

**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.

**Diretor Relator:** Otavio Yazbek

### Relatório

#### I. Objeto

1. Trata-se de consulta protocolada pela BR Malls Participações S.A. (“BrMalls” ou “Companhia”) sobre a interpretação do art. 256 da Lei n.º 6404, de 15.12.1976<sup>[1]</sup>, mais especificamente no que envolve a metodologia de cálculo da avaliação do “patrimônio líquido a preços de mercado” prevista inciso II, alínea “b” deste artigo.

#### II. Fatos

2. Em 24.9.2010, a BrMalls publicou “Comunicado ao Mercado” informando que “celebrou promessa de compra e venda, irrevogável e irretroatável, de ações representativas de 51% da companhia que detém o Center Shopping em Uberlândia (MG), e passará a ser responsável por sua administração e comercialização” (fl. 2).
3. A BrMalls entendeu desnecessária a submissão da aquisição acima referida à sua assembleia geral, uma vez que (i) a celebração da promessa de compra e venda das ações não teria representado investimento relevante, nos termos do parágrafo único do art. 247 da Lei n.º 6.404/1976<sup>[2]</sup>, equivalendo a “apenas aproximadamente 4% de seu patrimônio líquido” (fl.7); e que (ii) o preço médio por ação pago na referida aquisição não ultrapassou uma vez e meia o maior dos três valores de que trata o inciso II do artigo 256 da Lei n.º 6.404/1976.
4. Meses depois, em 21.11.2010, a BrMalls divulgou outro “Comunicado ao Mercado”, informando que a Companhia adquiriu 49,99% das ações da CIMA Empreendimentos do Brasil S.A.<sup>[3]</sup>, com opção para aquisição dos 50,01% das ações restantes (fl. 98). Aqui, porém, ela entendeu que deveria ser convocada a assembleia geral extraordinária, já que os R\$ 800 milhões, pagos pela totalidade das ações da CIMA, representariam investimento relevante.
5. Por fim, em 8.8.2011, a BrMalls divulgou um terceiro “Comunicado ao Mercado”, dando notícia da aquisição de 70% da Alvear Participações S.A. (“Alvear”), proprietária de três *shopping centers* e de dois terrenos<sup>[4]</sup> (fl. 160).
6. No que se refere à aquisição de participação na Alvear, a BrMalls entendeu não haver necessidade de convocar assembleia geral, uma vez que tal aquisição não constituiu investimento relevante e que 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 do mesmo diploma legal.

#### III. Entendimento da SEP

7. O entendimento manifestado pela SEP ao longo do processo está resumido nesta seção. Para evitar repetições desnecessárias, optei por compilar as manifestações da superintendência a respeito da metodologia utilizada pela BrMalls para o cálculo da avaliação do “patrimônio líquido a preços de mercado” prevista no inciso II, alínea “b”, do artigo 256 (fls. 281-301, 302 e 346-351).
8. Segundo a área técnica, a avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado não se confunde com o critério do fluxo de caixa descontado. Enquanto a avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado almeja determinar o valor de liquidação de determinada empresa, por meio da avaliação de cada bem individualmente, o critério do fluxo de caixa descontado seria utilizado para calcular “o valor da empresa quando em exploração, o que será determinado por uma taxa que reflita o risco associado ao investimento, considerando premissas de crescimento ou empreendimentos”.
9. De acordo com a área, o intuito do critério de “PL a preços de mercado” não é de “encontrar o valor justo 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”. Nesse sentido, não importaria o valor que considerado em negociações envolvendo *shopping centers*, sendo irrelevante a afirmação da Companhia de que negociações com estes ativos são feitas com base no critério do fluxo de caixa descontado ou que o critério do fluxo de caixa descontado está em linha com a norma ABNT NBR 14653-4 – Avaliação de empreendimentos imobiliários. Este método, segundo a SEP, serviria apenas para calcular o “valor operacional” do *shopping center*.
10. Além disso, na mensuração do patrimônio líquido a preços de mercado, não se computa, tal como explicitado em carta que o Professor Eliseu Martins apresentou para outro caso (fls. 269-272), “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 pode ser comercializados independentemente”.
11. Este entendimento, ressalta a SEP, teria sido contemplado pelos itens XIV a XVIII do Anexo III da Instrução CVM n.º 361, de 5.3.2002<sup>[5]</sup> que diferenciam os critérios “Valor Econômico pela Regra do Fluxo de Caixa Descontado” do “Valor do patrimônio líquido avaliado a preços de mercado”.
12. No caso específico da BrMalls, em que se discute, sobretudo, a avaliação de sociedades cujos ativos mais relevantes são *shopping centers*, o entendimento da SEP é o de que se deveria contemplar, na avaliação do patrimônio a preços de mercado, “a análise do valor de alienação individual de cada sala/loja e instalação (cinema, estacionamento), sem computar a sinergia entre tais imóveis”.
13. É por este motivo que a SEP conclui que, no seu entendimento, não haveria, na aquisição da CIMA, da Alvear e do Center Shopping, impedimento físico ou jurídico para que as diversas “partes” de um *shopping center* pudessem ser alienadas isoladamente e que, ao mesmo tempo, não se chegaria ao extremo de avaliar, isoladamente, o valor de cada tijolo ou prego que compõem as instalações.
14. Aliás, no caso da CIMA, seria ainda mais evidente a possibilidade de alienação individual de bens, uma vez que ela detinha participação também em três torres comerciais, que poderiam ter suas salas avaliadas em um cenário de liquidação ordenada. Também seria clara a possibilidade no caso da Alvear, por se estar lidando com um empreendimento imobiliário em construção.
15. A SEP destaca, ao fim, que o entendimento da Companhia (que poderia ser estendido a outros empreendimentos imobiliários similares, como

