PARA: GEA-4 RA/CVM/SEP/GEA-4/Nº005/13

DE: Dov Rawet DATA: 30/01/13

ASSUNTO: Recurso contra entendimento da SEP

BR MALLS PARTICIPAÇÕES S.A.

Processo CVM No RJ-2010-14254

Senhora Gerente.

Trata-se de recurso protocolizado nesta Autarquia em 18.01.13 (fls. 333/345), apresentado pela BR Malls Participações S.A. ("BR Malls", "Companhia" ou "Recorrente"), contra o entendimento da Superintendência de Relações com Empresas manifestado por meio dos OFÍCIOS DE ALERTA CVM/SEP/GEA-4/N^{os} 006/12 a 008/12, de 04.05.12 (fls. 304/312).

Do Entendimento da SEP

- 2. Convém transcrever os principais trechos do OFÍCIO DE ALERTA CVM/SEP/GEA-4/Nº 006/12 recorrido, semelhante aos demais ofícios citados:
 - a) "... informamos 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";
 - b) "nesse sentido, esclarecemos que a avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado equivale a determinar o valor de liquidação da empresa, ou seja, cada bem deverá ser avaliado individualmente, e somente terá valor se puder ser negociado individualmente. O resultado da avaliação do patrimônio líquido 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";
 - c) "diferentemente, o critério do fluxo de caixa descontado é utilizado para calcular o <u>valor da empresa quando em exploração</u> que será determinado pelo fluxo de caixa daquele empreendimento descontado por uma taxa que reflita o risco associado ao investimento, considerando premissas de crescimento do empreendimento";
 - d) "apesar do argumento trazido pela Companhia de que, no caso de shopping centers, o valor de mercado seria idêntico ao valor econômico (calculado pelo Fluxo de Caixa Descontado), pois seria por este valor que ocorreriam, no mercado, negociações desses empreendimentos, afirmamos que o mesmo também é observado na maioria das negociações de outros tipos de empresas (estas também seriam negociadas por seus valores econômicos), o que não impossibilitaria a aplicação do critério do patrimônio líquido a preços de mercado para avaliá-las";
 - e) "além disso, também não vislumbramos impossibilidade física ou jurídica para a avaliação ou alienação, de forma isolada, de cada elemento que compõe um shopping Center";
 - f) "desta forma, restou comprovado que, nas aquisições das participações de Center Shopping, CIMA e Alvear, houve o descumprimento ao artigo 256, inciso II, alínea 'b', da Lei nº 6.404/76"; e
 - g) "não obstante, considerando (i) a não identificação, neste momento, de prejuízos aos acionistas da Companhia, em função de que eventual direito de recesso, previsto no parágrafo 2º do artigo 256 da Lei nº 6.404/76, não se mostraria economicamente interessante à época das referidas aquisições, bem como (ii) a ausência de reclamação de investidor a respeito, **alertamos** V.Sa., com base no disposto na Deliberação CVM n° 542/08, para a necessidade de se observar a legislação e regulamentação vigentes, a fim de evitar a instauração de procedimento de natureza sancionadora".

Do Recurso Apresentado

3. Em primeiro lugar, cabe mencionar que, apesar da BR Malls ter encaminhado o documento em análise "com fulcro no artigo 13 da Lei n^2 6.385/76", ou seja, na forma de uma consulta, trata-se, na realidade, de um recurso contra o entendimento da SEP constante dos referidos Ofícios de Alerta, como fica claro pela leitura do documento protocolizado (em especial a sua conclusão):

"Em razão do exposto, é que se pede vênia para requerer, respeitosamente, a esta CVM que revisite este entendimento e confirme a sua pertinência e, na hipótese, de não concordância, remeta ao Colegiado desta CVM para que aprecie a questão".

- 4. Desta forma, o presente recurso é <u>intempestivo</u>, uma vez que foi encaminhado passados mais de **8 meses** da ciência do entendimento da SEP ora recorrido.
- 5. Adicionalmente, cumpre salientar que, apesar dos citados Ofícios de Alerta terem sido endereçados aos membros do Conselho de Administração da Companhia, a Recorrente é a própria BR Malls.
- 6. Abordadas tais questões preliminares, passo ao exame do mérito do recurso.
- 7. Inicialmente, ressalta-se que, além dos Ofícios de Alerta supramencionados, a Recorrente também teve acesso à análise da SEP consubstanciada no RA/CVM/SEP/GEA-4/N°030/12, de 27.04.12 (fls. 281/302), e no MEMO/CVM/SEP/GEA-4/N°056/12 de 02.05.12 (fl. 303), por meio de vista e cópia dos autos do presente processo ocorrida em **03.09.12** (fl. 331).
- 8. O presente recurso traz críticas ao entendimento da SEP sobre a forma de cômputo do patrimônio líquido a preços de mercado ("PL a preços de mercado") para os fins do art. 256, II, 'b', da Lei nº 6.404/76 ("LSA"), especificamente quando a sociedade adquirida detiver unicamente participação em shopping centers (que representam a área de atuação da BR Malls).
- 9. Na opinião da Recorrente, neste caso específico, o preço de mercado de um shopping center deveria ser calculado com base no fluxo de caixa descontado das receitas geradas pelos contratos de locação das lojas que compõem o shopping, para o cálculo do PL a preços de

mercado.

