



PARA: GEA-4

RA/CVM/SEP/GEA-4/Nº030/12

DE: Dov Rawet

DATA: 27/04/12

ASSUNTO: Aquisição de sociedade mercantil por Companhia Aberta

BR Malls Participações S.A.

Processos CVM nºs RJ-2010-14254, RJ-2010-16807 e RJ-2011-11772

Senhora Gerente,

Trata-se das operações de aquisição, pela BR Malls Participações S.A. ("BR Malls" ou "Companhia"), de participações na (i) Center Shopping S.A. ("Center Shopping"), companhia que detém o Center Shopping em Uberlândia; (ii) na CIMA Empreendimentos do Brasil S.A. ("CIMA"), companhia detentora de complexo imobiliário compreendendo o Shopping Tijuca e três torres comerciais; e (iii) na Alvear Participações S.A. ("Alvear"), companhia detentora de dois shoppings centers em operação e dois shoppings centers em edificação.

2. Cabe destacar que estas operações inserem-se no Plano Bial de Supervisão Baseada em Risco, tendo em vista que se trata do Evento de Risco 4, item 2.

I. Histórico

Aquisição de participação na Center Shopping

3. No dia **24.09.10**, a BR Malls divulgou Comunicado ao Mercado anunciando que celebrara promessa de compra e venda, irrevogável e irretroatável, de ações representativas de 51% da companhia que detém o Center Shopping em Uberlândia, passando a ser responsável por sua administração e comercialização. Acrescentou que o valor da transação foi negociado em R\$ 204 milhões (fl. 02).
4. Considerando o comunicado mencionado no parágrafo acima, em **30.09.10**, a CVM enviou o OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-4/Nº211/10 à Companhia, solicitando informar se a compra da referida participação constituiu investimento relevante, nos termos do parágrafo único do artigo 247 da Lei nº 6.404/76, ou, ainda, se o valor da aquisição da companhia que detém o Center Shopping Uberlândia ultrapassa uma vez e meia o maior dos três valores de que trata o inciso II do artigo 256 da Lei nº 6.404/76 (fls. 03/06).
5. Em atenção ao Ofício supracitado, a Companhia divulgou Comunicado ao Mercado, em **04.10.10**, esclarecendo que o preço de compra da Center Shopping não constituía investimento relevante para a BR Malls, nos termos do parágrafo único do art. 247 da Lei nº 6.404/76, bem como o preço médio por ação não ultrapassava uma vez e meia o maior dos três valores de que trata o inciso II do artigo 256 da Lei nº 6.404/76 (fl. 07).
6. A respeito, foi enviado o OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-4/Nº219/10 à Companhia, em **13.10.10**, solicitando encaminhar, adicionalmente ao que já foi divulgado, as devidas memórias de cálculo em que constassem, no mínimo, determinadas informações indicadas no Anexo 19 da Instrução CVM nº 481/09 ("ICVM 481") – Aquisição de Controle (fls. 08/09).
7. Em atenção ao Ofício mencionado acima, a Companhia divulgou Comunicado ao Mercado, em **20.10.10**, informando o que se segue a respeito da compra de participação na Center Shopping (fl. 12):
 - a. os vendedores de participação na Center Shopping foram os Srs. Écio Pereira da Silva, Edilson Pereira da Silva e Eliane Pereira da Silva Santana;
 - b. no total, foram adquiridas 4.590.000 ações ordinárias e 4.590.000 ações preferenciais, todas nominativas e sem valor nominal, representativas de 51% do capital social total;
 - c. o preço por ação praticado foi de R\$ 22,22 por ação, resultante da divisão do valor negociado (R\$ 204.000.000,00) pelo número de ações adquiridas (9.180.000 ações);
 - d. o valor de patrimônio líquido das ações, avaliado a preços de mercado, foi de R\$ 400.000.000,00, que, dividido pelo número total de ações de emissão da Center Shopping (18.000.000), representa um valor por ação de R\$ 22,22;
 - e. o lucro líquido por ação em 2008 e 2009 foi, respectivamente, de R\$0,34 (x15 = R\$5,11) e R\$0,24 (x15 = R\$3,63); e
 - f. inexistiam quaisquer relações societárias, ainda que indiretas, entre quaisquer vendedores ou a Center Shopping e partes relacionadas à Companhia, tal como definidas pelas regras contábeis.
8. No mesmo dia, a BR Malls protocolizou correspondência na CVM, informando, em resumo, que (fls. 13/14):
 - a. os estudos/laudos de avaliação internos que subsidiaram a negociação do preço da aquisição não foram divulgados juntamente com as demais informações solicitadas pelo OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-4/Nº219/10, de 13.10.10, pois tal documentação continha "informações sensíveis e estratégicas para a Companhia" sendo, portanto, confidenciais, e sua divulgação colocaria a Companhia "em posição de risco e indevida desvantagem em relação a seus competidores";
 - b. "ainda que a aquisição da Center Shopping pudesse ser considerada relevante para a Companhia ou o preço médio pago por ação superasse o parâmetros do inciso II do artigo 256, (...) a dissidência da deliberação que ratificasse a aquisição da Center Shopping não ensejaria para seus acionistas direito de recesso. Conforme expressamente previsto no §2º do artigo 256 da Lei das S.A., há de ser observado o disposto no artigo 137, II, que exclui tal direito com relação às companhias cujas ações apresentam dispersão e liquidez, como é o caso da Companhia [as ações ordinárias de emissão da Companhia atualmente integram os índices de ações do mercado brasileiro IBX, IGC, ITAG, IMOB, SMLL e IVBX-2; e a Companhia possui atualmente 85% de suas ações em circulação];

- c. "determinar o valor de patrimônio líquido da Center Shopping, avaliado a preços de mercado, conforme disposto no art. 183 da Lei das S.A., consiste justamente em verificar o valor pelo qual o seu ativo mais relevante – o shopping center – pode ser alienado a terceiros. Valor este já amplamente divulgado ao mercado pela Companhia e que será, conforme exigido pelas normas e pronunciamento contábeis aplicáveis, incluído nas demonstrações financeiras da Companhia, por se tratar o shopping center adquirido de propriedade para investimento".

Aquisição de participação na CIMA Empreendimentos do Brasil S.A.

