GENERAL SHOPPING E OUTLETS DO BRASIL S.A.

Companhia Aberta

NIRE 35.300.340.833

CNPJ nº 08.764.621/0001-53

ATA DA ASSEMBLEIA GERAL ORDINÁRIA
REALIZADA EM 30 DE ABRIL DE 2019

1. DATA, HORA E LOCAL: Realizada no dia 30 (trinta) de abril de 2019, às 8:00h, na sede social da General Shopping e Outlets do Brasil S.A. ("Companhia"), localizada na Avenida Angélica, 2.466, 24° andar, conjunto 241, CEP 01228-200, na Cidade de São Paulo, Estado de São Paulo.

2. CONVOCAÇÃO: O Edital de Convocação foi publicado, na forma do artigo 124 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, conforme alterada ("Lei das Sociedades por Ações"), (a) no *Diário Oficial do Estado de São Paulo*, nas edições dos dias 30 de março de 2019, 02 e 03 de abril de 2019, nas páginas 340, 87 e 110, respectivamente; e (b) no jornal *Valor Econômico*, nas edições dos dias 1, 2 e 3 de abril de 2019, nas páginas B9, B11 e C9, respectivamente.

3. PUBLICAÇÕES E DIVULGAÇÃO: Os seguintes documentos foram publicados no *Diário Oficial do Estado de São Paulo*, na edição do dia 10 de abril de 2019, nas páginas 7 a 16, e no jornal *Valor Econômico*, na edição de São Paulo do dia 10 de abril de 2019, nas páginas B13 a B17, em atendimento ao artigo 133 da Lei das Sociedades por Ações: **(i)** o relatório da administração; **(ii)** as demonstrações financeiras acompanhadas das respectivas notas explicativas; **(iii)** o relatório da BDO RCS Auditores Associados S.S. ("BDO"); e **(iv)** o parecer do Conselho Fiscal. Os documentos acima foram também colocados à disposição dos acionistas na sede da Companhia e divulgados nas páginas eletrônicas da Comissão de Valores Mobiliários ("CVM"), da B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão, e no website de Relações com Investidores da Companhia, com 1 (um) mês de antecedência da presente data, nos termos da regulamentação aplicável.

4. PRESENÇA: Presentes acionistas representando 79,61% do capital social total da Companhia e 81,88% do capital social votante da Companhia, excluídas as ações em tesouraria, conforme assinaturas constantes no Livro de Presença de Acionistas da Companhia. Presentes ainda, para os fins do disposto no parágrafo 1º do artigo 134 da Lei das Sociedades por Ações, o representante da administração, Sr. **VICENTE DE PAULA DA CUNHA**, Diretor Financeiro da Companhia, o representante do Conselho

Fiscal, Sr. **PAULO ALVES DAS FLORES**, e o representante da BDO, empresa responsável pela auditoria das Demonstrações Financeiras da Companhia referentes ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2018, o Sr. **LUIZ CARVALHO TENÓRIO**.

5. **MESA:** Assumiu a presidência dos trabalhos o Sr. Alessandro Poli Veronezi, que convidou a mim, Sra. Andrea da Fonseca Legatt, para secretariá-lo.

6. **ORDEM DO DIA: (a)** apreciação das contas dos administradores, exame, discussão e votação das Demonstrações Financeiras, do Relatório da Administração e do Relatório dos Auditores Independentes, referentes ao exercício social findo em 31 de dezembro de 2018; **(b)** deliberação sobre a proposta de destinação do resultado do exercício social findo em 31 de dezembro de 2018; **(c)** fixação do número de membros do Conselho de Administração da Companhia; **(d)** eleição dos membros do Conselho de Administração da Companhia; e **(e)** fixação da remuneração global anual dos administradores da Companhia para o exercício de 2019.

7. **DELIBERAÇÕES:** Instalada a Assembleia Geral Ordinária, os acionistas autorizaram a lavratura da Ata desta Assembleia na forma de sumário, bem como sua publicação com a omissão das assinaturas dos acionistas, nos termos do Artigo 130, parágrafos 1º e 2º, da Lei das Sociedades por Ações, e dado início à discussão das matérias indicadas na Ordem do Dia, os acionistas deliberaram o quanto segue:

(a) A apreciação das contas dos administradores, exame, discussão e votação das Demonstrações Financeiras, do Relatório da Administração e do Relatório dos Auditores Independentes, referentes ao exercício social findo em 31 de dezembro de 2018

(i) Aprovar, por maioria de votos, com a abstenção dos legalmente impedidos, sendo 5.441.700 (cinco milhões, quatrocentos e quarenta e um mil e setecentos) votos favoráveis, 1.556.200 (um milhão, quinhentos e cinquenta e seis mil e duzentos) votos contrários e 48.281.092 (quarenta e oito milhões, duzentas e oitenta e uma mil e noventa e duas) abstenções, as contas dos administradores, e aprovar, por unanimidade, com a abstenção dos legalmente impedidos, sendo 5.441.700 (cinco milhões, quatrocentos e quarenta e um mil e setecentos) votos favoráveis e 49.837.292 (quarenta e nove milhões, oitocentas e trinta e sete mil, duzentas e noventa e duas) abstenções, as demonstrações financeiras da Companhia auditadas pela BDO, acompanhadas do relatório dos auditores independentes e do parecer do Conselho Fiscal, referentes ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2018;

(b) A proposta de destinação do resultado do exercício social findo em 31 de dezembro de 2018

(ii) Aprovar, por unanimidade, sendo 52.304.692 (cinquenta e dois milhões, trezentos e quatro mil, seiscentos e noventa e dois) votos favoráveis e 2.974.300 (dois milhões, novecentas e setenta e quatro mil e trezentas) abstenções, a destinação do prejuízo apurado pela Companhia no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2018, no montante de R$357.047.065,05 (trezentos e cinquenta e sete milhões, quarenta e sete mil, sessenta e cinco Reais e cinco centavos), para a conta de "Prejuízos Acumulados";