- 10. Em breve síntese, a Recorrente sustenta seu posicionamento com base nos seguintes principais argumentos:
 - a) o ativo shopping center apresentaria características peculiares e distintas de outros empreendimentos comerciais;
 - b) o próprio shopping center seria a menor unidade passível de ser avaliada dentro da metodologia do PL a mercado, não podendo ser dividido em unidades menores;
 - c) comumente o shopping center é organizado na forma de condomínio voluntário ou *pro indiviso*, sendo assim qualificado como bem indivisível e afastando a hipótese de ajuizamento de uma ação por um dos empreendedores para extinguir o condomínio mediante a divisão da coisa. Desta forma, não seria viável cogitar de sua divisão em partes menores;
 - d) seria juridicamente impossível alienar separadamente cada sala/loja e instalação de um shopping center, porque a divisão de seus espaços físicos não equivale a uma divisão jurídica de bens; e
 - e) qualquer terceiro que venha a adquirir um shopping center, em condições normais, formaria o preço a que estaria disposto a pagar levando em consideração necessariamente o seu fluxo de caixa.
- 11. Entendo que não deve prosperar a argumentação da Companhia, em função das considerações apresentadas nos parágrafos a seguir (várias destas já constavam do próprio RA/CVM/SEP/GEA-4/N°030/12, às fls. 281/302, e, por isso, serão abordadas aqui apenas resumidamente).
- 12. É pacífico o entendimento de que a avaliação do PL a preços de mercado de uma empresa deve ser elaborada em um cenário de liquidação ordenada da sociedade em questão, onde cada ativo e passivo deve ter seu valor de mercado mensurado individualmente e isoladamente.
- 13. Assim, tal metodologia não é adequada para avaliar o negócio em operação, onde os diferentes ativos possuídos são utilizados de forma combinada e onde verifica-se a sinergia entre os mesmos, gerando valor para a empresa. Na verdade, o oposto ocorre: o cômputo do PL a preços de mercado se dá de forma a averiguar o valor de liquidação (ordenada) da empresa (de seus ativos e passivos), cessada a sua atividade operacional.
- 14. Trata-se de um exercício teórico, muitas vezes útil para que os donos da empresa verifiquem se vale a pena economicamente continuar operando determinado negócio ou se o melhor seria interromper suas atividades para alienar os ativos e saldar os passivos.
- 15. Em uma empresa lucrativa, onde o mais rentável é manter as atividades em operação, mostra-se bastante clara essa característica hipotética da avaliação do PL a preços de mercado. O fato da venda de cada ativo, de forma isolada, de uma empresa lucrativa não fazer sentido econômico não impede que seja calculado o valor que teoricamente seria obtido através de tal procedimento.
- 16. A Companhia argumenta que o valor de mercado de um shopping center só poderia ser obtido através do fluxo de caixa descontado oriundo do aluguel de suas lojas, pois é esse o critério que um comprador se utilizaria para calcular o preço que pagaria pelo shopping center.
- 17. Ora, esta constatação não invalida o raciocínio anterior. Via de regra, os preços de negociação de <u>quaisquer tipos de</u> <u>empreendimentos operacionais</u>, e não apenas de shopping centers, são estabelecidos com base na expectativa futura de rentabilidade da operação negociada. Assim, esta razão, por si só, não é suficiente para caracterizar a atividade do shopping center como *sui generis*, diferenciado-a das demais, para fins do art. 256 da LSA.
- 18. O principal argumento trazido pela Recorrente para justificar sua posição se refere a uma alegada indivisibilidade do shopping center, decorrente de questões jurídicas, e não físicas. A meu ver, também este argumento não evitaria a aplicação, à atividade de shopping center, da metodologia do PL a preços de mercado da forma "regular", como ocorre nos outras modalidades de atividades econômicas.
- 19. A BR Malls alega, em suma, que, por ser organizado na forma de condomínio *pro indiviso*, o shopping center seria um bem indivisível e deveria ser avaliado como um todo.
- 20. Reitero que a metodologia do PL a preços de mercado não considera a avaliação da operação em andamento de uma sociedade ou conjunto de ativos. Assim, entendo que tal obstáculo descrito pela Recorrente poderia ser afastado simplesmente considerando-se, hipoteticamente, a interrupção da atividade operacional do shopping center, quando se fosse realizar o exercício teórico de calcular o seu valor pelo critério do PL a preços de mercado.
- 21. Desta forma, o ativo imobilizado a ser avaliado deixa de ser caracterizado como um shopping center, passando a ser apenas os imóveis e demais bens que o compõem. Todos os impedimentos jurídicos que dificultam a divisibilidade daquele empreendimento imobiliário deixam de existir, pois, na aplicação teórica da metodologia de cálculo do PL a preços de mercado, não é necessário (ou melhor, não deve ser considerado) que o imóvel represente um shopping center em operação, da mesma forma que não se deve considerar as sinergias existentes entre os diversos ativos de uma sociedade que pratique outros tipos de atividades econômicas.
- 22. É importante ressaltar que essa descaracterização de um empreendimento imobiliário que originalmente foi concebido como um shopping center é possível de ser efetuada na prática. Não consigo vislumbrar impedimento legal ou jurídico.
- 23. Em um condomínio *pro indiviso*, como explica a Recorrente, não pode um dos condôminos pedir a divisão da coisa. Entretanto, salvo melhor juízo, nada impede que todos os condôminos, em unanimidade, decidam acabar com o condomínio e dividir o bem, se fisicamente tal divisão for possível.
- 24. No caso de shopping centers, entendo que existe essa possibilidade física. Além disso, muitas vezes o ativo/imóvel shopping center é de propriedade exclusiva de apenas um ou poucos proprietários. Novamente, não consigo vislumbrar algum argumento jurídico que impeça que o único proprietário (ou todos os proprietários em conjunto) do shopping center decida interromper a exploração daquele conjunto de imóveis como shopping e dê destinação diversa aos mesmos.
- 25. Pode ocorrer do proprietário do shopping verificar que a atividade de determinado shopping center não é rentável (por exemplo, por razões geográficas), mas que eventualmente seria mais vantajoso interromper a utilização daquele conjunto de imóveis na forma de um shopping center e alienar as diversas lojas, salas e instalações para proprietários diversos, ou mesmo vender todo o conjunto de imóveis