9. Em **21.11.10**, a Companhia divulgou, através de Comunicado a Mercado, a aquisição de 49,99%, com uma opção para aquisição dos 50,01% restantes, das ações da CIMA, a qual detinha 100% de participação no Shopping Tijuca e três torres comerciais que fazem parte do mesmo complexo. O referido Comunicado ainda informou (fl. 97/100):
 - a. "o preço da aquisição foi de R\$ 425 milhões. Deste total, R\$265.625.000 serão pagos em 10 parcelas trimestrais a partir do 21º mês";
 - b. "na mesma data, a BRMALLS assinou documento que garante a opção para comprar os 50,01% restantes, em até 90 dias desta data, pelo preço de R\$ 375 milhões, dos quais R\$234.375.000 serão pagos em 10 parcelas trimestrais a partir do 21º mês";
 - c. "a BRMALLS assinou protocolo de intenções com a CHL Desenvolvimento Imobiliário S.A. ("CHL") para venda e exploração de 50% das torres comerciais, caso a aquisição de 100% das ações da CIMA seja efetivada";
 - d. "do total de R\$800 milhões para 100% de participação, R\$775 milhões são atribuídos ao shopping e R\$25 milhões referente às torres comerciais";
 - e. "considerando que a aquisição da totalidade da ações da CIMA, que detém 100% de participação no Shopping Tijuca, representa um investimento relevante, ou seja, uma operação envolvendo valor superior a 10% do patrimônio líquido da BRMALLS, pretendemos convocar uma AGE para aprovar o exercício da opção de 50,01% que garantirá à BRMALLS uma participação de 100% no Shopping Tijuca e nas torres comerciais".
10. Em **24.11.10**, foi divulgado o Edital de Convocação da AGE, ocorrida em **09.12.10**, para deliberar a aquisição, pela Ecisa Engenharia, Comércio e Indústria Ltda. ("Ecisa"), subsidiária da BR Malls, de ações representativas de 50,01% do capital da CIMA. O próprio Edital informava que "a aprovação das matérias constantes da ordem do dia não dará aos acionistas dissidentes o direito de retirar-se da Companhia mediante o reembolso do valor de suas ações, uma vez que o preço da aquisição não ultrapassa uma vez e meia o maior dos três valores de que trata o inciso II do caput do artigo 256 da Lei 6.404/76" (fls. 101/102).
11. Na mesma data, a Companhia apresentou, no Sistema IPE, a Proposta da Administração para a referida AGE, contendo, em anexo, (i) o Contrato de Promessa de Compra e Venda de Ações da CIMA, (ii) Laudo de Avaliação do valor econômico da CIMA nº RJ-0541/10-01, preparado pela Apsis Consultoria Empresarial Ltda ("Apsis") e (iii) as informações indicadas no Anexo 19 da ICVM 481 – Aquisição de Controle (fls. 103/130).
12. Nas informações indicadas no Anexo 19 da ICVM 481, constou que o valor de patrimônio líquido a preços de mercado de 100% das ações de emissão da CIMA, de R\$ 1.132.772.000,00 (fl. 123v) é idêntico ao valor econômico apurado no citado Laudo de Avaliação preparado pela Apsis (fl. 112v).
13. Na AGE ocorrida em **09.12.10**, foi aprovada a aquisição, pela Ecisa, de 50,01% da CIMA, pela maioria dos presentes (fls. 142/149). Na mesma data, foi divulgado Fato Relevante a esse respeito (fls. 150/151).

Envio à Companhia de Ofício nos termos do art. 11 da Deliberação CVM nº 538/08

14. Em função do exposto acima, foi enviado à BR Malls o OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-4/Nº011/11, datado de **19.01.11**, informando, em suma, que, "no entendimento da Superintendência de Relações com Empresas – SEP, o valor pago, com base em laudo de fluxo de caixa descontado, na aquisição do controle de sociedade mercantil não se confunde com o valor da participação adquirida avaliada a preços de mercado (previsto no art. 256, inciso II, alínea "b", da Lei nº 6.404/76), caso contrário restaria prejudicada a comparação que pretende o referido dispositivo legal". Sendo assim, considerando que a Companhia não elaborou laudo de avaliação dos patrimônios líquidos das ações das companhias adquiridas, avaliados a preços de mercado, foi solicitada a manifestação dos administradores da BR Malls que aprovaram as referidas aquisições ou deliberaram pela convocação de AGE para este fim, nos termos do art. 11 da Deliberação CVM nº 538/08 (fls. 15/17).
15. Em resposta ao citado Ofício, a BR Malls protocolizou correspondência na CVM, em **25.02.11**, nos seguintes principais termos (fls. 26/31):
 - a. "a avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado de uma companhia, como prevê o art. 256, II, (b) da Lei das S.A., deve tomar por base o valor de venda ou de liquidação dos ativos e exigíveis da sociedade separadamente";
 - b. "na avaliação segundo o método do patrimônio líquido a preços de mercado busca-se o valor pelo qual os ativos de uma determinada companhia poderiam ser negociados individualmente, ou seja, independentemente dos outros bens ou direitos, entre um propenso comprador e um propenso vendedor, com razoável conhecimento de ambos e inexistindo compulsão para compra ou venda por um ou ambos, conforme dispõem as normas da CVM [item XV do Anexo III da Instrução CVM nº 361/02]";
 - c. "particularmente, em operações de compra e venda de shopping centers, a negociação do preço do ativo shopping center entre compradores e vendedores é suportada pela avaliação do fluxo futuro de recebíveis gerado pelas lojas e demais espaços do shopping center, descontado a valor presente";
 - d. "ou seja, na inexistência de um mercado ativo, o preço de um shopping center é definido pelo valor do fluxo de caixa de tal shopping center trazido a valor presente, e que representa o valor que a operação daquele shopping center gerará para o adquirente";
 - e. "por isso é que, numa negociação independente e sob condições normais de mercado, o valor de mercado do shopping center corresponde ao valor de seu fluxo de caixa descontado";
 - f. "a avaliação de um shopping Center por propensos compradores e vendedores numa operação de compra e venda somente terá fundamento no valor que a operação daquele shopping center irá gerar [já que não é razoável admitir que cada parte do shopping center pudesse ser negociada isoladamente no mercado]";
 - g. "nesse sentido, admitir que o valor de mercado de um shopping Center seja resultado da avaliação de cada bem que lhe compõe como sugere o Ofício, é equivalente a dizer que o valor de mercado de tal ativo corresponde ao seu custo de reposição, o que, como já se disse o Colegiado da CVM, não é o objetivo da avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado prevista pela Lei das S.A.";

- h. "com efeito, como afirmou o então Diretor Marcos Barbosa Pinto no PAS 08/05, a avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado prevista no art. 264 – e também no art. 256 – procura estabelecer o valor de realização, de venda, do patrimônio da companhia, e não o seu valor de reposição";
 - i. "dessa forma, o valor de mercado de um shopping center em um mercado ativo é dado pelo valor do fluxo de caixa futuro produzido por tal empreendimento, trazido a valor presente, razão pela qual, em uma companhia cujo único ativo relevante é a participação em um shopping center – tais como a Center Shopping e a CIMA -, o valor do seu patrimônio líquido a preços de mercado coincidirá substancialmente com o valor do fluxo de caixa descontado de tal ativo";
 - j. "a Companhia também contratou a Apsis Consultoria Empresarial Ltda. ("Apsis"), empresa com reconhecida competência e experiência na avaliação de companhias abertas, especialmente na preparação de avaliações de patrimônio líquido a preços de mercado, para preparar uma avaliação dos patrimônios líquidos da Center Shopping e da CIMA, a preços de mercado, à luz do que prevê o art. 256, II, (b) da Lei das S.A.";
 - k. "como se pode observar dos laudos de avaliação anexos a esta resposta (...), para avaliar o patrimônio líquido a preços de mercado das companhias avaliadas, a Apsis recorreu ao mesmo critério utilizado pela administração da Companhia, qual seja, o valor do fluxo futuro de caixa dos shopping centers, descontado a valor presente";
 - l. "vale notar, ainda, que as avaliações preparadas pela Apsis seguiram rigorosamente a orientação da Associação Brasileira de Normas técnicas – ABNT, expressa na norma ABNT NBR 14653-4 – Avaliação de empreendimentos imobiliários, a qual, conforme afirma a Apsis, define a rentabilidade dos shoppings centers como sendo o seu valor operacional"; e
 - m. "cabe lembrar que, diferentemente do disposto no Ofício, a Companhia não utilizou o critério do fluxo de caixa descontado para efeito do art. 256, II, (b) da Lei das S.A., tendo, sim, utilizado o critério do valor do patrimônio líquido a preços de mercado das companhias, o qual, pelas razões dispostas acima, sobretudo porque seus únicos ativos relevantes eram os shopping centers e que o valor de mercado do ativo shopping center é determinado pelos seus fluxos de caixa futuros, coincidiu com o valor dos seus ativos segundo o método do fluxo de caixa descontado".
16. Em anexo à correspondência referida no parágrafo anterior, a BR Malls encaminhou os laudos de avaliação n^{os} RJ-0055/11-01 e RJ-0059/11-01, ambos datados de **28.01.11** e preparados pela Apsis, informando, respectivamente, o resultado da avaliação dos patrimônios líquidos das ações, a preços de mercado, de emissão da CIMA e da Center Shopping (fls. 32/96).