(c) A fixação do número de membros do Conselho de Administração da Companhia

(iii) Fixar, por unanimidade, sendo 51.484.292 (cinquenta e um milhões, quatrocentos e oitenta e quatro mil, duzentos e noventa e dois) votos favoráveis e 3.794.700 (três milhões, setecentas e noventa e quatro mil e setecentas) abstenções, em 8 (oito) o número de membros para compor o Conselho de Administração da Companhia com mandato até a data da realização da Assembleia Geral Ordinária que deliberar sobre as contas da Administração relativas ao exercício social a se encerrar em 31 de dezembro de 2020;

(d) A eleição dos membros do Conselho de Administração da Companhia

(iv) Aprovar, por maioria de votos, sendo 51.479.592 (cinquenta e um milhões, quatrocentos e setenta e nove mil, quinhentos e noventa e dois) votos favoráveis, 4.700 (quatro mil e setecentos) votos contrários e 3.794.700 (três milhões, setecentas e noventa e quatro mil e setecentas) abstenções, para um mandato até a data da realização da Assembleia Geral Ordinária da Companhia que deliberar sobre as contas da Administração relativas ao exercício social a se encerrar em 31 de dezembro de 2020, a eleição das seguintes pessoas:

I. **Sr. ALESSANDRO POLI VERONEZI**, brasileiro, casado, administrador de empresas, portador da Cédula de Identidade RG nº 20.896.246 (SSP/SP), inscrito no CPF sob o nº. 153.188.398-27, domiciliado na Cidade de São Paulo, Estado de São Paulo, na Avenida Angélica, nº 2466, 24º andar, conjunto 242, Cerqueira Cesar, CEP 01228-200, para ocupar o cargo de Presidente do Conselho de Administração;

II. **Sr. ALEXANDRE LOPES DIAS**, brasileiro, casado, administrador de empresas, portador da cédula de identidade nº 20.619.398-1, inscrito no CPF sob o nº. 176.904.088-93, domiciliado na Cidade de São Paulo, Estado de São Paulo, na Rua Dr. Guilherme Cristoffel, 309, apto 111, Santana, CEP 02406-010, para ocupar o cargo de Vice-Presidente do Conselho de

Administração;

III. **Sr. ANTONIO DIAS NETO**, brasileiro, divorciado, arquiteto, portador da Cédula de Identidade RG nº 20.619.397-X, inscrito no CPF sob o nº. 176.904.078-11, residente e domiciliado na Cidade de São Paulo, Estado de São Paulo, na Rua Maranhão, 441, 4º andar, Higienópolis, CEP 01240-000, para ocupar o cargo de Membro do Conselho de Administração;

IV. **Sr. LUIZ AUGUSTO DE CARVALHO CERTAIN**, brasileiro, casado, administrador de empresas, portador da Cédula de Identidade RG nº 3.088.373 (SSP/SP), inscrito no CPF sob o nº. 023.619.068-72, residente e domiciliado na Cidade de São Paulo, Estado de São Paulo, na Rua Nova York, nº 822, apto 52, Brooklin, CEP 04560-001, para ocupar o cargo de Membro do Conselho de Administração;

V. **Sr. RICARDO CASTRO DA SILVA**, brasileiro, separado judicialmente, economista, portador da Cédula de Identidade RG nº 9.119.515-2 (SSP/SP), inscrito no CPF sob o nº. 034.963.198- 01, residente e domiciliado na Cidade de São Paulo, Estado de São Paulo, na Rua Deputado Joaquim Libânio, 91, apto. 71, CEP 04120-090, para ocupar o cargo de Membro do Conselho de Administração;

VI. **Sr. EDGARD ANTONIO PEREIRA**, brasileiro, divorciado, economista, portador da Cédula de Identidade RG nº 32.370.296-X (SSP/SP), inscrito no CPF sob o nº. 024.674.808-79, residente e domiciliado na Cidade de São Paulo, Estado de São Paulo, na Alameda Tiete, 415, apto 71, CEP 01417-020, para ocupar o cargo de Membro Independente do Conselho de Administração;

VII. **Sr. AUGUSTO MARQUES DA CRUZ FILHO**, brasileiro, casado, economista, portador da cédula de identidade RG nº 5761837-9 (SSP/SP), inscrito no CPF sob o nº. 688.369.968-68, residente e domiciliado na Cidade de São Paulo, Estado de São Paulo, na Rua Guarará, 329, apto 191, Jardim Paulista, CEP 01425-001, para ocupar o cargo de Membro Independente do Conselho de Administração; e

VIII. **Sr. JÚLIO SÉRGIO GOMES DE ALMEIDA**, brasileiro, divorciado, economista, portador da cédula de identidade RG nº 27.000.100-1 (IRJ), inscrito no CPF sob o nº. 359.501.617-34, residente e domiciliado na Cidade de São Paulo, Estado de São Paulo, na Rua Édson, nº 172, apto 174, CEP 04618-030, para ocupar o cargo de Membro do Conselho de Administração;

(iv.1) Os Srs. **Edgard Antonio Pereira** e **Augusto Marques da Cruz Filho**, ora eleitos, apresentaram declarações acerca do atendimento aos critérios de independência estabelecidos no Regulamento do Novo Mercado, verificadas pelos acionistas presentes, e, portanto, são eleitos pelos acionistas como membros independentes do Conselho de Administração da Companhia;

(iv.2) Os membros do Conselho de Administração, ora eleitos, declaram, sob as penas da lei, que não estão impedidos, por lei especial, de exercer a administração da Companhia, e nem foram condenados ou estão sob efeitos de condenação, a pena que vede, ainda que temporariamente, o acesso a cargos públicos; ou por crime falimentar, de prevaricação, peita ou suborno, concussão, peculato; ou contra a economia popular, contra o sistema financeiro nacional, contra as normas de defesa da concorrência, contra as relações de consumo, a fé pública ou a propriedade. Declaram, ainda, que atendem ao requisito de reputação ilibada estabelecido pelo parágrafo 3º, do artigo 147, da Lei das Sociedades por Ações, e, nos termos do parágrafo 4º, do artigo 147, da Lei das Sociedades por Ações e do artigo 2.º da Instrução CVM n.º 367/02, conforme alterada, não ocupar cargo em sociedade que possa ser considerada concorrente da Companhia, bem como não ter, nem representar, interesse conflitante com o da Companhia, na forma dos incisos I e II do parágrafo 3º do artigo 147, da Lei das Sociedades por Ações;