para alguém que exercesse atividade diversa. Se tal hipótese é viável na prática, não haveria como argumentar que, dentro de uma avaliação teórica de PL a precos de mercado, este cenário não poderia ser abordado.

- 26. Um outro exemplo ocorreria na eventual desapropriação de um conjunto de imóveis explorados como shopping center. O ente expropriante certamente não iria utilizar os imóveis expropriados para continuar a exploração da atividade de shopping center e, salvo engano, também a indenização da desapropriação não seria calculada com base na rentabilidade do shopping, mas de acordo com o valor dos imóveis. Finalmente, o proprietário original do shopping center não poderia se escudar em sua indivisibilidade jurídica para impedir sua desapropriação ou a sua utilização para outros fins.
- 27. A BR Malls, ao afirmar que o próprio shopping center seria a menor unidade passível de ser avaliada, não podendo ser dividido em unidades menores, questiona, para defender a sua posição, qual seria o grau de divisibilidade de um ativo que o avaliador deveria considerar, para o cálculo do PL a preços de mercado.
- 28. Nesse sentido, ratifico as observações feitas no RA/CVM/SEP/GEA-4/N°030/12, de que essa divisão deve ser pautada pela razoabilidade, não sendo necessário avaliar cada tijolo da parede ou cada prego do móvel, mas, em um shopping center, parece razoável avaliar-se cada divisão física existente (sala, loja, instalação).
- 29. Outra hipótese razoável, assumindo a possibilidade de haver um comprador para todo o imóvel, para o exercício de atividade diversa a de shopping center (que, no limite, poderia estar interessado apenas no terreno e iria demolir as construções), seria avaliar os diversos componentes do imóvel passíveis de serem vendidos isoladamente (por exemplo, terreno, equipamentos e instalações, etc).
- 30. O que não se mostra razoável, por todo o exposto, seria avaliar um shopping center como uma unidade única, cujo valor de mercado <u>necessariamente</u> envolveria a aferição de sua expectativa de rentabilidade futura, via seu fluxo de caixa descontado. Isto eventualmente comprometeria a própria finalidade do art. 256, Il da LSA, de fornecer uma comparação entre o preço de compra praticado (que, na maioria das vezes, considera o fluxo de caixa descontado da sociedade adquirida) e os critérios definidos nas três alíneas do citado dispositivo legal.
- 31. Além disso, adotando-se o entendimento da BR Malls, a comparação do art. 256 também poderia restar prejudicada (a exemplo do que ocorreu na aquisição do controle da Center Shopping S.A., objeto de análise do presente processo) em outros casos de aquisições de sociedades que detivessem empreendimentos imobiliários similares a shopping centers (como hotéis, hospitais, universidades, estádios, parques temáticos, entre outros), quando o preço de compra e o PL a preços de mercado fossem calculados com base no mesmo critério do fluxo de caixa descontado.

Da Conclusão

32. Diante de todo o exposto, entendo que **não merece reparo o entendimento da SEP** contido nos OFÍCIOS DE ALERTA CVM/SEP/GEA-4/N^{os} 006/12 a 008/12, de 04.05.12, devendo ser mantido pelos seus próprios fundamentos, conforme constam dos mencionados Relatório de Análise e Memorando, razão pela qual sugiro o envio do presente processo à SGE, para encaminhamento ao Colegiado para deliberação, nos termos do inciso III da Deliberação CVM n° 463/03.

Atenciosamente,

DOV RAWET Analista GEA-4

JULIANA VICENTE BENTO Gerente de Acompanhamento de Empresas 4

À SGE,

FERNANDO SOARES VIEIRA

Superintendente de Relações com Empresas