Aquisição de participação na Alvear Participações S.A.

17. Em **08.08.11**, a Companhia divulgou, através de Comunicado a Mercado, a aquisição de 70% da Alvear, detentora de participações em dois shoppings centers em operação (Shopping Catuaí Londrina e Shopping Catuaí Maringá) e de dois shoppings centers em construção (Shopping Catuaí Londrina Norte e Shopping Catuaí Cascavel). O referido Comunicado ainda informou, entre outros, que (fl. 159/160v):
- a. "o preço de aquisição dos dois shoppings existentes foi de R\$510,5 milhões e serão investidos nos dois projetos em desenvolvimento R\$262,3 milhões, o que representa R\$5.971 de capex/m², em linha com a média da BRMALLS. Adicionalmente a operação envolveu a aquisição por R\$18,9 milhões de 217 mil m² de terreno com potencial construtivo de 772,6 mil m²";
 - b. "deste total, R\$334,3 milhões serão pagos a vista e R\$329,0 milhões serão distribuídos em 3 parcelas anuais corrigidas por CDI. Os R\$128,4 milhões remanescentes serão distribuídos conforme o cronograma físico financeiro das obras"; e
 - c. "do total do preço a ser desembolsado pela BRMALLS na aquisição, R\$105 milhões serão descontados devido à assunção de dívida da Alvear, dos quais R\$30 milhões foram quitados na data da aquisição e outros R\$40 milhões serão amortizados nos próximos 30 dias".
18. Na mesma data, em função do supracitado Comunicado, foi enviado à BR Malls o Ofício BM&FBOVESPA GAE/CREM 1799/11, questionando se seria convocada Assembleia Geral para aprovar/ratificar a referida aquisição e, em caso positivo, se a referida operação ensejaria aos acionistas o direito de recesso (fls. 161/162).
19. Em **09.08.11**, a Companhia divulgou Comunicado ao Mercado em resposta ao Ofício supracitado, esclarecendo que não seria convocada AGE para ratificar a aquisição da participação na Alvear, uma vez que "(i) a aquisição não constituiu, para a BR Malls Participações S.A., investimento relevante nos termos do parágrafo único do artigo 247 da Lei nº 6.404/76; e (ii) o preço médio por ação pago na referida aquisição não ultrapassa uma vez e meia o maior dos três valores de que trata o inciso II do artigo 256 da Lei nº 6.404/76" (fls. 163/164).
20. Em **15.08.11**, foi enviado à BR Malls o OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-4/Nº145/11, solicitando encaminhar, em linha com o disposto no item 27.2 do OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SEP/Nº004/2011, as informações necessárias para que se comprove trata-se (ou não) de hipótese de realização de assembleia e de concessão de direito de recesso (fls. 165/166).
21. No dia **23.08.11**, a Companhia divulgou novo Comunicado ao Mercado, em atenção ao Ofício mencionado no parágrafo retro, trazendo as seguintes principais informações (fls. 171/172v):
- a. número total de ações adquiridas: 16.165.475 ações ordinárias;
 - b. preço por ação praticado: R\$ 535.000.000 / 16.165.475 = R\$ 33,09 ("a negociação do preço da aquisição foi subsidiada por estudos/laudos de avaliação internos, bem como no laudo de avaliação preparado pela Apsis Consultoria Empresarial Ltda., empresa de consultoria especializada na avaliação de empresas e ativos escolhida pela administração da BR Malls para avaliar a Alvear");
 - c. valor de patrimônio líquido por ação: R\$ 1,69;
 - d. valor, por ação, do patrimônio líquido a preços de mercado: R\$ 35,70 ou R\$ 24,13 (caso fossem consideradas obrigações fiscais que seriam devidas em caso de alienação dos ativos da Alvear, pela metodologia do PL a mercado);
 - e. valor do lucro líquido por ação: R\$ 0,50 em 2009 e R\$ 0,63 em 2010.
22. Em **17.10.11**, foi solicitado à Companhia, através do OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-4/Nº223/11, o encaminhamento do laudo de avaliação preparado pela Apsis Consultoria Empresarial Ltda. ("Apsis"), bem como de outros estudos/laudos relativos à aquisição da Alvear (fls. 173).
23. Em **19.10.11**, a BR Malls encaminhou à CVM o laudo de avaliação preparado pela Apsis (fls. 176/254).

II. Análise

24. Segundo o art. 256 da Lei nº 6.404/76 ("LSA"), a compra, por companhia aberta, do controle de sociedade mercantil, dependerá de deliberação da assembleia geral de acionistas da compradora sempre que (i) o preço de compra constituir, para a compradora, investimento relevante, nos termos do art. 247, § único da Lei nº 6.404/76; ou (ii) o preço médio de cada ação ou quota ultrapassar uma vez e meia o maior dos valores indicados nas alíneas 'a', 'b' ou 'c' do inciso II do referido artigo 256:
- 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 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, VII) nos 2 (dois) últimos exercícios sociais, atualizado monetariamente.
25. Em se observando quaisquer das situações apresentadas nos itens "i" e "ii" acima, a proposta de compra, acompanhada de laudo de avaliação e instruída de todos os elementos necessários à deliberação, deverá ser submetida à prévia autorização da assembleia geral, ou a sua ratificação, sob pena de responsabilidade dos administradores da companhia (§ 1º do art. 256 da Lei nº 6.404/76).
26. Ademais, verificando-se que o preço da aquisição da sociedade ultrapassa uma vez e meia o maior dos três valores de que trata o inciso II do normativo em questão, o acionista dissidente da assembleia que aprovar a operação fará jus ao direito de recesso, mediante reembolso do valor de suas ações, nos termos do art. 137 da Lei nº 6.404/76 (§ 2º do art. 256 da Lei nº 6.404/76).
27. A respeito da comparação do inciso II, ressalta-se que se o preço médio de cada ação ou quota adquirida **já for menor** do que uma vez e meia o valor obtido com base em uma das referidas alíneas 'a', 'b' ou 'c', não haverá necessidade de se calcular os outros dois valores. O cálculo de todos os três valores só é necessário quando o referido preço médio for maior do que uma vez e meia um dos critérios. Isso porque, considerando-se que, hipoteticamente, o valor comparativo que se conhece seja o menor dos três parâmetros, se o valor pago é menor do que uma vez e meia tal valor comparativo, certamente será menor que os outros dois (que seriam maiores).