hotéis, hospitais, escolas e universidades) “*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 eventual supressão de direitos dos acionistas*”.

16. De toda forma, mesmo entendendo que os membros do conselho de administração da Companhia desrespeitaram o art. 256, II, alínea ‘b’ da Lei n.º 6.404/1976, a SEP entendeu que não se impunha a instauração de processo administrativo sancionador, optando por emitir os correspondentes ofícios de alerta, nos termos do item II da Deliberação CVM n.º 542, de 9.7.2008<sup>[6]</sup>, pois não se vislumbrou efetivo prejuízo para os acionistas da BrMalls.
17. Segundo a área técnica, mesmo que estas aquisições fossem submetidas à aprovação da assembleia, o valor de eventual recesso seria inferior ao valor da cotação média no período das aquisições<sup>[7]</sup>, sendo certo, ademais, que, no caso da aquisição da Alvear, com a inclusão das ações da BrMalls no IBrX-50 em setembro de 2011, o recesso sequer seria aplicável, nos termos do §2º do art. 256 c/c 137, inciso II, da lei acionária<sup>[8]</sup>.

#### IV. Consulta

18. A posição da BrMalls, constante da consulta protocolada em 18.1.2013 (fls. 333-345) está descrita, resumidamente, nos parágrafos abaixo.
19. Para fins de avaliação do patrimônio líquido a preço de mercado, como prevê o art. 256, II, alínea “b”, deve-se buscar o valor pelo qual a menor unidade registrada no ativo de companhia possa ser negociada individualmente, para, então, levar em conta o fluxo de caixa gerado pelos aluguéis das lojas que compõem os *shopping centers*.
20. A posição da Companhia está fundamentada, essencialmente, nos seguintes argumentos:
  - i. seria irrazoável imaginar que na liquidação de um *shopping center* deva se proceder com a avaliação de “*materiais usados para a construção do shopping (...) – como tijolos, cimento, mão de obra etc –*, (...) [uma vez que] *fugiria totalmente do conceito de avaliação a preço de mercado, previsto na norma*”;
  - ii. o *shopping center* é “*um empreendimento comercial com características peculiares*” e, porque é juridicamente impossível alienar separadamente cada sala/loja e instalação (mesmo porque se trata de condomínio voluntário ou *pro indiviso*), ele é que representa a menor unidade que pode ser alienada individualmente;
  - iii. nem mesmo em tese seria possível realizar uma avaliação a preços de mercado de cada sala/loja e instalação, “*posto que não há mercado para o que não se pode negociar*”; e
  - iv. sendo o *shopping center* a menor unidade, e considerando, ainda, que “*a principal fonte de receita de um shopping center são os aluguéis*”, “*o fluxo de caixa descontado parece, sem dúvida, o melhor e mais exato critério para se avaliar o ativo shopping center*”<sup>[9]</sup>.