(iv.3) Os membros do Conselho de Administração ora eleitos serão investidos em seus respectivos cargos, mediante a assinatura do termo de posse, contendo a declaração mencionada no item acima, e que deverão contemplar o disposto no Artigo 42 do Estatuto Social vigente da Companhia, lavrados no Livro de Atas do Conselho de Administração da Companhia, o qual se encontra arquivado na sede da Companhia, ficando sua posse condicionada à subscrição do referido documento;

(iv.4) A posse dos membros do Conselho de Administração fica condicionada à assinatura do Termo de Confidencialidade e Não Concorrência, nos termos do artigo 10, parágrafo 2º, do Estatuto Social da Companhia;

(e) A fixação da remuneração global anual dos administradores da Companhia para o exercício de 2019

(v) Aprovar, por unanimidade, sendo 51.484.292 (cinquenta e um milhões, quatrocentos e oitenta e quatro mil, duzentos e noventa e dois) votos favoráveis e 3.794.700 (três milhões, setecentas e noventa e quatro mil e setecentas) abstenções, a fixação da remuneração global anual dos administradores da Companhia para o exercício social a se encerrar em 31 de dezembro de 2019, em até R$13.330.000,00

(treze milhões, trezentos e trinta mil Reais), incluindo salário/pró-labore, benefícios, remuneração variável e contribuição para seguridade social, cabendo ao Conselho de Administração a distribuição dessa verba entre os membros do Conselho de Administração e da Diretoria da Companhia, em reunião do Conselho de Administração a ser oportunamente convocada;

(f) A instalação do Conselho Fiscal da Companhia

(vi) Tendo em vista a solicitação feita por acionistas minoritários da Companhia, representando o percentual mínimo exigido pelo Artigo 2º da Instrução CVM nº 324 de 19 de janeiro de 2000, conforme alterada, detentores de 5.584.500 (cinco milhões, quinhentas e oitenta e quatro mil e quinhentas) ações ordinárias, nominativas, escriturais e sem valor nominal de emissão da Companhia, fica instalado o Conselho Fiscal da Companhia, com funcionamento até a Assembleia Geral Ordinária que deliberar sobre as contas do exercício social a se encerrar em 31 de dezembro de 2019;

(g) A eleição dos Membros do Conselho Fiscal da Companhia

(vii) Em razão do pedido de exercício do direito de voto em separado para eleição de membro do Conselho Fiscal previsto no item (a) do parágrafo 4º do Artigo 161, da Lei das Sociedades por Ações, aprovar a eleição, por 2.238.500 (dois milhões, duzentos e trinta e oito mil e quinhentos) votos favoráveis, dos seguintes membros do Conselho Fiscal, com mandato de 1 (um) ano, até data da realização da Assembleia Geral Ordinária que deliberar sobre as demonstrações financeiras da Companhia relativas ao exercício social a ser encerrado em 31 de dezembro de 2019:

I. **MARCO ANTÔNIO MAYER FOLETTO**, brasileiro, casado, contador, portador da cédula de identidade RG n°. 603.475.585-1-SSP-RS, inscrito no CPF sob o nº. 480.083.380-91, domiciliado na Cidade de Porto Alegre, Estado do Rio Grande do Sul, na Rua Carlos Von Koseritz, 1415/502, CEP 90.540-031, para ocupar o cargo de membro efetivo do Conselho Fiscal; e

II. **MASSAO FÁBIO OYA**, brasileiro, casado, contador, portador da cédula de identidade RG n°. 34.872.970-4, inscrito no CPF sob o nº. 297.396.878-06, domiciliado na Cidade de Atibaia, Estado de São Paulo, na Alameda Arara Azul, 157, lote D 26, Parque Residencial Shambala II, CEP 12.952-011, para ocupar o cargo de membro suplente do Sr. Marco Antônio Mayer Foletto;

(viii) Aprovar em eleição geral, por 48.276.392 (quarenta e oito milhões, duzentos e setenta e seis mil, trezentos e noventa e dois) votos favoráveis e 3.207.900 (três milhões, duzentas e sete mil e novecentas) abstenções, a eleição dos seguintes membros

do Conselho Fiscal, para um mandato de 1 (um) ano, até data da realização da Assembleia Geral Ordinária que deliberar sobre as demonstrações financeiras da Companhia relativas ao exercício social a ser encerrado em 31 de dezembro de 2019:

I. **PAULO ALVES DAS FLORES**, brasileiro, casado, contabilista, portador da cédula de identidade RG nº 14.217.425-7 (SSP/SP), inscrito no CPF sob o nº. 050.111.448-36 e no CRC/SP sob o nº 1SP096616/O, residente e domiciliado na Cidade de São Paulo, Estado de São Paulo, na Rua Oanani, 266, Vila Matilde, CEP 03576-130, para ocupar o cargo de membro efetivo do Conselho Fiscal;

II. **ANTONIO CARLOS PEREIRA FERNANDES LOPES**, brasileiro, casado, contabilista, portador da cédula de identidade RG nº 3.380.466 (SSP/SP), inscrito no CPF sob o nº. 101.193.298-91 e no CRC/SP sob o nº 1SP056164/O-2, residente e domiciliado na Cidade de Guarulhos, Estado de São Paulo, na Travessa Orsi, 39, Jardim das Hortências, CEP 07020-180, para ocupar o cargo de membro suplente do Sr. Paulo Alves das Flores;