Principais informações sobre as aquisições

28. A aquisição de 51% das ações da Center Shopping, anunciada em setembro de 2010, apresentou as seguintes principais características, conforme informado pela Companhia:
- a. foram adquiridas 4.590.000 ações ordinárias e 4.590.000 ações preferenciais pelo valor de R\$ 204 milhões, o que representou um preço de R\$ 22,22/ação;
 - b. não há cotações para as ações adquiridas, uma vez que se trata de companhia fechada;
 - c. o patrimônio líquido da sociedade cujo controle foi adquirido teria sido avaliado, a preços de mercado, em R\$ 400.000.000,00, o que resultou em um valor de R\$ 22,22/ação;
 - d. o lucro líquido por ação em 2008 e 2009 foi, respectivamente, de R\$ 0,34 e R\$ 0,24 (os quais, multiplicando por 15, resulta nos valores de R\$ 5,11 e R\$ 3,63); e
 - e. não foi convocada assembleia de acionistas para ratificar a aquisição, pois, de acordo com a Companhia, não se tratou de investimento relevante, bem como o preço de compra não ultrapassou o maior dos três critérios indicados nas alíneas do inciso II do art. 256 da LSA.
29. Já em relação à aquisição do controle (50,01%) da CIMA, informada em novembro de 2010, a Companhia apresentou as seguintes informações:
- a. foram adquiridas 101.214 ações ordinárias, pelo montante de R\$ 375 milhões, equivalente a um preço por ação de R\$ 3.705,02;
 - b. não há cotações para as ações adquiridas, uma vez que se trata de companhia fechada;
 - c. o patrimônio líquido a preços de mercado da CIMA foi avaliado em R\$ 1.132.772.000,00 (idêntico ao valor econômico calculado pela Apsis), representando um valor por ação de R\$ 5.597,09;
 - d. o lucro líquido por ação, em 2008 e 2009, atualizado monetariamente, foi, respectivamente, de R\$ 26,10 e R\$ 27,22 (que, multiplicando por 15, resulta nos valores de R\$ 391,55 e R\$ 408,30); e
 - e. por se tratar de investimento relevante, foi convocada AGE para aprovar a aquisição, entretanto não foi possibilitado o direito de recesso aos acionistas dissidentes, dado que o preço de aquisição não ultrapassou o maior dos três critérios indicados nas alíneas do inciso II do art. 256 da LSA.
30. Cabe mencionar que a aquisição da CIMA não foi efetuada diretamente pela Companhia, mas por uma subsidiária (Ecisa). A respeito, o item 27.2 do Ofício-Circular/CVM/SEP/Nº004/2011 dispõe que o artigo 256 da LSA, a princípio, "não se aplica às operações em que companhias abertas adquirem sociedades mercantis por intermédio de suas controladas, coligadas ou subsidiárias integrais, que sejam companhias fechadas ou apresentem outro tipo societário".
31. Apesar disso, tendo em vista que a própria Companhia entendeu que o referido artigo 256 seria aplicável à aquisição em questão, bem como foi convocada AGE para deliberar a respeito, todas as disposições legais e regulamentares que regulam tal matéria devem ser obedecidas.
32. A respeito da aquisição de 70% do capital da Alvear, ocorrida em agosto de 2011, foram apresentadas as seguintes informações:
- a. foram adquiridas 16.165.475 ações ordinárias, pelo montante de R\$ 535 milhões, equivalente a um preço por ação de R\$ 33,09;
 - b. não há cotações para as ações adquiridas, uma vez que se trata de companhia fechada;
 - c. o patrimônio líquido a preços de mercado da Alvear foi avaliado em R\$ 856.993.611,34, representando um valor por ação de R\$ 35,70. Caso fossem consideradas as obrigações fiscais que seriam devidas em caso de alienação dos ativos da Alvear, o patrimônio líquido a preços de mercado da Alvear seria reduzido para R\$ 579.374.918,85, representando um valor por ação de R\$ 24,13;
 - d. o lucro líquido por ação, em 2009 e 2010, atualizado monetariamente, foi, respectivamente, de R\$ 0,50 e R\$ 0,63 (que, multiplicando por 15, resulta nos valores de R\$ 7,54 e R\$ 9,39); e
 - e. não foi convocada assembleia de acionistas para ratificar a aquisição, pois, de acordo com a Companhia, não se tratou de investimento

relevante, bem como o preço de compra não ultrapassou o maior dos três critérios indicados nas alíneas do inciso II do art. 256 da LSA.

Caracterização de Investimento Relevante (art. 256, I)

33. Na aquisição do controle da Center Shopping, com base nas informações divulgadas pela Companhia por meio do Comunicado ao Mercado de 20.10.10, é possível concluir que o preço de compra (R\$ 204 milhões) não constituiu, para a Companhia, investimento relevante, nos termos do art. 256, inciso I c/c art. 247, parágrafo único da Lei nº 6.404/76, uma vez que o valor pago pela sociedade adquirida não foi igual ou superior a 10% do valor do patrimônio líquido da BR Malls (R\$5.225.930.000 em 30.09.10).
34. Já a aquisição da CIMA representou um investimento relevante para a BR Malls, conforme a Companhia informou no Comunicado ao Mercado de 21.11.10, pois foi considerado não apenas o preço pago por 50,01% do capital da CIMA, mas pela totalidade de suas ações (R\$ 800 milhões). Com isto houve a necessidade de convocação de AGE para aprovar tal aquisição.
35. Vale comentar que é de causar estranheza os valores praticados nesta última operação, onde o controle (50,01%) da CIMA foi adquirido por preço inferior (R\$ 375 milhões) ao da aquisição dos primeiros 49,99% (R\$ 425 milhões), apesar de ambas as aquisições terem sido contratadas simultaneamente (na aquisição dos primeiros 49,99%, foi outorgada opção de compra para adquirir o controle, exercível em até 90 dias), conforme informado no Comunicado ao Mercado de 21.11.10 (parágrafo 9º retro). Em meu entender (e para fins da presente análise), o preço de compra da CIMA a ser computado para os fins do art. 256 da LSA foi de R\$ 800 milhões para a totalidade do seu capital, representando um valor por ação de R\$ 3.952,84.
36. De acordo com as informações fornecidas pela Companhia no Comunicado ao Mercado de 23.08.11, verifica-se que a aquisição do controle da Alvear não representou um investimento relevante, uma vez que o preço de compra (R\$ 535 milhões) foi inferior a 10% do valor do patrimônio líquido da BR Malls (R\$6.361.477.000 em 30.06.11 – vide fls. 255).

Comparação prevista no inciso II do art. 256 da LSA

37. Quanto à comparação prevista no inciso II do artigo 256, verificou-se que, em relação à alínea 'a' (cotação em bolsa), o critério da cotação média das ações em bolsa ou no mercado de balcão organizado, durante os noventa dias anteriores à data da contratação, não se aplica às três aquisições em análise, por não serem as sociedades adquiridas companhias abertas, mas sim fechadas, sem ações admitidas à negociação em mercado.
38. No que diz respeito ao critério do lucro líquido (art. 256, II, alínea 'c'), nas três aquisições analisadas, o produto da média do lucro líquido anual por ação nos dois últimos exercícios sociais por 22,5 (1,5 x 15) é menor que o preço de aquisição de cada ação, conforme se verifica na tabela abaixo:

Sociedade	Lucro líquido por ação				Preço pago por ação
	Ano -2	Ano -1	Média	22,5x	
Center Shopping	R\$ 0,34	R\$ 0,24	R\$ 0,29	R\$ 6,53	R\$ 22,22
CIMA	R\$ 26,10	R\$ 27,22	R\$ 26,66	R\$ 599,89	R\$ 3.952,84
Alvear	R\$ 0,50	R\$ 0,63	R\$ 0,57	R\$ 12,71	R\$ 33,09