#### V. Manutenção do Entendimento da SEP

21. A SEP, ao analisar o recurso da companhia, entendeu que não merecia reparo o entendimento acima resumido. Não obstante, acrescentou alguns pontos.
22. Preliminarmente, a área técnica aponta que, embora a Companhia tenha apresentado o expediente sob a forma de uma consulta, trata-se, na verdade, de recurso que, aliás, é intempestivo (pois que protocolado depois mais de oito meses da ciência dos ofícios de alerta).
23. Ademais, a área técnica destacou 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*”.
24. Sobre o mérito, a área técnica começou por destacar que a avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado representa um “exercício teórico”, em que imagina um cenário de liquidação ordenada dos ativos e passivos da empresa. Desta forma, muito embora em uma empresa lucrativa não exista sentido lógico em analisar isoladamente cada ativo e passivo e desconsiderar a sinergia existente entre eles, não há impedimento algum para que, em tese, seja calculado o valor que seria obtido através de tal procedimento.
25. Quando considerada hipoteticamente a interrupção da atividade do *shopping center*, a fim de realizar a avaliação deste a preços de mercado, cessam os empecilhos provenientes da indivisibilidade jurídica e do condomínio *pro indiviso* que a BrMalls alega existir na aferição do valor de tal ativo pelo método do patrimônio líquido a preço de mercado. Isto porque “*o ativo imobilizado deixa de ser considerado como um shopping center, passando a ser apenas os imóveis e demais bens que o compõe*”.
26. Ademais, ressalta a SEP, não há impossibilidade física ou jurídica a que o único proprietário do shopping ou todos os proprietários em conjunto decidam interromper a exploração daquele conjunto de imóveis como shopping e dar, a eles, uma destinação diversa. Dentro deste cenário, é possível alienar as diversas salas, lojas e instalações para proprietários diversos ou mesmo vender o conjunto de imóveis para alguém que exerça atividade diversa. Aliás, tanto seria possível esta separação que, no caso de desapropriação de um *shopping*, o valor da indenização a ser devida seria calculada com base no valor dos imóveis e não no da rentabilidade deste ativo.
27. De qualquer forma, para fins de avaliação pelo critério de patrimônio líquido a preço de mercado, o laudo correspondente poderia se pautar pela divisão física existente (sala, loja, instalação) e também pelos diversos componentes do imóvel passíveis de serem vendidos isoladamente (por exemplo, terreno, equipamentos e instalações).

É o relatório.

#### Voto

1. Para a análise do presente processo impõe-se, antes de qualquer outra coisa, tratar de uma questão preliminar suscitada pela SEP em sua derradeira manifestação, que é a da intempestividade do recurso apresentado.
2. A Deliberação CVM n.º 463, de 25.7.2003 estabelece, em seu item I, que “*Das decisões proferidas pelos Superintendentes da Comissão de Valores Mobiliários - CVM caberá recurso para o Colegiado no prazo de 15 (quinze) dias, contados da sua ciência pelo interessado*”. Neste sentido, caso se entenda que o pleito apresentado pela Companhia é um recurso em sentido estrito, não há como negar a sua intempestividade – os ofícios de alerta são datados de 4.5.2012, enquanto a Companhia teria recorrido apenas em 16.1.2013.
3. Ocorre que, a despeito dos efeitos da eventual revisão da decisão da área técnica, que em muito se assemelham aos efeitos de um recurso comum, creio que há motivos para interpretar a situação de forma distinta e, conseqüentemente, para não se reconhecer a referida

intempestividade.

