhia” ou “Estrela”), nos termos da Instrução CVM nº 361/02 (“Instrução CVM 361”);

(ii) o preço ofertado de R\$ 0,37 por ação, que será atualizado pela variação da Taxa Selic desde 16/09/2015 até a data da liquidação da OFERTA, ser baseado na metodologia do “preço médio ponderado das ações mais negociadas na BM&FBOVESPA, as PN, nos últimos 12 meses” e foi considerado o “critério mais adequado para a definição do preço justo da Estrela”;

(iii) o preço médio ponderado da negociação das ações de Estrela ter sofrido variações positivas acentuadas e constantes, chegando a R\$ 0,66 por ação preferencial em agosto de 2016, conforme informação constante da página 28 da minuta de Edital em análise; e

(iv) que após a publicação do Fato Relevante em 20/09/2016 (“Fato Relevante 20/09”), informando aos “acionistas e ao mercado em geral, que 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 substituir parte dos brinquedos que a Companhia, atualmente, tem importado da China, com redução de custo à Companhia”, o valor de cotação das ações preferenciais de Estrela sobrevalorizou-se em mais de 17%, chegando à cotação máxima de R\$ 0,83 por ação no pregão de 20/09/2016.

18. Ainda no Ofício 322 solicitamos ao Ofertante nos termos do art. 8º, § 9º da Instrução CVM 361, que o Sr. Carlos Antonio Tilkian: (i) informasse se o valor da companhia objeto sofreu alterações significativas após a data da avaliação; e (ii) em caso afirmativo, solicitasse à Confiance Inteligência Empresarial que atualizasse o valor da Companhia constante do Laudo de Avaliação e, conseqüentemente, atualizasse o preço ofertado na OPA.

19. Em 23 e 26/09/2016, em resposta ao Ofício 322, o Ofertante protocolou documentação (fls. 915 e 916), informando que: “i) o valor da Companhia não sofreu alteração significativa após a data da avaliação e ii) não há necessidade de atualizar o

valor da Companhia constante do laudo de avaliação a respeito do preço ajustado da OPA”.

20. Em 30/09/2016, encaminhamos o Ofício 332/2016/CVM/SRE/GER-1 (“Ofício 332”) (fls. 918 a 920), determinando que, tendo em vista o parâmetro escolhido para definição do preço justo das ações da Companhia no âmbito da Oferta, a cotação em bolsa de tais ações e o Fato Relevante publicado em 20/09/2016, o Ofertante solicitasse ao Avaliador da OPA a atualização do valor da Companhia enviando Laudo de Avaliação refletindo essa condição.

21. Em 04/10/2016, encaminhamos à Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários – SMI, o Memorando nº 97/2016-CVM/SRE/GER-1 (“Memo 97/2016”) (fl. 921 a 924), que até a presente data encontra-se em análise na SMI, solicitando manifestação do entendimento daquela área técnica quanto à afirmação, feita pelo Recorrente, de que acionistas estariam “fazendo procedimentos” no sentido de promover “oscilação positiva” das ações de Estrela, e suas implicações, se for o caso, quanto ao normativo em vigor.

22. Em 07/10/2016, o Ofertante protocolou documentação (fl. 926), pleiteando que o prazo limite para apresentação da documentação, em resposta ao Ofício 332, fosse prorrogado por mais 30 dias em função de o Ofertante estar “com viagem marcada para China para participar da Feira de Brinquedos de Hong Kong, voo previsto para 08 de outubro p.f. através da empresa aérea Emirates com volta prevista para 24 de outubro p.f.”;

23. Em 10/10/2016, encaminhamos o Ofício 340/2016/CVM/SRE/GER-1 (“Ofício 340”) (fls. 929 a 930), indeferindo o pleito de prorrogação e mantendo o prazo limite para encaminhamento da documentação solicitada por meio do Ofício 340.

24. Em 19/10/2016, foi protocolada documentação, em resposta ao Ofício 332, a qual será integralmente reproduzida na seção ALEGAÇÕES DO RECORRENTE abaixo e posteriormente serão apresentadas nossas considerações sobre as mesmas no presente documento.