39. Tendo em vista que o preço de aquisição, por ação, foi superior a 22,5x a média do lucro líquido dos dois anos anteriores, em todas as aquisições, torna-se necessária a aferição do patrimônio líquido a preços de mercado das sociedades adquiridas (art. 256, II, alínea 'b').
40. Em relação a este critério ("PL a preços de mercado"), entendo que a Companhia equivocou-se no momento de sua apuração, como será descrito nos parágrafos a seguir.
41. Nas três oportunidades em questão, a Companhia considerou o valor do patrimônio líquido a preços de mercado das sociedades adquiridas como sendo idêntico ou baseado no seu valor econômico, calculado pela metodologia do fluxo de caixa descontado. Nas palavras da BR Malls, "o valor de mercado de um shopping center em um mercado ativo é dado pelo valor do fluxo de caixa futuro produzido por tal empreendimento, trazido a valor presente, razão pela qual, em uma companhia cujo único ativo relevante é a participação em um shopping center – tais como a Center Shopping e a CIMA -, o valor do seu patrimônio líquido a preços de mercado coincidirá substancialmente com o valor do fluxo de caixa descontado de tal ativo".
42. Em decorrência da aplicação desse entendimento, a Companhia informou, por ocasião da aquisição do controle da Center Shopping, que o preço de compra por ação era idêntico ao valor por ação do patrimônio líquido a preços de mercado (R\$ 22,22). Nesta aquisição, a Companhia não contratou avaliação pelo critério do PL a preços de mercado, subsidiada por seu entendimento sobre o critério.
43. Já na aquisição da CIMA, a Companhia, ao fornecer as informações indicadas no Anexo 19 da Instrução CVM nº 481/09 ("Aquisição de Controle"), previamente à AGE que deliberou a respeito da referida operação, informou que o valor do patrimônio líquido a preços de mercado da CIMA era idêntico ao valor econômico calculado em laudo de avaliação pela Apsis para subsidiar a aquisição (R\$ 1.132.722 mil), valor este superior ao preço de compra efetivamente praticado (R\$ 800 milhões).
44. No que se refere à aquisição do controle da Alvear, verifica-se do laudo de avaliação preparado pela Apsis que, na avaliação do PL a preços de mercado, para avaliar o ativo permanente da sociedade adquirida (item que representava 97% de seu ativo contábil), "foi considerado o Lucro Líquido Projetado dos Shoppings da ALVEAR, em funcionamento (Londrina e Maringá) e em construção (Cascavel e Londrina Norte). Utilizamos a metodologia de rentabilidade futura para tal" (pg. 12 do laudo – fl. 189). No mesmo laudo, é informado que a metodologia da rentabilidade futura "define a rentabilidade futura da empresa pelo lucro líquido projetado e trazendo este resultado a valor presente" (pg. 7 do laudo – fl. 184).
45. A consequência direta da aplicação desse entendimento (errôneo, em meu entender) pela Companhia é o prejuízo à comparação que pretende o inciso II do art. 256 da LSA, pois, em aquisições de sociedades detentoras de shoppings centers, o preço de compra, que, via de regra, é baseado no valor econômico da sociedade adquirida, poderá ser idêntico ao valor do patrimônio líquido a preços de mercado da mesma sociedade (como ocorreu na aquisição da Center Shopping). Assim, a não ser em casos de caracterização de investimento relevante (inciso I do art. 256), a convocação de AGE para deliberar sobre a operação virtualmente não ocorreria e, mesmo nos casos envolvendo investimento relevante, seria extremamente difícil configurar-se a existência de direito de recesso aos acionistas dissidentes (§ 2º do art. 256 da Lei n. 6.404/76). Tal fato ocorreu nos casos em tela.
46. Para analisar essa questão, mostra-se necessário abordar o conceito da avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado.

Avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado

47. A avaliação do patrimônio líquido ("PL") a preços de mercado é mencionada em várias ocasiões na Lei das S.A., como, por exemplo, no parágrafo 4º do artigo 4º e no artigo 264, além do próprio artigo 256, inciso II, alínea 'b'.

48. Ao comentar este último dispositivo legal, Modesto Carvalhosa traz uma definição sobre tal metodologia de avaliação:

"No que respeita ao "valor do patrimônio líquido" (art. 248) da ação ou quota, deverá ser avaliado o patrimônio a preços de mercado (art. 183, §1º). Não se trata, pois, do valor do patrimônio líquido contábil, ou seja, aquele utilizado para o pagamento de reembolso no recesso. Nesse caso da letra b, o valor de patrimônio líquido a preços de mercado será o valor do ativo, subtraído o passivo, mas de cada bem constante do ativo e do passivo, avaliado individualmente, a preço de mercado. Esse critério atende à finalidade do preceito que, ao referir-se a "preços de mercado", pressupõe que qualquer bem ou direito somente tem valor se puder ser negociado individualmente, ou seja, independentemente de outros bens ou direitos". (destaques no original)

(CARVALHOSA, Modesto: *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas – 4º Volume – Tomo II*, 3ª ed., Saraiva, São Paulo, 2009 – pg. 210).

49. De acordo com a definição acima, na avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado, cada bem deverá ser avaliado individualmente, e somente terá valor se puder ser negociado individualmente. Ou seja, busca-se calcular o valor de mercado de cada bem isoladamente, se este existir (se não for dependente de outros bens).

50. O Anexo III da Instrução CVM nº 361/02, acrescentado pela Instrução CVM nº 436/06, trata especificamente dos laudos de avaliação que devem ser apresentados em OPAs. Tal Anexo III, além de complementar a definição da avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado, traz clara distinção entre os critérios "Valor Econômico pela Regra do Fluxo de Caixa Descontado" (abordado no item XIV do Anexo III) e "Valor do patrimônio líquido avaliado a preços de mercado" (tratado nos itens XV a XVIII). Vale a transcrição de alguns trechos referentes a este último critério:

Valor do patrimônio líquido avaliado a preços de mercado

*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**" (grifos nossos)*

51. As disposições constantes do Anexo III da Instrução CVM nº 361/02 complementam a conceituação da avaliação do PL a preços de mercado mencionada anteriormente. Além de reforçar o tratamento em separado que deve ser dado a cada ativo e passivo, o Anexo III dispõe que os preços de mercado de cada bem devem ser considerados sob condições de liquidação ordenada, e não de venda forçada. Tal observação deixa transparecer o conceito que rege tal metodologia de avaliação: o resultado da avaliação do PL a preços de mercado não representa o valor do negócio em operação de uma sociedade, mas apenas o somatório dos valores de mercado de cada ativo e passivo, avaliados individualmente e isoladamente, em um cenário de liquidação ordenada. O chamado "aviamento" do Direito Empresarial, que representa a capacidade de gerar lucros ao empresário pela reunião organizada dos ativos, não estaria englobado no resultado da avaliação do PL a preços de mercado, pois cada ativo está sendo avaliado isoladamente, em condições de liquidação (e não de operação) da atividade empresarial.

52. A questão da avaliação do PL a preços de mercado já foi também objeto específico de análise pelo Colegiado da CVM. Cito trechos dos votos dos Diretores Eli Loria e Marcos Barbosa Pinto no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 08/05 (caso "Braskem/Trikem"), que complementam e enriquecem o entendimento supra disposto:

"A finalidade do laudo de avaliação é simular o valor que seria obtido pela companhia em uma liquidação ordenada, não devendo ser considerado o valor de liquidação em condições de venda forçada(...)

(...)

Assim, no geral, concordo com a SNC de que a "...a expressão 'valor de mercado' contida no artigo 264 se refere à avaliação individual de ativos e passivos (tangíveis e intangíveis) pelo seu valor provável de mercado." e que "...na avaliação a preços de mercado devem ser considerados também os intangíveis não registrados na contabilidade por força da legislação em vigor e dos princípios fundamentais de contabilidade, e que possam ser identificados individualmente."

*No entanto, resta a indagação. Qual o grau de alcance dessa regra? **Deveriam ser considerados todos os intangíveis e contingências não registrados na contabilidade? Parece-me que não(...)***

(...)