III. **CAMILA DE CASSIA SATIN BRIOLA**, brasileira, casada, contabilista, portadora da cédula de identidade RG nº 290805855 (SSP/SP), inscrita no CPF sob o nº. 213.512.568-74 e no CRC/SP sob o nº 1SP222472, residente e domiciliada na Cidade de Guarulhos, Estado de São Paulo, na Av. Esperança, 566, apto 221 C, Centro, CEP 07095-005, para ocupar o cargo de membro efetivo do Conselho Fiscal; e

IV. **DIRCEU HENRIQUE TRILHA**, brasileiro, casado, contabilista, portador do documento de identidade RG n° 4221855 e inscrito no CPF sob o nº. 059.856.508-63, residente e domiciliado na Cidade de Guarulhos, Estado de São Paulo, com endereço na Rua Capitão Teófilo, 49, Centro, CEP 07011-050, para ocupar o cargo de membro suplente da Sra. Camila de Cassia Satin Briola;

(vii.1) Os membros do Conselho Fiscal ora eleitos declaram, sob as penas da lei, que não estão impedidos, por lei especial, de exercer a administração da Companhia, e nem foram condenados ou estão sob efeitos de condenação, a pena que vede, ainda que temporariamente, o acesso a cargos públicos; ou por crime falimentar, de prevaricação, peita ou suborno, concussão, peculato; ou contra a economia popular, contra o sistema financeiro nacional, contra as normas de defesa da concorrência, contra as relações de consumo, a fé pública ou a propriedade. Declaram, ainda, que atendem ao requisito de reputação ilibada estabelecido pelo parágrafo 3º, do Artigo 147, da Lei das Sociedades por Ações e

aos demais requisitos constantes no Artigo 162 da Lei das Sociedades por Ações. Por fim, declaram, nos termos do parágrafo 4º, do Artigo 147, da Lei das Sociedades por Ações, não ocupar cargo em sociedade que possa ser considerada concorrente da Companhia, bem como não ter, nem representar, interesse conflitante com o da Companhia, na forma dos incisos I e II do parágrafo 3º do Artigo 147, da Lei das Sociedades por Ações;

(vii.2) Os membros do Conselho Fiscal ora eleitos serão investidos em seus cargos mediante a assinatura dos respectivos Termos de Posse, contendo a declaração mencionada no item acima e que deverão contemplar o disposto no Artigo 42 do Estatuto Social vigente da Companhia, lavrados no Livro de Atas do Conselho Fiscal da Companhia, o qual se encontra arquivado na sede da Companhia;

(vii.3) A posse dos membros do Conselho Fiscal fica condicionada à assinatura do Termo de Confidencialidade e Não Concorrência, nos termos do artigo 10, parágrafo 2º, do Estatuto Social da Companhia; e

(vii.4) Os membros do Conselho Fiscal receberão honorários de 10% (dez por cento) da remuneração que, em média, for atribuída a cada Diretor da Companhia, excluídos os benefícios, verbas de representação e participação nos lucros atribuídos aos Diretores, na forma do artigo 162, §3º, da Lei das S.A.

8. ENCERRAMENTO E APROVAÇÃO DA ATA: As manifestações de voto e votos contrários foram apresentados, autenticados pela mesa e arquivados na sede da Companhia. Nada mais havendo a ser tratado e inexistindo qualquer outra manifestação, foram os trabalhos suspensos pelo tempo necessário à lavratura da presente ata, que, lida, conferida e achada conforme, foi por todos assinada. Mesa: Alessandro Poli Veronezi - Presidente; Andréa da Fonseca Legatt - Secretária. Acionistas Presentes: (i) Golf Participações Ltda.; Alessandro Poli Veronezi; Ana Beatriz Poli Veronezi; e Victor Poli Veronezi (p.p. Gyedre Carneiro de Oliveira); (ii) EXPLORADOR LATAM FUND BRAZIL LLC (p.p. Anderson Carlos Koch); (iii) Giuliana Martine Monteiro de Queiroz (p.p. Marcela R. Machado Borges); (iv) CITY OF NEW YORK GROUP TRUST; e TETON CAPITAL PARTNERS, LP (por boletim de voto a distância); (v) Rafael de Souza Morsch, (vi) CLUBE DE INVESTIMENTO CONTINENTAL, HAYP FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES, GIATECH FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES, METAGE FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES, VITA FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES (p.p. Rafael de Souza Morsch) e (vi) INVERSIONES ODISEA (p.p. João Pedro Rodrigues Nascimbeni).

Confere com a original lavrada em livro próprio.

São Paulo, 30 de abril de 2019.

Mesa:

_____	_____
ALESSANDRO POLI VERONEZI	ANDRÉA DA FONSECA LEGATT
Presidente	Secretária

MANIFESTAÇÃO

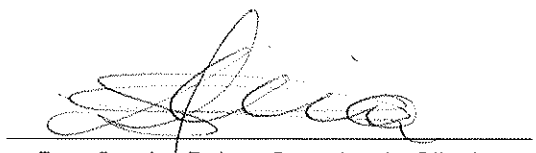
GOLF PARTICIPAÇÕES LTDA., sociedade empresária limitada, com sede na Cidade de São Paulo, Estado de São Paulo, na Avenida Paulista, nº 807, 19º andar, cj. 1908, inscrita no CNPJ/MF sob o nº 02.029.632/0001-03 e com seus atos constitutivos devidamente registrados perante a Junta Comercial do Estado de São Paulo ("JUCESP") sob o NIRE 35218802047, neste ato representada por sua procuradora Gyedre Palma Carneiro De Oliveira, brasileira, casada, advogada, inscrita no CPF/MF sob o nº 260.137.218-40 e na OAB/SP sob o nº 146.735, residente e domiciliada na Cidade de São Paulo, Estado de São Paulo, com escritório na Rua Dr. Renato Paes de Barros, 750, 12º andar, Edifício Lexington, Itaim Bibi, CEP 04530-001 ("GOLF"), na qualidade de acionista da **GENERAL SHOPPING E OUTLETS DO BRASIL S.A.**, sociedade anônima de capital aberto, com sede na Cidade de São Paulo, Estado de São Paulo, na Avenida Angélica, nº 2466, 24º andar, Conjunto 241, CEP 01228-200, inscrita no CNPJ/MF sob o nº 08.764.621/0001-53 e com seus atos registrados perante a JUCESP sob o NIRE 35.300.340.833 ("Companhia"), vem pela presente manifestar por escrito seu desacordo e indignação com a postura e as afirmações do acionista Inversiones Odisea e seus representantes na manifestação de voto apresentada por eles durante a Assembleia Geral Ordinária da Companhia, realizada em 30 de abril de 2019 às 08:00 ("AGO"), em relação ao item (i) da Ordem do Dia que trata das demonstrações financeiras e aprovação de contas da administração.