## II. ALEGAÇÕES DO RECORRENTE

25. “Tendo como objetivo propiciar a esta CVM formar um juízo perfeitamente isento e transparente das razões que levam o OFERTANTE a apresentar o presente RECURSO, solicitamos, inicialmente, que sejam analisados/considerados, os seguintes FATOS:

### **I – Dos Fatos que marcaram a evolução do processo de análise da OPA pela CVM**

(1) O Ofertante contratou empresa especializada na elaboração de Laudo de Avaliação (LAUDO), que elaborou o referido documento exatamente dentro das normas fixadas pela Instrução CVM nº 436/06, e também ao Anexo III à Instrução CVM nº 361 de 5 de março de 2002.

(2) Em 29/09/2015, o Processo relativo à OPA foi protocolado na CVM sob o nº RJ/2015/10253.

(3) Ainda em atendimento as normas legais, em 16/09/2015, a empresa publicou Fato Relevante, onde informava; (i) o preço proposto para a OPA, de R\$ 0,37 (trinta e sete centavos) por ação para todas as ações e; (ii) ainda, que estava pleiteando junto a CVM a adoção do procedimento diferenciado previsto no artigo 34 da Instrução CVM 361/02.

(4) Em 28/10/2015, a Zenith Asset Management Ltda, de Porto Alegre, informou a ESTRELA, que em “negociações realizadas nas últimas semanas, a soma de ações deidas pelo conjunto de carteiras administradas pela gestora e seus administradores, atingiu 20,12% do total de ações preferências emitidas pela Companhia, totalizando 2.168.800 ações preferenciais da Companhia” A ESTRELA divulgou essa informação via FATO RELEVANTE. Em 04/01/2016 a Zenith Asset Management Ltda informou a ESTRELA que: por força das negociações realizadas passou a deter 25,10% do total de ações preferências emitidas pela Companhia

(5) Enquanto era aguardada da decisão do Colegiado sobre a possibilidade da adoção, ou não, do procedimento diferenciado do Art.34 da Instr.361, foram prontamente atendidas todas as correspondências da CVM solicitando alterações/ajustes no LAUDO de AVALIAÇÃO e no EDITAL.

(6) Finalmente, em julho/2016, a ESTRELA foi informada que a CVM havia indeferido a solicitação relativa ao uso do acima mencionado art.34, razão pelo qual foi publica FATO RELEVANTE em 12/07/2016.

(7) Oportuno se faz mencionar que a negativa da aceitação da OPA via Art. 34 ensejou o envio pela CVM do OFICIO 295/16 /CVM/SRE/GER-1, de 26/08/2016, onde eram solicitados diversos ajustes, basicamente centrados no EDITAL DE OFERTA PUBLICA, sem que houvesse qualquer solicitação de ajuste/reparo no LAUDO DE AVALIAÇÃO.

(8) Ao longo do período objeto das considerações acima descritas, ou seja, desde o dia em que o LAUDO DE AVALIAÇÃO foi protocolado na CVM (em 29-09-2015) até a publicação das Informações Trimestrais relativas ao 2º Trimestre de 2016 (o que ocorreu em 12/08/2016) não houve qualquer evento que modificasse a situação contábil-financeira da ESTRELA. Ela se caracteriza pela falta de capital de giro, elevado endividamento e baixa rentabilidade, por conta dos prejuízos apresentados. O quadro abaixo dá consistência ao acima exposto.

Períodos / Contas	2015	1º Tri/16	2º Tri/16
Ativo Circulante	125758	101735	107832
Ativo Total	224356	201323	207560
Pass. Circulante	422.462	416.722	437.326
Pass. Longo Prazo	131.832	131.180	133.875
Passivo Exigível	554.294	547.902	571.201
Patr. Líquido	-329.938	-346.629	-363.641
Receitas Liq	169.010	19.752	24.495
CPV	-97.368	-9.517	-11.785
Lucro Bruto	71.642	10.235	12.710
Lucro (Prejuízo)	-44.896	-16.691	-17.012

Fonte: Site: www.cvm.gov.br

(9) Diante das informações contábeis disponíveis e, ainda, por força das informações prestadas pelos gestores, ficou evidenciado que:

- 9.1 – O valor patrimonial é negativo há vários anos;
- 9.2 – O valor presente do fluxo de caixa descontado, por conta das elevadas dívidas, também negativo;
- 9.3 - O Valor dos ativos a preço de mercado, também por força das dívidas é negativo.
- 9.4 – A cotação média das ações em Bolsa, embora com baixa liquidez, tornou-se assim o único parâmetro passível de ser utilizado a realização da OPA.