4. E o primeiro desses motivos diz respeito à identidade do pretense recorrente e à natureza do pleito. Foram destinatários dos ofícios de alerta emitidos os então membros do conselho de administração da Companhia. Estes foram alertados para “a necessidade de se observar a legislação e regulamentação vigentes, a fim de evitar a instauração de procedimento de natureza sancionadora”, enquanto que o pedido que ora se analisa foi apresentado pela Companhia, tendo em vista seu *modus operandi*.
5. Ele não se destina diretamente a revogar os ofícios de alerta, mas muito mais a questionar a posição consolidada, inclusive no que se refere a possíveis novos casos. Trata-se, assim, muito mais de uma consulta, motivo pelo qual não me parece cabível afastar a discussão que se nos apresenta pela mera consideração da intempestividade do recurso.
6. Resolvida essa questão, cumpre passar à análise do caso em si. E gostaria de tomar como ponto de partida o texto legal. O art. 256 da Lei n.º 6.404, de 15.12.1976, estabelece que, em determinados casos, relacionados nos incisos I e II daquele mesmo dispositivo, a aquisição de controle de sociedade mercantil deverá ser submetida à assembleia geral da companhia aberta compradora.
7. O inciso I do artigo trata dos casos em que o preço pago for, para a adquirente, investimento relevante, na forma do parágrafo único do art. 247 da Lei. Já o inciso II estabelece que também se impõe a autorização assemblear quando o preço médio de cada ação ou cota ultrapassar uma vez e meia o maior de 3 valores, estabelecidos por critérios distintos. O segundo daqueles valores, constante da alínea “b” do referido inciso, é o “valor de patrimônio líquido (artigo 248) da ação ou quota, avaliado o patrimônio a preços de mercado (artigo 183, § 1º)”. O § 2º do mesmo artigo estabelece que, caso o preço pago ultrapassar em uma vez e meia o maior daqueles três valores, os acionistas dissidentes na deliberação da assembleia terão direito a recesso.
8. O referido dispositivo traz uma proteção, especialmente para os acionistas minoritários, em uma situação – a aquisição de controle de outra sociedade – que pode ser bem menos transparente e trazer alguns riscos de abuso que talvez não existam com a mesma intensidade quando da aquisição de outros ativos. Este seria um dos motivos pelos quais a compra de ativos em geral tende a ser de competência exclusiva da administração, enquanto a compra de controle de uma sociedade demanda, em determinados casos, a adoção dos mecanismos de controle acima referidos.
9. Pode-se afirmar que tais mecanismos de controle se manifestam pelo menos de duas maneiras. Em um primeiro momento, de acordo com os referidos autores, esses controles seriam de natureza informacional, uma vez que a operação deve ser levada a conhecimento da coletividade dos acionistas, inclusive com as informações referidas no § 1º do art. 256. Além disso, eles se corporificariam, de maneira ainda mais incisiva, na constringimento à possibilidade de pagamento de valores distorcidos, a partir tanto da necessidade de aprovação assemblear quanto do direito de recesso<sup>[10]</sup>.
10. Em especial a contraposição entre o preço pago e o maior dos três preços, atingidos pelos critérios relacionados nas alíneas do inciso II (“cotação média das ações em bolsa ou no mercado de balcão organizado, durante os noventa dias anteriores à data da contratação”, “valor de patrimônio líquido (artigo 248) da ação ou quota, avaliado o patrimônio a preços de mercado (artigo 183, § 1º)” e “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”) destina-se a permitir a verificação, a partir de determinados indícios mais ou menos objetivos, da abusividade na definição daquele preço.
11. Isso porque a aplicação dos critérios constantes daquelas três alíneas, mais ou menos similares aos critérios estabelecidos no § 1º do art. 170 da lei para a definição do preço de emissão de novas ações, dá balizadores para a identificação do que seria um valor adequado para as ações da companhia adquirida. Por razoabilidade, a lei estabeleceu ainda uma margem – assim, deve-se considerar, para os efeitos daquela comparação, o maior dos preços por aqueles meios obtidos, acrescido de uma margem de cinquenta por cento<sup>[11]</sup>.
12. A despeito de certa arbitrariedade na definição desses critérios, o que importa aqui deixar destacada é uma das finalidades do citado inc. II – trata-se de regra que, visando criar condições de comparabilidade entre os preços definidos pelos critérios legais e aquele avençado entre os administradores da sociedade adquirente e os controladores da outra sociedade, busca, em última instância, criar uma espécie de mecanismo de controle sobre a razoabilidade da conduta negocial daqueles administradores.
13. Feitos esses esclarecimentos, creio que se pode, com mais segurança, passar à análise do caso que se apresenta. E nele se está, basicamente, tratando da forma mais correta de se interpretar o que seria, em uma determinada situação, o valor do patrimônio líquido das ações da companhia cujo controle foi adquirido calculado a preço de mercado.
14. Além disso: embora mais de um caso tenha dado origem aos ofícios de alerta enviados, em todas as aquisições de controle há um substrato comum – nelas se está, sempre lidando com a aquisição de sociedades que detêm os ativos (principalmente *shopping centers*) sobre cujos critérios de avaliação surgiram discordâncias. E este será o meu ponto de partida: a constatação de que se está, aqui, lidando com a aquisição de controle – pelo que se conclui dos autos – de sociedades de propósito específico que detêm os ativos imobiliários propriamente ditos.
15. Temos, aqui, dois pontos que merecem destaque: o primeiro é o de que a adoção dessa solução – ou seja, da opção pela realização de operações por meio da aquisição de participações em sociedades de propósito específico – se não é capaz de desconstituir a aplicação do regime estabelecido pelo art. 256 da lei acionária, é ao menos eloquente quanto ao que se está, de fato, adquirindo; o segundo diz respeito à natureza do ativo adquirido.
16. E é importante considerar a natureza de tal ativo para se chegar a uma decisão coerente. Isso porque, parece-me, há que se fazer algumas diferenciações importantes.
17. A primeira delas diz respeito ao que seria a avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado em casos como o presente. Na sua definição mais singela, por meio de tal metodologia se busca aquilatar o valor pelo qual os ativos de uma empresa poderiam ser vendidos em condições de liquidação ordenada, como se os acionistas tivessem deliberado encerrar as atividades da sociedade e, conseqüentemente, deveriam alienar os bens integrantes do seu patrimônio. Das especificidades dessa metodologia decorrem uma série de efeitos.
18. Um desses efeitos é o de que a avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado deve ignorar determinados elementos patrimoniais que apenas se deveria levar em conta em caso de continuidade do negócio. São deixados de lado, portanto, aqueles elementos imateriais ligados à exploração da atividade empresarial (*goodwill*) que não são contabilizáveis ou que, se contabilizáveis, não podem ser objeto de alienação independentemente, bem como os efeitos das sinergias existentes entre os ativos<sup>[12]</sup>.
19. Disso decorre outro efeito, que é a incapacidade de a avaliação de patrimônio líquido a preços de mercado refletir o valor de uma empresa em atividade. Daí porque as avaliações de patrimônio líquido a preços de mercado não são capazes de apreender “o valor do negócio em marcha”, diferindo de outros métodos que aferem o valor econômico da empresa ou, para determinados fins, aquilo que se define usualmente como seu “valor justo”<sup>[13]</sup>.