As manifestações por parte de referido acionista em relação aos temas acima especificados da Ordem do Dia da AGO são mais uma vez relativos à operação tratada na Ordem do Dia da Assembleia Geral Extraordinária de Acionistas da Companhia realizada em 26 de março de 2019 às 08:00 ("AGE 26/03/2019") sobre a distribuição de lucros de exercício anteriores, tema já exaustivamente tratado e discutido em várias ocasiões e esferas, inclusive a judicial, já tendo sido sancionado tanto pelo Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários quanto pela B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão e finalmente aprovado na referida AGE 26/03/2019, na qual referido acionista foi voto vencido e, diga-se de passagem, o único a votar contra a deliberação em pauta naquela ocasião.

Por fim, a Golf gostaria, ainda, de ressalvar seu direito e o direito da Companhia de pleitear indenização por danos causados pelo exercício abusivo do direito de voto por parte de referido acionista, ainda que seu voto não tenha prevalecido em relação ao item (i) da Ordem do Dia da AGO, conforme previsto no Artigo 115 e seus parágrafos da Lei 6.404/76.

São Paulo, 30 de abril de 2019.

GOLF PARTICIPAÇÕES LTDA.



Por: Gyedre Palma Carneiro de Oliveira
Cargo: procuradora

GENERAL SHOPPING E OUTLETS DO BRASIL S.A.

CNPJ n.º 08.764.621/0001-53
NIRE: 35.300.340.833

ASSEMBLEIA GERAL ORDINÁRIA
30 DE ABRIL DE 2019

MANIFESTAÇÃO DE VOTO
(Contas dos administradores e Demonstrações Financeiras)

Ao Presidente da Mesa

INVERSIONES ODISEA, holding de investimentos com sede na Avenida Apoquindo, 3000, 17º andar, na cidade de Santiago, Chile, inscrita no Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica do Ministério da Economia ("CNPJ") sob o n.º 28.852.878/0001-74 ("Signatária"), neste ato representada de acordo com seus atos constitutivos por seus procuradores, conforme instrumento de procuração apresentado, na qualidade de acionista da GENERAL SHOPPING E OUTLETS DO BRASIL S.A., companhia aberta, com sede na cidade de São Paulo, Estado de São Paulo, na Avenida Angélica, 2466, 24º andar, conjunto 241, inscrita no CNPJ sob o n.º 08.764.621/0001-53 ("Companhia"), vem, pela presente, apresentar sua manifestação de voto com relação ao item "(i)" da Ordem do Dia desta Assembleia Geral Ordinária ("AGO"), a saber: "*Apreciação das contas dos administradores, exame, discussão e votação das Demonstrações Financeiras, do Relatório da Administração e do Relatório dos Auditores Independentes, referentes ao exercício social findo em 31 de dezembro de 2018*", conforme razões a seguir expostas.

A Signatária registra sua abstenção de voto com relação à aprovação das demonstrações financeiras, do relatório da administração e do relatório dos auditores independentes da Companhia, todos referentes ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2018.

Ainda, a Signatária vota pela rejeição das contas dos administradores da Companhia referentes ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2018. Os administradores da Companhia conduziram (especialmente no âmbito de reuniões do Conselho de Administração e em atos da alçada da Diretoria, como na representação da Companhia na celebração de certos negócios jurídicos) e recomendaram aos acionistas operação contra o interesse da Companhia, em suma, por *(a)* tratarem como realizada a totalidade dos lucros alocados na "Reserva de Lucros a Realizar", quando claramente realização não havia; *(b)* não ter absorvido os prejuízos gerados ao longo do exercício de 2018 antes de distribuir lucros aos seus acionistas, contrariamente à Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976, conforme alterada ("Lei das S/A"), assim aviltando o regime do capital social; *(c)* implicar o esvaziamento da principal atividade econômica da Companhia, ao retirar 11 (onze) dos 15 (quinze) *shopping centers* do seu portfólio; *(d)* referida operação, nos moldes em que foi perpetrada, ter a capacidade de levar a Companhia à insolvência e poder configurar ato falimentar, nos termos da Lei n.º 11.101, de 9 de fevereiro de 2005, conforme alterada ("Lei de Falências"), o que pode prejudicar a Companhia, com consequências negativas para seus acionista; *(e)* fazer com que a Companhia descumpra obrigações assumidas perante credores, também com consequências prejudiciais à Companhia e aos acionistas; *(f)* sujeitar a Companhia e seu grupo econômico à incidência de imposto de renda pela realização de receita decorrente de "avaliação a valor justo" de ativos.

A Signatária apresenta, como *(a)* Anexo I e parte integrante desta Manifestação de Voto, parecer produzido por terceiro independente, a FTI Consulting, Inc ("Parecer da FTI"), o qual teve como base as Informações Trimestrais da Companhia divulgadas em 30 de setembro de 2018; e (b) como Anexo II e parte integrante desta Manifestação de Voto, uma atualização do Parecer da FTI, a qual leva

em consideração os resultados divulgados pela Companhia em suas demonstrações financeiras de 2018, aos quais fará referência ao longo da presente Manifestação de Voto.