## II – Dos Fatos Relevantes e das Cotações.

(10) Quando do encerramento da elaboração do LAUDO, a empresa encarregada da sua elaboração tomou as cotações oficiais, fornecidos pelo intermediário financeiro responsável pela oferta pública. Disso resultou o seguinte quadro:

Cotação das Ações na BM&FBovespa em 21/08/2015

Período de 12 meses	Volume Negociado		Quantidades Negociadas		Preço Médio Ponderado em R\$
	Em R\$		Em Unidades		
set-14	833.573,00		1.981.300		0,42
out-14	328.484,00		929.900		0,35
nov /14	485.094,00		1.254.200		0,39
dez /14	488.354,00		1.365.800		0,36
jan /15	168.059,00		564.600		0,30
fev /15	162.092,00		483.300		0,34
mar /15	432.773,00		1.164.700		0,37
abr /15	259.039,00		696.800		0,37
mai /15	344.629,00		837.800		0,41
jun /15	205.131,00		722.500		0,28
jul /15	270.758,00		722.500		0,37
ago /15	106.344,00		322.700		0,33
<b>Total</b>	<b>4.084.330,00</b>		<b>11.046.100</b>		<b>0,37</b>

Obs. O quadro acima, que integra oficialmente o LAUDO não recebeu qualquer tipo de contestação, tanto por parte da CVM como por parte dos acionistas.

(11) Em 20/09/2016, a ESTRELA através de FATO RELEVANTE informa aos acionistas que seus Diretores 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.

(12) Este FATO, conforme apontado no mencionado OFÍCIO Nº 332/2016, pode ter sido o elemento que impulsionou as cotações, fazendo-as atingir o patamar de R\$0,83 no dia 29/09/2016. A opinião, sensibilidade e, expectativa dos acionistas/investidores em relação a qualquer FATO RELEVANTE divulgado por empresa aberta é de livre interpretação, não podendo ser contestada. Cada um, “comprados” e vendidos” tentarão montar suas estratégias para maximizar seus investimentos.

(13) Do ponto de vista técnico e dentro da boa prática de redação de FATO RELEVANTE, a empresa informou que estabelecerá contratualmente (grifo nosso) as condições de fornecimento e demais obrigações decorrentes dessa operação, de modo que os brinquedos importados do Paraguai passem a substituir parte dos brinquedos que a Companhia atualmente, tem importado da China, com redução de custo à Companhia. A unidade operacional localizada no Paraguai é um investimento dos Diretores da ESTRELA.

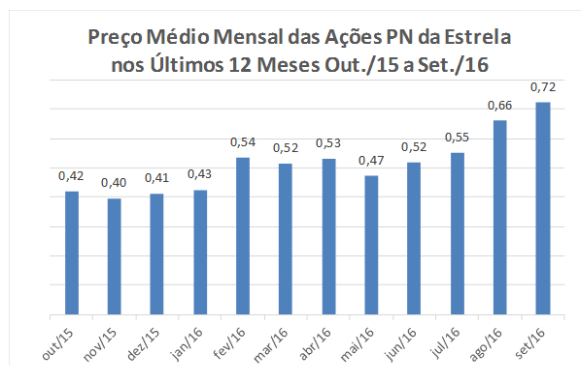
(14) Obviamente, tanto a ESTRELA como diversas sociedades brasileiras estão buscando, de forma célere, fornecedores com custos mais baixos, como forma de redução as suas necessidades de capital de giro. Esta prática é mais que usual no âmbito da gestão financeira. No entanto, a substituição de fornecedor conceituado, possuidor de qualidade e cumpridor de preços, prazos e garantias não ocorre em curto espaço de tempo. O mesmo ocorre em relação aos chamados entraves legais, alfandegários, logística etc. etc. Por isso ela ainda estabelecerá.....

