

Interessados: BR Malls Participações S.A.

Assunto: Metodologia de cálculo da avaliação do "patrimônio líquido a preços de mercado" prevista no art. 256, inciso II, alínea "b", da Lei n.º 6.404/1976.

Manifestação de Voto

1. Acompanho integralmente o voto do Diretor-Relator Otávio Yazbek. Esta Manifestação de Voto tem por objetivo esclarecer alguns conceitos e procedimentos que devem ser considerados, na prática, quando da avaliação de uma unidade de negócio para fins de apuração do patrimônio líquido ("PL") a preços de mercado de uma sociedade que controla esta unidade (ou ativo).
2. No entendimento da área técnica, quando se utiliza o critério do valor do patrimônio líquido a preços de mercado, não se poderia utilizar o fluxo de caixa descontado para avaliar o ativo shopping. No caso em tela, seria necessário proceder a "uma avaliação individual de cada sala/loja instalação (cinema, estacionamento), sem computar sinergia entre tais imóveis". Ainda segundo a SEP, "o intuito de tal critério (PL a preços de mercado) não é encontrar o valor justo da empresa ou o melhor valor para uma negociação de compra e venda da empresa ou o melhor valor para uma negociação de compra e venda da empresa em marcha, (...) mas sim verificar o somatório dos valores de ativos e passivos de uma empresa, analisados individualmente e isoladamente, em um cenário de liquidação ordenada".
3. Ainda de acordo com a SEP, o uso da metodologia do fluxo de caixa descontado da unidade de negócio shopping seria equivalente à avaliação pelo valor econômico, o que contrariaria o art. 256 da Lei 6.404/76 que exige em seu inciso II, alínea b, o PL a preço de mercado. Assim não se poderia utilizar esta metodologia para avaliar um ativo detido por uma sociedade quando esta é avaliada pelo PL a mercado.
4. Não acredito que esta seja a melhor interpretação para o caso em tela e mesmo para o objetivo do disposto no art. 256, inclusive considerando o Anexo III da Instrução CVM nº 361, acrescentado à esta norma em 05/05/2006.
5. De acordo com esta Instrução:

"XV – O valor do patrimônio líquido avaliado a preços de mercado deve ser apurado tomando por base a venda ou a liquidação dos ativos e exigíveis separadamente nas seguintes condições:

a) o valor de mercado deve corresponder ao valor expresso em caixa ou equivalente ao qual a propriedade (ou qualquer outro ativo ou passivo) poderia ser trocada entre um propenso comprador e um propenso vendedor, com razoável conhecimento de ambos e inexistindo compulsão para compra ou venda por um ou por ambos; e

b) o valor dos ativos deve ser avaliado em referência aos preços de mercado sob condições de liquidação ordenada, ou de "equivalentes correntes de caixa", ou seja, não deve ser considerado o valor de liquidação em condições de venda forçada, a qualquer custo.

....

XVII – As seguintes bases de avaliação devem ser observadas nas diferentes classes de itens:

...

b) ativos não monetários, como terrenos, edificações, propriedades, máquinas, instalações além de intangíveis, como marcas e patentes, pelo valor provável de realização;

...."

Assim, a alínea "a)" do Inciso XV deixa claro que o valor de mercado de um bem para o seu proprietário corresponde ao valor pelo qual aquele bem pode ser convertido em caixa em uma venda sem compulsão. Já a alínea "b)" dispõe que os ativos não monetários devem ser avaliados sob condições de liquidação ordenada ou de "equivalentes correntes de caixa". Nesta avaliação a preços de mercado, a alínea "b)" do inciso XVII deixa claro que devem ser incluídos os "intangíveis como marcas e patentes".