I. Breve descrição

Desde o final do exercício social de 2018, a administração da Companhia realizou uma série de atos visando à distribuição de dividendos, que veio a ser referendada na Assembleia Geral Extraordinária da Companhia realizada em 26 de março de 2019 ("AGE de 26.3.19"), no valor total de R$828.955.780,00 (oitocentos e vinte e oito milhões e novecentos e cinquenta e cinco mil e setecentos e oitenta reais), sendo *(a)* R$207.238.945,00 (duzentos e sete milhões e duzentos e trinta e oito mil e novecentos e quarenta e cinco reais), em dinheiro; e *(b)* R$621.716.835,00 (seiscentos e vinte e um milhões e setecentos e dezesseis mil e oitocentos e trinta e cinco reais), *in natura*, mediante a entrega de cotas de emissão do General Shopping e Outlets do Brasil Fundo de Investimento Imobiliário – FII ("FII").

A fim de que não ficasse claro que referida distribuição de dividendos seria discricionária, a administração da Companhia fabricou um ilegal reconhecimento da realização dos montantes que estavam registrados na conta contábil "Reserva de Lucros a Realizar", sob a alegação de que referida realização teria ocorrido no momento da celebração de um documento interno que foi chamado de "Compromisso de Subscrição de Cotas do FII Top Center", o qual previa, em apertada síntese, o aporte, pela Companhia no FII, de 11 (onze) dos 15 (quinze) *shopping centers* que compunham o ativo da Companhia, sem qualquer contrapartida financeira em benefício desta. É o que se explica abaixo.

II. A "Reserva de Lucros a Realizar" e a não-realização dos montantes ali contabilizados

Desde 2014, a Companhia vinha reavaliando suas propriedades para investimento pelo método de "avaliação a valor justo". Essa reavaliação de certos ativos da Companhia pela "avaliação a valor justo" proporcionou um aumento dos respectivos valores contábeis dos ativos, sem a efetiva entrada de recursos financeiros no caixa da Companhia.

Assim, a Companhia chegou em 2017 com a "Reserva de Lucros a Realizar" registrando saldo equivalente a cerca de R$829 milhões, composto por "lucros contábeis" decorrentes de mera reavaliação de *shopping centers* que compunham o portfólio da Companhia.

Ao final de 2018, entretanto, a administração da Companhia optou por fabricar um reconhecimento da realização dos "lucros contábeis" que estavam registrados na "Reserva de Lucros a Realizar". Para levar tal realização de "lucros contábeis" a cabo, a administração da Companhia fundamentou-se no "Compromisso de Subscrição de Cotas do FII Top Center", acima mencionado.

Entretanto, a administração da Companhia não poderia ter considerado o "Compromisso de Subscrição de Cotas do FII Top Center" como fato gerador da realização dos montantes que estavam alocados na "Reserva de Lucros a Realizar", pois a implementação dos termos de tal documento resumia-se na simples substituição do veículo que intermediava a titularidade dos *shopping centers* pela Companhia.

A bem da verdade, à época em que a operação foi proposta pela administração da Companhia, mediante a celebração do "Compromisso de Subscrição de Cotas do FII Top Center", não havia alteração nas sociedades limitadas de propósito específico (SPEs) *(a)* que eram titulares diretas dos 11 (onze) *shopping centers* cuja metodologia de avaliação contábil passou a ser pelo valor justo em 2014 e *(b)* cuja realocação dentro do grupo econômico da Companhia teria dado azo à realização do

saldo da "Reserva de Lucros a Realizar" da Companhia, apesar de o controle final ter continuado como sendo da Companhia.

O que houve foi, tão-somente, *(a)* a alteração dos veículos titulares diretos das SPEs (*i.e.* as sociedades *holdings* intermediárias que eram controladas pela Companhia e controladoras das ditas SPEs), ou, noutras palavras, a sócia dos capitais das SPEs titulares diretas dos 11 (onze) *shopping centers* passou a ser a Vanti Administradora e Incorporadora Ltda. ("Vanti") no lugar da Securis Administradora e Incorporadora Ltda. ("Securis") e da Levian Participações e Empreendimentos Ltda. ("Levian"), sendo que as três (Vanti, Securis e Levian) eram sociedades controladas pela Companhia; e *(b)* a celebração do compromisso de subscrição de cotas de um fundo de investimento imobiliário (*i.e.* o FII, cujas cotas também eram de titularidade exclusiva da Companhia até a aprovação da operação na AGE de 26.3.19) com o aporte de participação societária na Vanti. Entretanto, o caixa da Companhia não sofreu nenhuma alteração. Não entrou nenhum recurso financeiro na Companhia que pudesse justificar o reconhecimento da realização do lucro contábil.

Aliás, pior ainda é considerar o mero "Compromisso de Subscrição de Cotas do FII Top Center" como fato gerador suficiente da "realização" contábil dos montantes registrados na "Reserva de Lucros a Realizar", já que este não passava de uma promessa de transferência de ativos da Companhia a um fundo de investimento que era de sua própria titularidade, afinal, se a efetiva implementação da transferência não tinha o condão de alterar as contas da Companhia, muito menos teria a mera promessa de sua implementação.