(15) A possibilidade desse FATO ter impulsionado, especulativamente ou não, o comportamento do mercado – algo não muito difícil, considerando-se as quantidades e preços praticados – não está na esfera de atuação das atribuições da ESTRELA. Em termos legais, a ESTRELA tinha a obrigação de divulgar o FATO na extensão da veracidade, sem gerar qualquer tipo de expectativa aos acionistas.

(16) A partir da publicação pela ESTRELA do FATO RELEVANTE (set./15) informando da intenção da realização do OPA, as ações tiveram um aumento na evolução ponta a ponta de 71%, conforme pode ser verificado no gráfico abaixo.

(17) Por conta do acima exposto, principalmente no item 15 e 16, supra, o OFERTANTE entende não ser justo que se faça necessária a atualização dos preços, por conta do FATO RELEVANTE, uma vez que não houve, conforme apresentado no quadro do item 8 qualquer tipo de alteração da estrutura patrimonial, financeira e também de perspectivas futuras dos NEGÓCIOS, sendo bastante prematuro afirmar, por exemplo, que a substituição da China pelo Paraguai irá permitir a remissão da grave situação financeira. Para tanto, basta analisar nas Demonstrações Financeiras a relação entre os passivos e a geração de caixa da companhia.

Período de	Volumes	Quantidades	Preço Médio	
12 meses	Negociados (R\$)	Negociadas	Ponderado (R\$)	
out/15	221.772,00	527.200	0,42	
nov/15	185.698,00	467.500	0,40	
dez/15	195.187,00	471.400	0,41	
jan/16	25.033,00	58.700	0,43	
fev/16	578.902,00	1.076.900	0,54	
mar/16	113.126,00	219.400	0,52	
abr/16	108.501,00	203.700	0,53	
mai/16	78.258,00	165.200	0,47	
jun/16	228.839,00	439.200	0,52	
jul/16	1.537.927,00	2.785.400	0,55	
ago/16	3.088.278,00	4.668.600	0,66	
set/16	6.948.007,00	9.587.800	0,72	
<b>Total</b>	<b>13.309.528,00</b>	<b>20.671.000</b>	<b>0,64</b>	<b>&lt;= Média</b>



(18) O levantamento comprova uma evolução, ponta a ponta nas cotações, nos últimos 12 meses de 71% o que foge inteiramente aos padrões anotados pelo Mercado de Bolsa neste período. Esta assertiva fica comprovada através do quadro Rentabilidade Por Setor - elaborado por conceituada empresa de consultoria, a Lopes Filho & Associados, que comprova ter havido uma lucratividade média de 41% considerando todos os setores da economia.

RENTABILIDADE POR SETOR EM 2016 ATÉ SETEMBRO					
RENTABILIDADE EM BOLSA DOS SETORES DA ECONOMIA		%	RENTABILIDADE EM BOLSA DOS SETORES DA ECONOMIA		%
1	Açúcar e Alcool	54%	15	Papel e Celulose	-41%
2	Agropecuária e Fertilizantes	40%	16	Petróleo Gas e Petroquímica	32%
3	Água e Saneamento	123%	17	Previdência e Seguros	17%
4	Alimentos e Bebidas	12%	18	Serviços Educacionais	37%
5	Bens Industriais	56%	19	Serviços Especializados	35%
6	Comércio	67%	20	Serviços Financeiros	31%
7	Construção e Engenharia	28%	21	Serviços Produtos Saúde e Cosméticos	69%
8	Empresas de Participações	73%	22	Siderurgia, Metalurgia e Mineração	53%
9	Energia Elétrica	45%	23	Têxtil e Vestuário e Calçados	30%
10	Exploração de Imóveis	32%	24	Tecnologia da Informação	18%
11	Intermediação Imobiliária	54%	25	Tecnologia e Mídias	37%
12	Lazer e Entretenimento	72%	26	Transportes e Logística	29%
13	Materiais de Construção	33%	27	Bancos	47%
14	Materiais de Transporte	22%		<b>MEDIA</b>	<b>41%</b>

(19) Ainda que o quadro acima considere a quase totalidade das empresas listadas em bolsa, uma depuração do mesmo, considerando apenas as empresas de grande porte e de elevada liquidez, verifica-se que a valorização das ações da ESTRELA ultrapassou, em muito, empresas sólidas, líquidas e com extremo potencial de crescimento, do tipo: AMBEV 13%; L Americanas 26%. Klabin 26% Natura 35%; Alpargatas 39%, Vale 51%. etc. etc.