Cabe mencionar que o "goodwill" não entra na avaliação a preços de mercado somente devendo ser considerados intangíveis individuais, ativos não físicos, que tenham valor de mercado, marcas e patentes, direitos e contratos, e não o chamado "goodwill" que, em verdade, é o valor da empresa que excede o que seria auferido com a negociação a preços de mercado de cada item do ativo.

(trechos do voto do Diretor Eli Loria no PAS 08/05 – grifos nossos)

"(...)precisamos determinar qual metodologia deve ser empregada na avaliação prevista no art. 264 da Lei nº 6.404/76. Esta tarefa é um pouco complicada, pois uma avaliação a preços de mercado pode ser realizada de pelo menos duas formas distintas: pelo método do custo de reposição, estimando quanto se gastaria para substituir todos os bens e direitos da empresa; ou pelo método do valor de realização, estimando quanto a companhia arrecadaria alienando todos os seus bens e direitos.

(...)

Já o valor de realização é normalmente empregado pelos próprios acionistas da empresa avaliada. Por meio desta metodologia, os acionistas podem determinar se é melhor liquidar o negócio ou prosseguir em sua exploração. Se o valor de realização do patrimônio for maior que o valor presente do fluxo de caixa esperado da empresa, a liquidação é certamente a melhor alternativa do ponto de vista puramente financeiro.

Na minha opinião, corroborada pela doutrina, **a avaliação do art. 264 procura estabelecer o valor de realização do patrimônio da companhia (...)**

(...)

A segunda imputação também me parece procedente. O laudo de Brasken e Triken também não avaliou os ativos intangíveis das empresas, como marcas e patentes. Contrariamente ao que afirma a defesa, estes ativos intangíveis estavam contabilizados no balanço das companhias, mas pelo custo histórico, que normalmente é muito inferior ao seu valor de realização.

Registre-se, todavia, que o laudo procedeu corretamente quando deixou de computar o aviamento ou goodwill das empresas. Segundo a definição jurídica clássica, o aviamento ou goodwill é justamente o valor adicional que resulta da exploração organizada da atividade empresarial. **Quando a atividade empresarial cessa e o patrimônio da empresa é realizado, o aviamento ou goodwill deixa de existir. Logo, ele não tem nenhum valor de realização".**

(trechos do voto do Diretor Marcos Barbosa Pinto no PAS 08/05 – grifos nossos)

53. A leitura dos votos acima evidencia a diferença entre o cálculo do valor da empresa quando em exploração ("o valor presente do fluxo de caixa da empresa") e seu valor de liquidação (que representa a metodologia do PL a preços de mercado), sendo que, neste último, não deve ser considerado o chamado "goodwill". Esse entendimento é reforçado pela leitura de trechos do voto da Presidente da CVM Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana, no âmbito do PAS nº 25/03:

"O laudo de PL a mercado não é capaz de refletir o valor de uma empresa, dadas as limitações de sua metodologia.

*Por ser previsto para avaliar os itens do patrimônio da companhia um a um, separadamente, ao preço provável de realização de venda ordenada no mercado, **esse método não apreende o valor do negócio em marcha**. Ele não teria como refletir o valor do conjunto de fatores sendo geridos e em andamento, pois, no mínimo, não abrange a avaliação do goodwill da companhia objeto. **É diferente, portanto, de avaliações sobre o valor econômico de negócios ou, como chamado pela Comissão de Inquérito, sobre o valor justo a pagar.***

Penso que toda a prática do nosso mercado corrobora essa opinião de que o laudo de PL a valores de mercado não é capaz de refletir o valor de uma companhia em funcionamento. Como exemplo, pode-se examinar uma situação em que o avaliador é demandado a escolher, entre as várias metodologias admitidas, aquela que pode refletir o valor justo da empresa, como é o caso do art. 4º, § 4º, da Lei das S.A., na apuração do preço a ser oferecido na oferta pública obrigatória de cancelamento de registro de companhia aberta. Não me lembro de um caso de empresa com negócio em marcha em que a metodologia escolhida pelos avaliadores tenha sido o PL a mercado". (grifos nossos)

54. Vale ainda citar duas cartas redigidas pelo Professor Eliseu Martins (previamente à elaboração de um parecer) sobre o assunto em questão, apresentadas no âmbito do Processo CVM nº RJ-2007-14245, cujas cópias encontram-se em anexo, às fls. 269/275. Transcrevo trechos dos mencionados documentos:

"Sou indagado a respeito da utilização de critério misto de avaliação na mensuração de ativos para fins de incorporação de ações, especificamente na situação em que um dos ativos é participação societária em outra sociedade ou então quando um determinado conjunto de ativos possui valor econômico diferente do que a soma dos preços individuais de mercado de seus componentes.

Mais especificamente, indagam se, para fins de apuração do patrimônio líquido a preços de mercado (art. 264 da Lei das S/A), seria correto substituir o valor da avaliação individual de cada item do ativo por suposto preço pelo qual ativos agrupados em uma sociedade ou considerados conjuntamente – e não individualmente – teriam sido transacionados em uma negociação específica.

(...)

*Sabidamente, por doutrina e inclusive por disposição normativa da CVM, quando da avaliação do "patrimônio líquido a preços de mercado" os ativos e passivos são todos avaliados a seus respectivos preços individualmente tomados para venda no mercado, **sem quaisquer efeitos de sinergia**, sem a inclusão de fatores intangíveis não contabilizáveis, ou, em certa circunstância, mesmo quando contabilizados alguns desses intangíveis, **se forem representativos de elementos que não têm vida própria e que não podem ser comercializados independentemente** (como é o caso do ágio pago por expectativa de rentabilidade futura, etc.).*

(...)

*Numa situação diferente, se o ativo não for uma participação societária, e sim um conjunto de ativos operacionais, por exemplo, que possui avaliação a mercado por um montante diferente do que a soma algébrica dos seus preços de mercado individualmente tomados, o mesmíssimo raciocínio se aplica. **Quando se avalia um conjunto de ativos a valor econômico, dentro dele estarão inseridos todos os efeitos dos fatores intangíveis (sinergia, nome, tecnologia etc.) que têm que ser eliminados quando se utiliza como base o patrimônio líquido a preços de mercado.***

(...)

Esta hipótese mostra que avaliar todos os demais ativos e passivos de uma sociedade pelos seus respectivos valores individuais de

mercado, mas atribuir a um investimento societário ou a um conjunto de ativos operacionais o seu preço de venda como entidade em marcha constitui duplicidade de critério e chance de possíveis arbitrariedades inadmissíveis no mercado de capitais".