20. Tais ressalvas, porém não são suficientes para fundamentar o presente voto. Elas podem, quando muito, permitir uma aproximação razoável da questão da avaliação a preços de mercado no presente caso, em especial quando contrapostas às finalidades, acima descritas, do dispositivo. Mais importantes, parece-me, são as questões acerca do “nível” em que se faz a avaliação a preços de mercado e da natureza do ativo.
21. Quando me refiro ao “nível” em que se deve fazer a avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado estou, basicamente, referindo um ponto que me parece ser, antes, de ordem lógica: o principal ativo das sociedades cujo controle se adquiriu, senão, como em alguns dos casos se vê, o seu único ativo, é um *shopping center*, e não aquele conjunto de bens que, reunidos, formam um *shopping center*. Em outras palavras, caso se imponha simular a alienação ordenada dos bens de uma daquelas sociedades, como se as atividades dela devessem se encerrar, o que se deveria alienar seria o *shopping center*.
22. Assim, ainda que a detenção de um *shopping center* (ou mesmo de frações ideais de um *shopping center*) corresponda, indiretamente, à propriedade de diversos imóveis e de uma série de equipamentos, parece-me certo que, do ponto de vista econômico e também do ponto de vista contábil, existe investimento em uma “*unidade de produção*”<sup>[14]</sup>. E o valor dessa unidade de produção decorre, fundamentalmente, da sua capacidade de gerar renda futura, a partir de sua exploração. Essa perspectiva de rentabilidade é o que o potencial adquirente daquela unidade produtiva terá em mente – e o preço que ele se disporá a pagar levará em consideração esse fato.
23. Entender que aquela unidade de produção é o que se deveria alienar, assim, é a solução que me parece mais lógica<sup>[15]</sup>. Inclusive porque, de outra maneira, estaríamos lidando com a alienação de elementos por demais díspares, que, em última instância, se resumiriam ao imóvel e a uma série de equipamentos que, destinados a um determinado uso e para ele conformados (e já com algum desgaste, vale lembrar), provavelmente seriam vendidos como sucata.
24. Note-se que não estou, aqui, remetendo à discussão sobre a natureza de condomínio indiviso do *shopping center*, que não considero essencial explorar para os efeitos da presente decisão, mas sim, exclusivamente, à possibilidade de se caracterizar esse tipo de empreendimento como um ativo que é, em si, passível de alienação e que a alienação nesses termos talvez seja a melhor solução.
25. Vale, aqui, lembrar que, ao tratar da avaliação de patrimônio líquido a preços de mercado, Modesto Carvalhosa destaca que “o valor do patrimônio líquido a preços de mercado será o valor do ativo, subtraído o 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”<sup>[16]</sup>.
26. Daí decorre, para mim, que, se o *shopping center* pode ser negociado individualmente, separadamente de outros bens ou ativos que a sociedade eventualmente detenha, ele deve ser a unidade patrimonial a ser considerada passível de alienação para uma avaliação de “PL a preços de mercado”. E a prova – e principal reforço – do que ora se está afirmando reside no fato de que *shopping centers* são, de fato, objeto de compra e venda, sendo alienados em operações que, a despeito dos relevantes montantes envolvidos, são consideradas comuns.
27. É importante destacar que não pretendo, com a presente análise, estender a possibilidade ora aventada a todos os ativos que, detidos por uma sociedade, caracterizem-se como unidades produtivas ou que, apenas quando vistos de forma integrada, sejam capazes de produzir os mesmos efeitos econômicos.
28. E digo isso porque essa interpretação pode, de fato, suscitar algumas dúvidas de caráter incidental. Duas delas que, creio, já vale antecipar, estão presentes nas manifestações da SEP. Pela primeira delas se poderia questionar se, uma vez que o preço de venda do *shopping center* corresponderá, necessariamente, ao seu valor econômico (porque é assim que tais bens são apreçados quando de sua negociação), isso não equivaleria a, na prática, afastar o método do “*patrimônio líquido a preços de mercado*” e a adotar, ao cabo, este último.
29. Entendo que não. E isso justamente pela lógica que procurei, acima, descrever. Para se apurar o “*PL a preços de mercado*”, deve-se aferir o preço de venda dos bens da companhia em condições normais. Ora, em caso de venda de um bem como um *shopping center*, a definição do preço se daria, necessariamente, na ausência de outros critérios, a partir do fluxo de caixa esperado.
30. Entendo que no âmbito da sociedade detentora do ativo se está lidando com uma avaliação do “*PL a preços de mercado*”, ainda que os ativos passíveis de alienação, em si, sejam apreçados com base em outra metodologia, coerente com a sua natureza e, conseqüentemente, com o mercado que para aqueles ativos existe – em suma, para a avaliação do ativo, busca-se seu valor econômico, enquanto na sociedade a avaliação continua a se dar pelo “*PL a preços de mercado*”.
31. E vale deixar claro que não se está, com essa interpretação, revogando em última instância aquilo que a lei estabelece (que é a obrigação de se fazer a avaliação pelo método do “*PL a preços de mercado*”). O que se está fazendo é reconhecer que o conteúdo daquilo que a lei estabelece (ou seja, a forma de se aplicar aquele método), em um caso específico, pode ser distinto de uma interpretação mais literal – e mais tradicional – do dispositivo legal<sup>[17]</sup>.
32. Um segundo questionamento diz respeito ao fato de que, a seguir a linha ora proposta, se estaria permitindo que o *goodwill*, que, como se viu, é expressamente excluído na avaliação do “*PL a preços de mercado*”, novamente ingresse no processo de avaliação da empresa.
33. E, para tal questão, vale a mesma resposta dada à questão anterior: o fato de um ativo alienado ser apreçado levando-se em conta os intangíveis que exclusivamente a ele dizem respeito, não desvirtua o método de avaliação do “*PL a preços de mercado*” na sociedade que o detém – ele é inerente àquele determinado bem. Não é, note-se, o aviamento da própria empresa que se está avaliando.
34. Em suma, entendo que (i) a avaliação do PL a preços de mercado, para os efeitos da alínea “b” do inciso II do art. 256 da Lei n.º 6.404/1976 não demanda que se chegue ao ponto de presumir o desmonte de ativos que, integrando o patrimônio da sociedade, correspondam a unidades produtivas e que sejam, como tais, passíveis de alienação; e (ii) no caso desses ativos, a sua avaliação por um método como o fluxo de caixa descontado não se mostra incoerente com o fato de que a avaliação da sociedade que os detém deva ser efetuada pela metodologia do PL a preços de mercado, sendo, ao contrário, a forma de apreçar esse tipo de bem para negociação em mercado.
35. Essa interpretação, a meu ver, fica reforçada quando se levam em conta as finalidades do dispositivo em comento, já acima exploradas.
36. E isso em casos em que, vale lembrar, não se está propriamente adquirindo o controle de uma sociedade mercantil em atividade, mas muito mais uma “carapaça” – a sociedade de propósito específico – constituída para permitir uma mais eficiente detenção de ativos. Caso se viesse a optar pela compra direta dos ativos, não existiria a mesma proteção legal.