(20) As ações da ESTRELA de R\$0,37 em 16/09/15, chegaram em R\$0,66 em agosto/2016 e atingiram R\$ 0,83 em 29/09/2016 (MEMO CVM332/16). No espaço de 12 meses (set/15 a set/16) esta evolução - quando medida ponta a ponta superou os 120%.

*Este número suplanta o de empresas de grande porte, listadas no IBOVESPA, lucrativas e com boa capacidade de solvência, como a Gerdau Metalúrgica, cuja rentabilidade em 2016 foi de 108%.*

*(21) Ainda sobre a expressiva evolução nas cotações das ações da ESTRELA, demonstradas nos itens anteriores, duas reflexões merecem ser feitas no exame em RECURSO.*

*(I) A Zenith Asset Management Ltda, de Porto Alegre, acionista da ESTRELA, que detinha uma posição acionária de 5% - quando da divulgação, em 16/09/15, de Fato Relevante, relativo a OPA. Em 04/01/2016 também através de fato relevante informou a ESTRELA que “ em função das ações negociadas” passou a deter 25% das ações preferenciais.*

*(II) O OFERTANTE não vê qualquer justificativa técnica, operacional, financeira ou negocial que justifique tamanha evolução mas cotações das ações da ESTRELA.*

#### **IV – Pleito do OFERTANTE E OBJETO DESTES RECURSOS.**

*(22) A Ofertante entende que explicitou e fundamentou ao longo deste RECURSO todas as razões técnicas e de mercado que justificam a não alteração do preço de recompra das ações, objeto do LAUDO DE AVALIAÇÃO.*

*(23) O OFERTANTE reconhece, como sendo um direito dos acionistas minoritários, se utilizarem de FATOS RELEVANTES e de outras notícias, para formarem posições alavancadas, especulativas etc., visando montar estratégias – desde que atendida a Lei - para aumentar seus ganhos futuros, ainda que inexistam fatos que justifiquem a evolução das cotações. Este tema/interpretação das informações é de exclusivo foro íntimo de cada investidor.*

*(24) O OFERTANTE reconhece que o preço de recompra das ações, fixado em 29/09/2015 deve ser objeto de correção – usando da Taxa SELIC – de forma que não haja qualquer prejuízo para os acionistas.*

*(25) O OFERTANTE pede vênia e discorda, respeitosamente, do Sr. Superintendente quando este determina que haja uma correção do preço de recompra, com base numa evolução das cotações que não guarda qualquer relação, tanto com a realidade da companhia como com o comportamento do mercado acionário.*

*(26) Ainda com base no argumento do parágrafo acima, o OFERTANTE coloca como reflexão para esta CVM uma situação de contrário sensu, qual seja: Caso tivesse havido uma queda nas cotações no período considerado (set/15 a Ago/16), teria havido determinação da CVM para a redução do preço da OFERTA?*

*(27) O OFERTANTE não considera ser JUSTO uma atualização do preço por conta de um aumento nas cotações, que considera meramente especulativo, tanto pelo fato de não haver fato que o justifique, como pela **amplitude da amostra observada ao longo dos últimos 12 meses**, situação totalmente diferente- daquela existente quando da fixação do preço apontado no LAUDO.*

*Por último, o mais fundamental dos argumentos, aquele que na opinião do OFERTANTE fundamenta todo o arcabouço legal que sustenta a realização de uma OPA;*

*(28) O Ofertante está realizando uma OFERTA PÚBLICA, em atendimento as normas da Instrução CVM nº 436/06, e também ao Anexo III à Instrução CVM nº 361 de 5 de março de 2002. A adesão ou não a esta OFERTA é de livre vontade dos acionistas. Ou seja: **não se trata de norma impositiva. O Ofertante a realiza pelo fato de não ver possibilidade de utilização do mercado acionário. No entanto, caso não seja atingido o quórum necessário a empresa continuará de capital aberto, atendo plenamente as normas legais relativas a esta condição**”.*