6. O que seria então uma avaliação dos ativos em uma liquidação ordenada no caso em tela? Para a Área Técnica, o shopping deveria ser dividido em "partes" e as lojas avaliadas independentemente. Não está claro, na manifestação da Área Técnica, se na avaliação de cada loja poder-se-ia considerar o fluxo de caixa descontado gerado por estes imóveis. Aparentemente não, pois usar este critério significaria adotar o critério de fluxo de caixa descontado e não o de PL a mercado. E aqui estamos diante de uma questão de ordem prática. Se não for por fluxo de caixa descontado, o que seria, o valor do metro quadrado de uma loja equivalente? Mas onde se obteria o valor desta loja equivalente sem a existência de um mercado ativo e líquido para este ativo? É claro que os diferentes valores por metro quadrado negociados em uma determinada cidade refletem o valor da propriedade e o valor da renda esperada decorrente da posse daquela propriedade. Estamos de volta ao fluxo de caixa descontado. A meu ver, tanto faz a avaliação do shopping calculado com base no fluxo de caixa descontado de uma receita esperada por metro quadrado para o conjunto do shopping, ou, como muito provavelmente foi feito pela BR Malls, o fluxo de caixa descontado de cada contrato de cada loja (individualmente) do shopping.
7. Contudo, é necessário considerar que as lojas estão localizadas em um shopping com um dado mix (lojas de moda masculina, moda feminina, calçados, brinquedos, alimentação, eletrodomésticos, cabeleireiro etc). Esse intangível – o MIX das lojas de um shopping – que pertence ao ativo "shopping" deve ser considerado na avaliação do PL a preço de mercado, conforme prescrito pela Instrução CVM nº 361. O valor de um contrato de exploração de um café ou de uma churrascaria em um shopping tem um preço de mercado muito diferente de um estabelecimento equivalente localizado ao lado do shopping, na mesma região. Em outras palavras, o ativo shopping constitui uma "unidade de negócios".
8. O argumento segundo o qual "não há impedimento físico ou jurídico para que as diversas "partes" de um shopping center pudessem ser alienadas isoladamente" não faz sentido econômico e não deve prosperar. Ninguém alienaria loja por loja podendo alienar o conjunto que vale mais[1]. Além disso, deve-se considerar, na avaliação do PL a mercado, as escadas rolantes, os elevadores, e o ar condicionados de um shopping que são feitos sob medida e que só têm valor como parte integrante dele. No meu entender, não faria sentido considerar o preço da sucata destes bens. O valor destes bens estará refletido no aluguel que as lojas comandam e não podem ser desconsiderados.
9. E aqui cabe uma observação sobre como se avaliar intangíveis como marcas, patentes, contratos, programas de computador, que não têm

substância corpórea e que devem ser considerados numa avaliação de PL a mercado de acordo com a Instrução CVM nº 361 e com outros precedentes da CVM[2]. O inciso XVII, "b" do Anexo III da referida Instrução expressamente prevê que os ativos intangíveis devem ser avaliados "pelo valor provável de realização". Estes intangíveis só tem valor se forem capazes de gerar caixa. O valor de uma marca, numa companhia que a desenvolveu, não reside no custo de sua criação e de seu registro no INPI, os quais estão registrados na contabilidade, mas sim na sua capacidade de gerar caixa no futuro. Novamente, o valor único de uma marca não tem um mercado ativo e líquido e não há outra forma de avaliá-la que não seja pelo fluxo de caixa descontado que ela pode gerar.

10. Se não se puder utilizar o fluxo de caixa para avaliar uma unidade de negócios, será muito difícil preparar uma avaliação de PL a preço de mercado de certas sociedades, como as de tecnologia, cujos ativos são predominantemente intangíveis.
11. Em suma, entendo, que, em geral, a melhor forma de avaliar determinada "unidade de negócio" sem um mercado ativo e líquido, tal como um shopping, seja o fluxo de caixa de seus contratos considerando que estas lojas estão neste shopping. Para se chegar ao valor do PL a mercado para efeito do art. 256, em adição ao valor do ativo shopping, somam-se os outros ativos e passivos da sociedade detentora do shopping.
12. Contudo alguns potenciais ativos **não podem ser incluídos** na avaliação do PL a mercado quando se utiliza o critério do fluxo de caixa descontado para se avaliar determinada "unidade de negócio". Não se devem considerar intangíveis, tais como ágio por expectativa de rentabilidade futura; sinergias decorrentes da operação pelo adquirente de vários shoppings; mudanças no mix das lojas do shopping; eventuais ganhos pelo uso de uma bandeira como a BR Malls; ganhos potenciais decorrentes da renegociação da dívida associada ao shopping devido ao fato de que o adquirente goza de um risco de crédito melhor no mercado; ganhos com possível planejamento fiscal decorrente da aquisição de uma determinada entidade; etc.
13. Estes ativos constituem o chamado *goodwill* e não podem ser alocados aos ativos objeto da aquisição na avaliação, pois dependem da própria transação para se concretizarem. Caso se concretizem, eles pertencerão à sociedade adquirente. Claro que estes elementos poderão ser considerados no preço a ser pago pelo adquirente pelo shopping, mas eles não fazem parte da avaliação a PL de mercado deste último. No meu entender, é justamente neste ponto que entra a razão de ser da alínea "b" do Inciso II do art. 256[3], na qual se dá uma margem de 50% acima da PL a preço de mercado. Afinal, a companhia aberta espera conseguir realizar o *goodwill* e todo o potencial do novo negócio adquirido, podendo atribuir ao negócio um valor acima do PL a mercado do art. 256.
14. O objetivo deste dispositivo da Lei é lançar transparência sobre a compra por companhia aberta do controle de sociedade mercantil. Segundo o Inciso II do art. 256, se uma companhia aberta adquire o controle de outra sociedade mercantil, ela deverá submeter esta compra à assembleia geral de acionistas (AGE) caso haja indícios de que a compra foi cara. Assim, por exemplo, se o preço de aquisição for 1,5 vezes maior do que o preço de cotação de bolsa ou maior do que 22,5 vezes o lucro anual[4], é possível que a compra seja considerada "cara" pelos acionistas. E é por isso que ela deve ser submetida à AGE.
15. Voltando à avaliação do PL a mercado, há comentários em precedentes de que ele foi incluído na Lei para contemplar as altas taxas de inflação então vigentes à época de sua promulgação, fato mencionado pelo Diretor Marcos Pinto no caso Trikem. Conforme mencionado pelo Diretor naquele caso, a realidade do país mudou e é preciso entender a sua função deste dispositivo nos dias atuais, no contexto do art. 256.
16. Não tenho dúvidas de que a função primordial do art. 256 é dar um indicador de valor realista para quem está pagando por este ativo. Observo inclusive que a alínea "b" do Inciso II do art. 256 faz referência ao art. 183, § 1º da Lei[5] que menciona o valor justo e dá balizamento para o seu cálculo. De acordo com este parágrafo, considera-se o valor justo de um bem ou direito posto a venda, o preço líquido de realização mediante a venda no mercado. O bem que se colocou à venda e o que a BR Malls adquiriu, no caso em tela, foi o shopping center e não as suas lojas individualmente, seus elevadores, ar condicionado etc. Considerar a segunda hipótese é dar uma informação inútil para o acionista que votará na AGE. É criar um preço artificialmente mais baixo para um bem que vale mais! Não vejo o que o acionista ganharia em ter uma informação de pior qualidade, inclusive prejudicando a companhia adquirente que pode ser compelida a pagar recesso com base em um preço de avaliação artificialmente baixo.