É o meu voto.

Rio de Janeiro, 20 de agosto de 2013.

Otávio Yazbek  
Diretor



[1] Art. 256. A compra, por companhia aberta, do controle de qualquer sociedade mercantil, dependerá de deliberação da assembléia-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. § 1º A proposta ou o contrato de compra, acompanhado de laudo de avaliação, observado o disposto no art. 8º, §§ 1º e 6º, será submetido à prévia autorização da assembléia-geral, ou à sua ratificação, sob pena de responsabilidade dos administradores, instruído com todos os elementos necessários à deliberação. § 2º Se o preço da aquisição ultrapassar uma vez e meia o maior dos três valores de que trata o inciso II do caput, o acionista dissidente da deliberação da assembléia que a aprovar terá o direito de retirar-se da companhia mediante reembolso do valor de suas ações, nos termos do art. 137, observado o disposto em seu inciso II.

[2] Art. 247. Parágrafo único. Considera-se relevante o investimento: a) em cada sociedade coligada ou controlada, se o valor contábil é igual ou superior a 10% (dez por cento) do valor do patrimônio líquido da companhia; b) no conjunto das sociedades coligadas e controladas, se o valor contábil é igual ou superior a 15% (quinze por cento) do valor do patrimônio líquido da companhia.

[3] Segundo o comunicado ao mercado divulgado pela BrMalls, a CIMA “detém 100% de participação no shopping Tijuca, e três torres comerciais que fazem parte do mesmo complexo”.

[4] A Alvear detém participação de: 93% do Catuaí Shopping Londrina, 100% do Catuaí Shopping Maringá, 100% do Shopping Londrina Norte, 97% do terreno para construção do Catuaí Shopping Cascavel e 772,6 mil m<sup>2</sup> de potencial construtivo que viabilizam futuras expansões e projetos multi-uso.