## **II. NOSSAS CONSIDERAÇÕES**

26. Preliminarmente cabe verificar a tempestividade do recurso ora em análise que, conforme consta no inciso I da Deliberação 463, deve ser encaminhado à CVM no prazo de quinze dias, contados da ciência pelo interessado da decisão proferida. No caso em tela o Ofício 332 foi encaminhado ao Ofertante no dia 30 de setembro (6ª feira) – e-mail envio folha 920 – e seu prazo para apresentação de recurso iniciou-se no dia 3 de outubro (2ª feira) e findou-se no dia 17 de outubro. A documentação relativa ao recurso foi protocolada no dia 19 de outubro (documento fl. 932), operando-se a intempestividade do presente recurso.

27. Verificado o caráter preliminar, citado no parágrafo 26 acima, cabe ressaltar que nos termos do § 4º, art. 4º da Lei 6404/76 (“Lei 6404”) abaixo reproduzido, o cancelamento de registro de companhia aberta para negociação de ações no mercado somente poderá ser efetivado 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.

*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. (grifo nosso)*

28. Além do dispositivo constante da Lei 6404, a Instrução CVM 361, em seu artigo art. 16, inciso I estabelece que o preço ofertado na OPA para cancelamento de registro deve ser justo, na forma estabelecida no § 4º do art. 4º da citada Lei, seguindo

ainda, o determinado no § 1º do art. 8º da Instrução supramencionada.

29. Cabe frisar que na OPA de Estrela o Avaliador escolheu “*O preço médio ponderado das ações mais negociadas, as PN, [na] BM&FBOVESPA – nos últimos 12 meses – que é de R\$0,37 (trinta e sete centavos) por ação do capital social como sendo o mais adequado para a definição do preço justo das ações de emissão da Manufatura de Brinquedos Estrela S.A. sendo, portanto, este o parâmetro escolhido.*” (grifo nosso).

30. Ademais, o próprio Ofertante declarou entender “*que o Preço ofertado [baseado no critério do preço médio ponderado de cotação das ações] é justo na forma prevista pelo artigo 16, I, da Instrução CVM n.º 361/2002 – ou seja, na forma estabelecida no §4º do artigo 4º da Lei das Sociedades por Ações e tendo em vista a avaliação a que se refere o § 1º do artigo 8º da Instrução CVM n.º 361/2002.*”

31. Feitas as considerações preliminares e de estrutura do preço da Oferta cabe-nos mencionar que discordamos do entendimento do Requerente com relação a sua afirmação de que o Fato Relevante 20/09, informando que os diretores da Estrela constituíram na Cidade de Assunção no Paraguai uma sociedade, pode ter sido o elemento que impulsionou as cotações das ações de Estrela (parágrafo 24, itens (11) e (12) acima).

32. Posto que, conforme se pode notar da tabela constante do parágrafo 24 item (17) acima, o preço médio ponderado de cotação das ações de Estrela vem sofrendo variações positivas e constantes desde janeiro de 2016 e o Fato Relevante 20/09 (citado no parágrafo 31 acima e nas alegações do Requerente) é datado de 20/09/2016.

33. Com relação à afirmação do Requerente de que o “*FATO [Fato Relevante 20/09] ter impulsionado, especulativamente ou não, o comportamento do mercado – algo muito difícil, considerando-se as quantidades e preços praticados*”, ratificamos que encaminhamos questionamento à SMI para verificar tal acontecimento e que ainda não recebemos manifestação daquela área técnica.

34. Cabendo ainda esclarecer que discordamos da afirmação do Requerente de que “*entende não ser justo que se faça necessária à atualização dos preços, por conta do FATO RELEVANTE, uma vez que não houve, conforme apresentado no quadro do item 8 qualquer tipo de alteração da estrutura patrimonial, financeira e também das perspectivas futuras dos NEGÓCIOS*” (parágrafo 25 item (17) acima).