E foi justamente esse o entendimento da área técnica da Comissão de Valores Mobiliários — a Superintendência de Relações com Empresas ("SEP") — quando disse que:

> "*O receio em relação à discricionariedade da administração quanto ao saldo retido na reserva de lucros a realizar se justifica especialmente no caso em exame porque,* ***até a alienação de cotas do FII pela General Shopping, não terá havido evento financeiro que imponha, nos termos da Lei 6.404/76 (inciso III do art. 202), a realização da reserva e a distribuição de seu saldo. Ou seja, a distribuição de dividendos não deve ser vista como uma consequência do mero aporte das Subsidiárias Objeto no FII.***" (item 72 do relatório da SEP, apresentado na forma de Anexo III à presente Manifestação de Voto)

As próprias normas contábeis atualmente em vigor não autorizavam (assim como ainda não autorizam) essa manobra perpetrada pelo Conselho de Administração da Companhia (até mesmo porque decorre do uso de lógica). A esse respeito, veja abaixo a Interpretação Técnica CPC09(R2), emitida pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis, vinculante à Companhia, que é uma companhia de capital aberto:

> "*55. Nas operações com controladas,* ***os lucros não realizados*** *devem ser totalmente eliminados nas operações de venda da controladora para a controlada, os quais* ***devem ser reconhecidos no resultado da controladora somente quando os ativos transacionados forem realizados (pelo uso, venda ou perda) na investida****. São considerados não realizados os lucros contidos no ativo de qualquer entidade pertencente ao mesmo grupo econômico, não necessariamente na controlada para a qual a controladora tenha feito a operação original.*"

E é justamente essa a conclusão exposta no Parecer da FTI:

> "*2.9 Contudo, a mera transferência dos ativos para o FII não altera em nada o perfil, a natureza e a finalidade dos ativos e consequentemente, seu valor econômico e/ou a capacidade de geração de caixa. A transferência foi realizada dentro do grupo de empresas da General Shopping ('Grupo Econômico'), visto que a General Shopping é detentora de 100% das quotas do FII, sendo inapropriado o reconhecimento da realização do saldo da RLAR mediante uma transação entre a controladora (General Shopping) e sua controlada (FII). A norma contábil que trata de*

lucros não realizados em operações entre controladora e controlada, considera que 'São considerados não realizados os lucros contidos no ativo de qualquer entidade pertencente ao mesmo grupo econômico'.

2.10 Portanto, uma vez que o aporte das SPEs Transferidas no FII não gera benefícios econômicos e/ou financeiros para o Grupo Econômico, ***não há sentido econômico em realizar a RLAR e declarar dividendos, expondo o Grupo Econômico a severos riscos de continuidade, uma vez que foi deliberada a distribuição de R$ 829 milhões em lucros que não foram realizados economicamente e/ou financeiramente.***"[1] (grifos no original)

E mais, a respeito da obrigatoriedade da reversão da "Reserva de Lucros a Realizar", consequente do reconhecimento da realização dos "lucros contábeis" que compõe tal conta contábil, o posicionamento da Signatária também encontra respaldo na melhor doutrina:

"***A reversão da reserva de lucros a realizar somente torna-se obrigatória quando valores em dinheiro efetivamente ingressarem na companhia****. Por essa razão, a Lei das S.A. não determina o momento em que essa reserva tem que ser revertida, o que deve ser verificado caso a caso. Assim, a Lei das S.A. também não subordina a reserva de lucros a realizar a um limite máximo, como ocorre, por exemplo, na constituição da reserva legal e das reservas estatutárias, cujo saldo não pode ultrapassar o capital social (artigo 199).*"[2] (g.n.)

III. Obrigatória absorção de prejuízo do exercício de 2018

A Companhia registrava, no balanço de 2017, cerca de R$829 milhões na "Reserva de Lucros a Realizar". Esse montante é referente à reavaliação dos ativos da Companhia pelo método de "avaliação a valor justo". Esse mesmo balanço de 2017, entretanto, não registrava prejuízos acumulados.

Assim, o Conselho de Administração gerou urgência para aprovar a distribuição de dividendos ainda em 2018, quando o último balanço anual existente ainda seria o de 2017, o qual não registrava os vultosos prejuízos gerados ao longo de 2018. Com essa aprovação ainda em 2018, o Conselho de Administração esperava cumprir com o § 2º do artigo 204 da Lei das S/A.

Para tanto, o Conselho de Administração da Companhia realizou reuniões em 21 e 26 de dezembro de 2018, quando então a operação foi aprovada por tal órgão, claramente sob a batuta dos acionistas controladores — que, como dito, se confundem com os próprios membros da administração da Companhia.

Ocorre que, nos termos do artigo 189 da Lei das S/A, citado como fundamento legal pela SEP, caso haja prejuízo registrado nas contas da Companhia até a efetiva realização dos montantes registrados na "Reserva de Lucros a Realizar", com a consequente reversão destes à forma de lucro disponível à distribuição aos acionistas da Companhia, a reserva existente deve absorver tal prejuízo:

"*Art. 189. Do resultado do exercício serão deduzidos, antes de qualquer participação, os prejuízos acumulados e a provisão para o Imposto sobre a Renda.*

Parágrafo único. O prejuízo do exercício será obrigatoriamente absorvido pelos lucros acumulados, pelas reservas de lucros e pela reserva legal, nessa ordem."

[1] Itens 2.9 e 2.10, página 6 do Parecer da FTI (fl. 2886).
[2] EIZIRIK, Nelson. "A Lei das S/A Comentada." Volume III. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 70.

A norma do artigo 202, III, da Lei das S/A é ainda mais específica e direta quando determina que a distribuição como dividendos do saldo da reserva de lucros a realizar deve ser precedida pela absorção dos prejuízos porventura existentes:

> *"Art. 202. Os acionistas têm direito de receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, a parcela dos lucros estabelecida no estatuto ou, se este for omisso, a importância determinada de acordo com as seguintes normas:*
> *[...]*
> *III – os lucros registrados na reserva de lucros a realizar, quando realizados e se não tiverem sido absorvidos por prejuízos em exercícios subseqüentes, deverão ser acrescidos ao primeiro dividendo declarado após a realização."*

Neste sentido, como a Companhia acumulou prejuízos em 2018 — na ordem de R$357 milhões —, a administração da Companhia notou que seria obrigada, ao fechar o balanço do exercício de 2018, a absorver os prejuízos de 2018 com a "Reserva de Lucros a Realizar" (reduzindo grande parte do saldo registrado na "Reserva de Lucros a Realizar").

Assim, para evitar a obrigatória absorção de prejuízo, o Conselho de Administração da Companhia decidiu distribuir o montante registrado na "Reserva de Lucros a Realizar" (R$829 milhões) aos acionistas da Companhia, a título de dividendos intermediários, usando como base o último balanço anual então existente: o do exercício de 2017.