[5] XIV – Para o cálculo do valor econômico pelo critério do fluxo de caixa descontado, deve ser observado o seguinte: a) o laudo de avaliação deverá contemplar as fontes, os fundamentos, as justificativas das informações e dos dados apresentados, indicação das equações utilizadas para o cálculo do custo do capital, bem como as planilhas de cálculo e projeções utilizadas na avaliação por valor econômico, com destaque para as principais premissas utilizadas e justificativa para cada uma delas; b) deverão ser explicitadas as premissas e a metodologia de cálculo para a fixação da taxa de desconto utilizada, de acordo com os critérios usualmente adotados na teoria de finanças; c) deverão ser considerados os ajustes feitos por outros ativos e passivos não capturados pelo fluxo de caixa operacional, incluindo dívida financeira, contingências, posição de caixa, ativos e passivos não operacionais, entre outros, cujos valores deverão ser fundamentados; d) deverão ser indicados os pressupostos para a determinação do valor residual, calculado através do método da Perpetuidade do Fluxo de Caixa, por múltiplos ou por outro critério de avaliação, sempre se considerando o prazo de duração das companhias, estabelecido em seus Estatutos Sociais, e, na hipótese de empresas concessionárias de serviços públicos, o prazo estabelecido no respectivo contrato de concessão; e) deverá ser informado se a Demonstração dos Fluxos de Caixa e as taxas de desconto foram apresentadas em valores nominais ou reais; e f) deverá ser informada a unidade monetária de todos os valores lançados. 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. XVI – O laudo discriminará os itens do ativo e do passivo calculados em condição de negociação com devedores e credores e conterá a justificativa e memórias de cálculo para cada item tangível e intangível, monetário e não monetário, que poderão ser agrupados somente em condições de semelhança e relevância do item. XVII – As seguintes bases de avaliação devem ser observadas nas diferentes classes de itens: a) ativos monetários, como caixa, equivalentes de caixa e créditos a receber, avaliados pelo valor justo, ou seja, o valor pelo qual um ativo poderia ser negociado entre partes independentes e interessadas, conhecedoras do assunto e dispostas a negociar, numa transação normal, sem favorecimentos e com isenção de outros interesses. Caso não seja possível identificar o mercado, esses itens podem, como segunda alternativa, ser avaliados pelo cálculo do valor presente dos recebimentos que reflita as atuais avaliações do mercado quanto ao valor do dinheiro no tempo e os riscos específicos; b) ativos não monetários, como terrenos, edificações, propriedades, máquinas, instalações além de intangíveis, como marcas e patentes, pelo valor provável de realização; c) passivos monetários, como dívidas, débitos a pagar, avaliados pelo valor justo, conforme definido na letra “a” desse item; e d) contingências, como ações contra o estado sobre questões tributárias e outras questões judiciais, avaliados segundo o desfecho mais provável.

XVIII – A demonstração do valor de patrimônio líquido a preços de mercado discriminará de forma dedutiva os ativos e exigíveis, restando o Patrimônio Líquido a preços de mercado que, dividido pelo número de ações, indicará o patrimônio líquido a preços de mercado por ação.

[6] De acordo com o item II da Deliberação CVM n.º 542/2008: “II - as Superintendências poderão, uma vez constatada a ocorrência de irregularidade praticada no âmbito do mercado de valores mobiliários, alertar a pessoa física ou jurídica fiscalizada para o desvio observado, assinalando-lhe, se for o caso, prazo razoável para a devida correção”.

[7] Como o estatuto social da BrMalls estabelece que o reembolso ao acionista dissidente de deliberação da assembleia geral será realizado com base no menor valor entre o valor econômico da companhia e o valor do patrimônio líquido constante do último balanço aprovado pela assembleia geral, a SEP, realizou uma comparação entre as cotações das ações de emissão da Br Malls na época das aquisições em questão (entre setembro e dezembro de 2010) – R\$ 15,58 e entre o valor patrimonial das ações desta mesma companhia - R\$ 12,49 em 31.12.2009 e R\$ 12,96 em 30.9.2010, concluindo que não haveria incentivo econômico ao exercício do direito de retirada. O mesmo raciocínio se aplica às ações da Alvear, em que os valores das ações eram, nas mesmas datas e condições expostas acima, respectivamente, R\$18,34; R\$13,62 e R\$ 14,16

[8] Art. 137. (...) II - nos casos dos incisos IV e V do art. 136, não terá direito de retirada o titular de ação de espécie ou classe que tenha liquidez e dispersão no mercado, considerando-se haver: a) liquidez, quando a espécie ou classe de ação, ou certificado que a represente, integre índice geral representativo de carteira de valores mobiliários admitido à negociação no mercado de valores mobiliários, no Brasil ou no exterior, definido pela Comissão de Valores Mobiliários; e b) dispersão, quando o acionista controlador, a sociedade controladora ou outras sociedades sob seu controle detiverem menos da metade da espécie ou classe de ação;