35. Posto que a solicitação de atualização do valor da Companhia foi tomada, preponderantemente, tendo em vista o parâmetro escolhido para definição do preço justo das ações de Estrela no âmbito da Oferta e a cotação em bolsa de tais ações. Devendo-se frisar que o Fato Relevante 20/09, não foi primordial e isoladamente determinante para suportar a decisão da SRE ora tratada no presente recurso.

36. Com relação às alegações do Requerente, constantes do parágrafo 25 itens (19), (20) e (21), questionando que não “*vê qualquer justificativa técnica, operacional, financeira ou negocial que justifique tamanha evolução nas cotações das ações de Estrela*”, ratificamos que encaminhamos à Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários – SMI, o Memo 97/2016, abordando o tema relativo à negociação de ações de Estrela e solicitando posicionamento daquela área técnica.

37. Ressaltamos que a SRE pautou sua decisão em fundamentos técnicos e objetivos, citados ao longo do presente documento e repetidos no parágrafo 35 acima, de modo a assegurar que as formalidades e a justificação necessárias fossem cumpridas e que a documentação da Oferta evidenciasse a justeza do preço determinada na Lei 6404 e na Instrução CVM 361.

38. Diante de todo o exposto, ratificamos nosso entendimento de que é necessário que o Ofertante solicite ao Avaliador da OPA a atualização do valor da Companhia enviando Laudo de Avaliação refletindo essa condição, tendo em vista o parâmetro escolhido para definição do preço justo das ações da Companhia no âmbito da Oferta, a cotação em bolsa de tais ações e o Fato Relevante publicado em 20/09/2016.

### III. CONCLUSÃO

39. Por todo o explanado acima, propomos a manutenção da decisão da SRE, manifestada por intermédio do Ofício 332/2016 /CVM/SRE/GER-1 e o encaminhamento do presente recurso ao SGE, solicitando que o mesmo seja submetido à apreciação do Colegiado da CVM, nos termos do inciso III da Deliberação CVM nº 463/03, tendo esta SRE/GER-1 como relatora.

40. Dessa forma, se manteria a determinação exposta por meio do Ofício 332, de que o Ofertante deve solicitar ao Avaliador da OPA de Manufatura de Brinquedos Estrelas S.A. a atualização do valor da Companhia, enviando Laudo de Avaliação refletindo essa condição, nos termos do inciso II do § 9º do art. 8º da Instrução CVM 361.

Atenciosamente,

ELDEMAR VILLAR DE ALMEIDA



Analista GER-1

GUSTAVO LUCHESE UNFER  
Gerente de Registros 1  
Em exercício

De acordo, à SGE.

DOV RAWET  
Superintendente de Registro de Valores Mobiliários

Ciente.

À EXE, para providências exigíveis.

ALEXANDRE PINHEIRO DOS SANTOS  
Superintendente Geral

Anexos:

- Edital da OPA (1º protocolo - doc. 0182843);
- Edital da OPA (Último protocolo - doc. 0182845);
- Laudo de Avaliação da OPA (1º protocolo - doc. 0182846);
- Laudo de Avaliação da OPA (Último protocolo - doc. 0182848);
- Fato Relevante 20/09 (0169711);
- Memorando nº 97/2016-CVM/SRE/GER-1 (0169333);
- Decisão Colegiado CVM 10/05/2016 (0106945);
- Memorando nº 53/2016-CVM/SRE/GER-1 (0104178).



Documento assinado eletronicamente por **Eldemar Villar de Almeida, Analista**, em 03/11/2016, às 17:55, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



Documento assinado eletronicamente por **Gustavo Luchese Unfer, Gerente em exercício**, em 03/11/2016, às 17:55, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



Documento assinado eletronicamente por **Dov Rawet, Superintendente de Registro**, em 03/11/2016, às 18:06, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



Documento assinado eletronicamente por **Alexandre Pinheiro dos Santos, Superintendente Geral**, em 03/11/2016, às 20:27, 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](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), informando o código verificador **0182649** e o código CRC **C4F7E252**.

*This document's authenticity can be verified by accessing [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), and typing the "Código Verificador" 0182649 and the "Código CRC" C4F7E252.*

**Referência:** Processo nº 19957.002961/2015-72

Documento SEI nº 0182649