(trechos de cartas elaboradas previamente a um parecer pelo Prof. Eliseu Martins, no âmbito do Processo CVM nº RJ-2007-14245 – grifos nossos)

55. As palavras do Professor Eliseu Martins demonstram, mais uma vez, que as sinergias entre os diferentes ativos de uma sociedade em operação não devem ser consideradas na avaliação do PL a preços de mercado.
56. No caso em tela, a BR Malls considerou que o valor dos patrimônios líquidos a preços de mercado das empresas adquiridas eram idênticos a seus valores econômicos (ou aos valores econômicos dos shopping centers detidos), calculados pela metodologia do fluxo de caixa descontado ("FCD"), prejudicando, dessa forma, a comparação prevista no inciso II do art. 256 da LSA.
57. Como argumento central para justificar o procedimento adotado (nas aquisições da Center Shopping e da CIMA), a Companhia alegou que as sociedades adquiridas possuíam, cada uma, como único ativo, um shopping center e, no caso de shopping centers, o valor de mercado dos mesmos, em um cenário de liquidação, seria calculado pelo fluxo de caixa descontado. Nas palavras da Companhia, *"a avaliação de um shopping center por propensos compradores e vendedores numa operação de compra e venda somente terá fundamento no valor que a operação daquele shopping center irá gerar [já que não é razoável admitir que cada parte do shopping center pudesse ser negociada isoladamente no mercado]"*.
58. Para validar tal entendimento, a BR Malls, contratou, posteriormente às citadas aquisições, a Apsis, para que esta elaborasse laudos de avaliação dos patrimônios líquidos da Center Shopping e da CIMA a preços de mercado. Como fica claro nos laudos de avaliação elaborados (fls. 51/52 e 88), a Apsis também utilizou a metodologia do fluxo de caixa descontado para calcular o valor dos shopping centers adquiridos, muito embora a avaliação ali buscada refira-se não ao valor econômico, mas ao PL a preços de mercado.
59. A despeito da argumentação da Companhia e dos laudos de avaliação "do PL a preços de mercado" preparados posteriormente pela Apsis, entendo que, nas referidas aquisições do controle da Center Shopping e da CIMA, não foi respeitada a metodologia de cálculo imposta pela alínea 'b' do inciso II do art. 256 da LSA.
60. 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 em marcha (como bem depreende-se do já mencionado voto da Presidente Maria Helena Santana – parágrafo 53 retro), mas sim verificar o somatório dos valores de ativos e passivos de uma empresa, analisados individualmente e isoladamente, em um cenário de liquidação ordenada (o qual, em uma empresa "saudável", provavelmente será inferior ao valor da empresa em operação, que contempla a sinergia decorrente da combinação de seus diversos ativos, bem como ativos intangíveis não quantificados individualmente, como nome, reputação, capacidade dos administradores etc) .
61. Desta forma, a simples alegação feita pela BR Malls de que é desta maneira (avaliando o empreendimento como um todo pelo fluxo de caixa descontado) que se realizam negociações de compra e venda de shopping centers no mercado não é suficiente para justificar a aplicação dessa metodologia (FCD) no âmbito de uma avaliação de PL a preços de mercado. Inclusive, via de regra, a metodologia do valor econômico (geralmente calculada pelo FCD) é utilizada nas negociações de todos os tipos de empresas, não apenas de shopping centers.
62. O argumento de que não se poderia admitir que cada parte do shopping center pudesse ser negociada isoladamente no mercado também não procede. Não há impedimento físico ou jurídico para que as diversas "partes" de um shopping center pudessem ser alienadas isoladamente. Tal "divisão" poderia acarretar na interrupção das atividades daquele conjunto de salas e instalações como um shopping center, todavia é exatamente isso que propõe a metodologia do PL a preços de mercado: que se tenha em consideração não um cenário de empreendimento em marcha, mas de liquidação ordenada das partes.
63. Não se quer afirmar que, na aplicação da metodologia do PL a preços de mercado, deva ser levada ao extremo essa "divisão" da empresa em seus ativos e passivos, resultando na avaliação isolada, por exemplo, de cada tijolo ou prego que compõem suas instalações. Busca-se, entretanto, uma "divisão" pautada no princípio da razoabilidade. No caso de shopping centers, entendo que uma divisão razoável poderia contemplar a análise do valor de alienação individual de cada sala/loja e instalação (cinema, estacionamento), sem computar a sinergia entre tais imóveis.
64. Empreendimentos imobiliários similares a shopping centers (como hotéis, hospitais, escolas, universidades etc) deveriam ser tratados desta forma, pois entender que tais negócios seriam "indivisíveis" para fins de apuração do PL a preços de mercado (e, assim, que deveria ser utilizado o FCD para calcular seus valores) significaria, na prática, excepcioná-los não apenas da comparação prevista no art. 256, II, mas também de outros dispositivos legais que utilizam a mesma metodologia (como, por exemplo, o art. 264 da LSA), acarretando a eventual supressão de direitos dos acionistas.
65. Vale ainda tecer comentários sobre outros argumentos trazidos pela Companhia para fundamentar seu entendimento em relação à questão. A BR Malls alega que, ao elaborar os laudos de avaliação dos PLs a preços de mercado da Center Shopping e da CIMA, a Apsis seguiu a orientação da norma ABNT NBR 14653-4 – Avaliação de empreendimentos imobiliários. Conforme consta do laudo de avaliação preparado pela Apsis (fl. 51), a metodologia prevista nessa norma técnica "define a rentabilidade dos shoppings como sendo o seu valor operacional".
66. Neste sentido, cumpre salientar que não estou afirmando que a metodologia empregada pela Apsis para o cálculo do valor dos shopping centers seja uma metodologia incorreta do ponto de vista econômico-financeiro. Afirmando, entretanto, que tal metodologia, válida em diversas situações, não poderia ser aplicada especificamente no âmbito de avaliação pelo critério do PL a preços de mercado, pelos motivos já descritos. A própria redação constante do laudo de avaliação, que afirma que está sendo calculado o "valor operacional" do shopping center, demonstra que a metodologia utilizada não se coaduna com o conceito do PL a preços de mercado.
67. Adicionalmente, ressalto que não está em questão o mérito da avaliação em si, as premissas adotadas ou a adequação dos valores resultantes. O que está sendo criticada é a própria metodologia de avaliação, pois o artigo 256 é categórico ao enumerar os critérios que devem servir de base de comparação com o preço de aquisição do controle da sociedade mercantil adquirida. O critério de avaliação do PL a preços de mercado, mencionado na alínea 'b' do inciso II do caput do referido dispositivo legal, não pode ser transformado, por meios transversos, em uma avaliação do valor econômico da companhia, sob pena de descumprimento do mencionado dispositivo.
68. A Companhia também não poderia embasar-se nas regras de contabilidade para sustentar seu entendimento, pois tais regras devem ser aplicadas em um contexto diverso daquele que está sendo analisado. O fato de que as regras contábeis atuais permitem (mas não obrigam) a contabilização de um empreendimento de shopping center como uma "propriedade para investimento", avaliado pelo valor justo (que poderia ser calculado por FCD, conforme determina o Pronunciamento Técnico CPC 28), não acarreta que tal valor justo possa ser utilizado para fins de

avaliação do PL a preços de mercado, pois estariam sendo desrespeitados o conceito e a finalidade desta última metodologia, já descritos acima.