[9] Anteriormente, a Companhia havia mencionado que tanto o fluxo de caixa descontado seria o melhor critério para avaliar as companhias adquiridas que a Apsis Consultori Empresarial Ltda. (“Apsis”), ao ser contratada pela BrMalls para avaliar a Center Shopping e a CIMA, à luz do que prevê o art. 256, II, b da Lei n.º 6.404/1976, e tomando por base a orientação prevista na norma ABNT NBR 14635-4 – Avaliação de Empreendimentos Imobiliários, decidiu recorrer ao critério do valor do fluxo futuro de caixa dos *shopping centers*, descontado a valor presente.

[10] Cf. ARAGÃO, Paulo Cezar; SALLES, Denise C. Leão de. “Uma leitura sistemática do artigo 256 da Lei das S.A.s”, In.: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de. *Direito Societário – Desafios Atuais*, São Paulo: Quartier Latin, 2009, pp. 227-230. É bem verdade que talvez se possa, em uma análise um pouco distinta, identificar uma única natureza para os controles criados pelo dispositivo, uma vez que a necessidade de realização de assembleia já abrange a prestação de informações. Desse reconhecimento decorreria que o dispositivo não cria nenhum mecanismo especificamente informacional. Entendo, porém, que, mesmo feita essa ressalva, a distinção não é descabida.

[11] Cf., a este respeito a posição de José Luiz Bulhões Pedreira: “A LSA considera normal que o valor do bloco de controle de uma sociedade seja superior, em até 50%, à soma do valor das ações que o compõem, determinado segundo dos três métodos usuais de avaliação de ações ou quotas – valor de rentabilidade, de patrimônio líquido e de troca. E, para dificultar negócios que sirvam de instrumento para desvio de recursos do patrimônio da companhia, subordina à autorização da Assembléia Geral a contratação da compra de bloco de controle quando representa investimento relevante para a compradora, ou o preço médio das ações ou quotas ultrapassa, em mais de 50%, o valor unitário das participações societárias da sociedade, consideradas como coisas singulares” (In.: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coords.). *Direito das Companhias*, Rio de Janeiro: Forense, 2009, vol. II, p. 2.027).

[12] Cf., a este respeito, o que escreveu o professor Eliseu Martins em carta apresentada em outro processo, mas que foi juntada aos autos deste:

"[s]abidamente, 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".

[13] Cf., exemplificativamente, o voto proferido pela então presidente da CVM, Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana, no PAS CVM n.º 25/03, julgado em 25.3.2008: "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".

[14] Ainda que, por óbvio, ao se falar em *shopping centers* não se esteja falando propriamente em atividade produtiva, vigora aqui a mesma lógica.

[15] Não descarto aqui a possibilidade de, em determinados casos, outra solução se afigurar, na prática, mais adequada do que aquela que ora proponho. Pode-se imaginar, por exemplo, um caso em que, por qualquer motivo, o imóvel em que está instalado o *shopping center* valha mais do que o empreendimento propriamente dito. Tal hipótese, porém, ocorreria em situações distintas das que ora se encontram sob análise, nas quais, por exemplo, as condições de desenvolvimento do empreendimento teriam sofrido alguma deterioração e/ou teria ocorrido uma excessiva valorização imobiliária da região. Fora o fato de que tal hipótese parece ser remota, no presente caso se está lidando, ao que tudo indica, com *shopping centers* viáveis, adquiridos para posterior exploração. De qualquer maneira, parece-me que a análise adequada dessa outra situação envolveria mesmo questões distintas daquelas que neste processo se estão analisando.

[16] *Comentários à lei de sociedades anônimas*, São Paulo: Saraiva, 4º vol., tomo II, 4ª ed., 2011, p. 247.

[17] Entendo que estamos, aqui, dentro de algo muito próximo do que se poderia chamar de uma interpretação evolutiva (BARROSO, Luís Roberto. *Interpretação e aplicação da Constituição: fundamentos de uma dogmática constitucional transformadora*, São Paulo: Saraiva, 2009, p. 151). Isso porque, quando da promulgação da norma, afinal, não eram comuns problemas como este com que ora nos deparamos, o que decorria da própria forma de desenvolvimento das atividades produtivas. Hoje, ante o surgimento de novas formas de organização empresarial para a prestação de serviços, a partir de estruturas mais complexas, talvez se imponha reconhecer que, não raro, apenas se pode chegar a um valor razoável pelo caminho que ora se sustenta.