Rio de Janeiro, 20 de agosto de 2013

Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes

Diretora

[1] É possível imaginar um shopping center valendo menos do que o seu terreno, o qual poderia ser utilizado, por exemplo, para construir um prédio de escritórios comerciais. Contudo, neste caso não estaríamos falando da venda de salas ou de um shopping, mas do terreno, já que o imóvel seria derrubado para dar origem ao novo edifício.

[2] O próprio memorando da área técnica (fls. 293-296) traz voto dos diretores Eli Loria e Marcos Pinto no PAS 08/05, julgado em 12/07/2007 (Caso "Trikem") no qual ambos os diretores deixam claro que os intangíveis devem ser considerados. O que não pode ser considerado é o goodwill (mais sobre isso mais abaixo nesta manifestação).

[3] Art. 256. A compra, por companhia aberta, do controle de qualquer sociedade mercantil, dependerá de deliberação da assembleia-geral da compradora, especialmente convocada para conhecer da operação, sempre que:

I - O preço de compra constituir, para a compradora, investimento relevante (artigo 247, parágrafo único); ou

II - o preço médio de cada ação ou quota ultrapassar uma vez e meia o maior dos 3 (três) valores a seguir indicados:

a) cotação média das ações em bolsa ou no mercado de balcão organizado, durante os noventa dias anteriores à data da contratação;

b) valor de patrimônio líquido (artigo 248) da ação ou quota, avaliado o patrimônio a preços de mercado (artigo 183, § 1º);

c) valor do lucro líquido da ação ou quota, que não poderá ser superior a 15 (quinze) vezes o lucro líquido anual por ação (artigo 187 n. VII) nos 2 (dois) últimos exercícios sociais, atualizado monetariamente.

[4] Tradicionalmente considera-se que o mercado está ficando caro quando o P/L (a relação valor de mercado/lucro) de uma companhia ultrapassa 15. Este indicador é uma média para o mercado como um todo. Portanto, não é à toa que este é um dos indicadores de uma "compra cara" do art. 256.

[5] Art. 183. No balanço, os elementos do ativo serão avaliados segundo os seguintes critérios:

§ 1º Para efeitos do disposto neste artigo, considera-se valor justo: (Redação dada pela Lei nº 11.941, de 2009)

a) das matérias-primas e dos bens em almoxarifado, o preço pelo qual possam ser repostos, mediante compra no mercado;

b) dos bens ou direitos destinados à venda, o preço líquido de realização mediante venda no mercado, deduzidos os impostos e demais despesas necessárias para a venda, e a margem de lucro;

c) dos investimentos, o valor líquido pelo qual possam ser alienados a terceiros.

d) dos instrumentos financeiros, o valor que pode se obter em um mercado ativo, decorrente de transação não compulsória realizada entre partes independentes; e, na ausência de um mercado ativo para um determinado instrumento financeiro:

- 1) o valor que se pode obter em um mercado ativo com a negociação de outro instrumento financeiro de natureza, prazo e risco similares;
- 2) o valor presente líquido dos fluxos de caixa futuros para instrumentos financeiros de natureza, prazo e risco similares; ou
- 3) o valor obtido por meio de modelos matemático-estatísticos de precificação de instrumentos financeiros.