69. Além disso, há um ponto que merece atenção no caso concreto da aquisição do controle da CIMA: conforme informado no Comunicado ao Mercado de 21.10.11 (vide parágrafo 9º retro), a CIMA não detinha apenas a participação no Shopping Tijuca, mas também em três torres comerciais localizadas no mesmo complexo, com 200 salas comerciais.
70. Ao avaliar tais torres comerciais pelo critério do PL a preços de mercado, a Companhia também se utilizou do método do FCD. Se o argumento da "indivisibilidade" do shopping center não é sustentável, como já visto, no caso das torres esta inadequação de metodologia mostra-se ainda mais evidente, não havendo nenhum impedimento para vislumbrar-se um cenário de liquidação ordenada de salas comerciais.
71. Crítica semelhante poderia ser feita em relação à aquisição da Alvear. Nesta, como informado no Comunicado ao Mercado de 08.08.11 (parágrafo 17 retro), foram adquiridas indiretamente participações em dois shoppings centers em construção (Shopping Catuai Londrina Norte e Shopping Catuai Cascavel), que também foram avaliados, para fins do cálculo do PL a preços de mercado, pelo método do Fluxo de Caixa Descontado.
72. Aqui também torna-se aparente a inadequação do procedimento adotado, pois ainda nem há shoppings em operação, mas já se contempla uma alegada "indivisibilidade" no empreendimento imobiliário em construção, o que não faz sentido.
73. Diante de todo o exposto, entendo que a BR Malls, ao utilizar o valor econômico, através da metodologia do fluxo de caixa descontado, para os fins de avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado, descumpriu com o disposto no artigo 256, II, alínea 'b' da Lei nº 6.404/76, nas aquisições do controle da Center Shopping, da CIMA e da Alvear.
74. Como eventuais prejuízos causados por este descumprimento, poderiam ser consideradas a não convocação de assembleias de acionistas para deliberar acerca da aquisição do controle da Center Shopping e da Alvear, bem como a frustração do eventual direito de recesso aos acionistas dissidentes das deliberações que aprovassem as três aquisições sob análise, imaginando que o preço de compra em tais aquisições fosse superior a 1,5x o valor do PL a preços de mercado de tais sociedades, calculados corretamente.
75. Em relação a este último ponto, vale comentar que, em relação às aquisições da Center Shopping e da CIMA, não haveria prejuízo efetivo, devido ao critério do cálculo do valor de reembolso, estabelecido pelo estatuto social da Companhia. O artigo 5º, §5º do estatuto social da BR Malls prevê o seguinte:

"Nas hipóteses em que a lei conferir o direito de retirada a acionista dissidente de deliberação da Assembleia Geral, o valor do reembolso terá por base o menor valor entre o valor econômico da Companhia e o valor de patrimônio líquido constante do último balanço aprovado pela Assembleia Geral, observadas as disposições do artigo 45 da Lei nº 6.404/76".

76. Comparando as cotações das ações de emissão da BR Malls em mercado (as quais possuíam na época considerável liquidez, com volume diário médio negociado de R\$ 32 milhões nos últimos 4 meses de 2010) com o valor patrimonial de suas ações na época da ocorrência das aquisições em questão (entre setembro e dezembro de 2010), verifica-se que não haveria incentivo econômico ao exercício do direito de retirada, uma vez que a venda em mercado seria mais rentável, como depreende-se da tabela a seguir:

BRML3		
<u>Cotação</u>	<u>Valor patrimonial</u>	<u>Valor patrimonial</u>
<u>média</u>	<u>por ação</u>	<u>por ação</u>
<u>(set/10 a dez/10)</u>	<u>31/12/2009</u>	<u>30/9/2010</u>
R\$ 15,58	R\$ 12,49	R\$ 12,96

Fonte: Economática.

77. No que tange à aquisição da Alvear, também não haveria prejuízo relacionado ao eventual direito de recesso. O raciocínio acima também se aplica a esta aquisição, como indicado na tabela a seguir:

BRML3		
<u>Cotação</u>	<u>Valor patrimonial</u>	<u>Valor patrimonial</u>
<u>média</u>	<u>por ação</u>	<u>por ação</u>
<u>(ago/11 a dez/11)</u>	<u>31/12/2010</u>	<u>30/6/2011</u>
R\$ 18,34	R\$ 13,62	R\$ 14,16

Fonte: Economática.

78. Além disso, em setembro de 2011, logo após o anúncio da aquisição da Alvear (que ocorreu em 08.08.11), as ações da BR Malls ingressaram na composição dos índices Ibovespa e IBrX-50, passando a apresentar liquidez, nos termos da alínea 'a' do inciso II do caput do art. 137 da LSA (fls. 256). Como as mesmas já possuíam dispersão (93,8% das ações encontravam-se em circulação – fl. 276), conforme dispõe a alínea 'b' do mesmo dispositivo legal, o direito de retirada não seria mais aplicável.
79. Desta forma, mesmo diante das irregularidades detectadas, tendo em vista, em princípio, a não identificação de prejuízos decorrentes de tais procedimentos e a ausência, até o presente momento, de reclamação de investidor, sugiro o envio de Ofício de Alerta aos membros do Conselho de Administração da BR Malls que aprovaram as referidas aquisições.

Considerações Adicionais

80. Em resposta ao OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-4/Nº219/10 (vide parágrafos 6º ao 8º retro), a Companhia afirmou que "ainda que a aquisição da Center Shopping pudesse ser considerada relevante para a Companhia ou o preço médio pago por ação superasse o parâmetros do inciso II do artigo 256, (...) a dissidência da deliberação que ratificasse a aquisição da Center Shopping não ensejaria para seus acionistas direito de recesso. Conforme expressamente previsto no §2º do artigo 256 da Lei das S.A., há de ser observado o disposto no inciso artigo 137, II, que exclui tal direito com relação às companhias cujas ações apresentam dispersão e liquidez, como é o caso da Companhia [as ações ordinárias de emissão da Companhia atualmente integram os índices de ações do mercado brasileiro IBrX, IGC, ITAG, IMOB, SMLL e IVBX-2; e a Companhia possui atualmente 85% de suas ações em circulação]" (grifos nossos).

81. No que tange ao critério da liquidez, definido no art. 137, II, alínea 'a' da Lei nº 6.404/76, não era correto o entendimento da Companhia. Apesar das ações da BR Malls integrarem à época os índices supracitados, tais índices não devem ser considerados para os fins do dispositivo legal em questão, conforme informa o item 29.4 do Ofício-Circular/CVM/SEP/Nº002/2012, transcrito abaixo:

"Considerando que, atualmente, inexistente regulamentação acerca da matéria na CVM, entende-se que os índices considerados para efeito de liquidez devem ser aqueles admitidos à negociação em bolsas de futuros, atualmente, Ibovespa e IBRX-50".

82. Entretanto, esta questão foi minimizada pelo ingresso das ações da Companhia nos índices Ibovespa e IBRX-50, em setembro de 2011 (conforme o parágrafo 78 retro).

83. Ressalta-se que a BR Malls deixou de divulgar os estudos/laudos de avaliação internos que subsidiaram a negociação do preço da aquisição da Center Shopping, sob o argumento de que tal documentação continha informações confidenciais e sua divulgação colocaria a Companhia em posição de risco e indevida desvantagem em relação a seus competidores (vide parágrafo 8º retro). A esse respeito, entendo que não se justificaria qualquer atitude da CVM no sentido de exigir a sua divulgação, considerando, no caso concreto:

- a. a justificativa apresentada pela companhia para o não envio de tais laudos;
- b. que a operação, a princípio, não se enquadraria nos incisos do art. 256 da LSA, não passando por deliberação assemblear, hipótese em que tal informação seria obrigatoriamente divulgada em virtude da exigência prevista no Anexo 19 da Instrução CVM nº481/09;
- c. que os dados divulgados a respeito da aquisição foram suficientes para dar a devida publicidade à operação; e
- d. que as informações apresentadas também foram suficientes para análise da operação pela SEP.

III. Conclusão

84. Diante do exposto, conforme conclusão constante dos parágrafos 73 e 79 retro, tendo em vista o descumprimento ao disposto no artigo 256, II, alínea 'b' da Lei nº 6.404/76, por ocasião das aquisições do controle da Center Shopping S.A., da CIMA Empreendimentos do Brasil S.A. e da Alvear Participações S.A., sugiro o envio de Ofício de Alerta aos membros do Conselho de Administração da BR Malls Participações S.A. que aprovaram as referidas aquisições, nos termos das minutas às fls. 277/280, solicitando que seja dada ciência à Apsis Consultoria Empresarial Ltda. do entendimento da SEP descrito no presente relatório.

Atenciosamente,

Dov Rawet

Analista GEA-4