Entretanto, ainda que se aceitasse a legalidade no reconhecimento da realização da "Reserva de Lucros a Realizar" na forma proposta pelo Conselho de Administração, a fim de permitir a distribuição de dividendos aos acionistas da Companhia, a Lei das S/A manda que sejam absorvidos os prejuízos existentes no balanço da companhia para fins do cálculo do lucro líquido ajustado que servirá como base para a distribuição de dividendos aos acionistas da Companhia. Isto encontra amplo respaldo na doutrina.

E mais, a própria SEP produziu um extenso relatório acerca do tema, no sentido de que, ainda que aprovando a operação em 2018, com base em balanço anual de 2017, a Companhia não poderia ter desconsiderado os prejuízos de 2018, que sempre foram de seu conhecimento, para implementar a operação proposta. Essa decisão vai contra decisões da CVM e ocasionaria uma ruptura de todo o sistema implementado pela Lei das S/A, mormente o regime do capital social.

E é inegável que a administração da Companhia tinha conhecimento dos prejuízos gerados em 2018, haja vista que apenas 3 (três) dias após à realização da AGE de 26.3.19, a Companhia divulgou ao mercado suas demonstrações financeiras de 2018. Esse *timing* demonstra um represamento de informações pela administração da Companhia para proporcionar argumentos formais que ajudavam na efetiva implementação da distribuição de dividendos gestada nos órgãos de administração da Companhia, sem que o prejuízo gerado em 2018 fosse absorvido.

IV. Esvaziamento da atividade econômica do grupo econômico da Companhia, ato falimentar, e descumprimento de obrigações da Companhia

Como dito acima, a administração a Companhia implementou realocação de ativos com a subsequente entrega de tais ativos aos acionistas da Companhia mediante distribuição de dividendos. Essa operação gestada, proposta e implementada pela administração da Companhia fez com que a Companhia sofresse um desfalque de 11 (onze) dos 15 (quinze) *shopping centers* que eram de sua titularidade e que lhe geravam receita. Tais atos da administração consistem em um verdadeiro esvaziamento da atividade econômica exercida pela Companhia, haja vista que é evidente que 4 (quatro) *shopping centers* não têm a capacidade de gerar a mesma receita que 15 (quinze) *shopping centers*.

Além disso, a Companhia é, em conjunto com as sociedades controladas que foram transferidas ao FII, garantidora das seguintes dívidas: (i) "*US$200.000,000 10% Perpetual Bonds*", conforme emitidos em 9 de novembro de 2010 ("Bonds Perpétuos de 2010"); (ii) "*10%/12% Senior Secured PIK Toggle Notes Due 2026*", conforme emitidas em 10 de agosto de 2016 ("Notas de 2016"); e (iii) "*12.000% Perpetual Subordinated Fixed to Floating Rate Notes with Interest Deferral Option*", conforme emitidas em 20 de março de 2012 ("Bonds Perpétuos de 2012" e, em conjunto com as demais, as "Notas").

Com o diferimento do pagamento dos juros oriundos das Notas pela Companhia, as Notas registram valor total de R$1.154 bilhão, de acordo com as demonstrações financeiras da Companhia de 2018.

A Cláusula 4.02 da Escritura de Emissão das Notas Perpétuas de 2012 determina que, para que o pagamento dos juros se mantenha diferido, a Companhia não deve distribuir dividendos acima do mínimo de 25% do lucro líquido do exercício.

Entretanto, a operação proposta pela administração distribuiu montantes superiores ao lucro líquido do exercício (haja vista que a Companhia produziu apenas prejuízos em 2018, não lucros).

Assim, a aprovação da operação na AGE 26.3.19, ocasionada pela proposta feita pela administração da Companhia, tem a capacidade de ocasionar a imediata exigibilidade de créditos decorrentes das Notas Perpétuas de 2012, com efeitos perversos sobre as finanças da Companhia.

Esta preocupação ganha ainda mais relevo no que tange ao risco de a operação ser, de qualquer forma, configurada como ato falimentar, nos termos da Lei de Falências, a saber: caso se considere que a transferência de ativos substanciais da Companhia aos acionistas enquadra-se em alguma das hipóteses do artigo 94, III, e respectivas alíneas da Lei de Falências. Não se pode ignorar que esta é hipótese de sérias consequências e uma exposição a risco que administradores e acionistas não deveríam tolerar.

V. Operação contra o interesse da Companhia e efeitos tributários

A operação descrita acima, conforme delineada pela administração da Companhia, não trouxe qualquer benefício para a Companhia, mas muito pelo contrário. São diversos os fatores que demonstram que a implementação da operação não visou a qualquer interesse da Companhia, a saber:

(i) 11 (onze) dos 15 (quinze) *shopping centers* que eram detidos pela Companhia foram entregues aos acionistas, em forma de cotas do FII, sem nenhuma contrapartida financeira em benefício da Companhia, assim esvaziando a atividade econômica e o objeto da Companhia;

(ii) o patrimônio líquido da Companhia foi reduzido de R$875 milhões para cerca de R$38 milhões, expondo-a perigosamente à insolvência;

(iii) há expectativa de que a geração de caixa pela Companhia será reduzida de R$146,6 milhões para R$46,4 milhões, enquanto há dívidas financeiras de cerca de R$1,8 bilhão[5]:

(iv) fontes independentes, ao conduzirem análises próprias, projetaram um fluxo de caixa negativo pela Companhia na ordem de R$52,6 milhões, diante da necessidade de servir a

[5] Conforme relatório produzido pelo veículo internacional independente especializado no acompanhamento econômico de companhias emissoras de títulos, Debtwire (Anexo III à presente Manifestação de Voto).

elevada e custosa dívida financeira, porém com uma base de ativos substancialmente desfalcada[4];

(v) a Operação revela-se desastrosa para as capacidades futuras de geração de caixa e serviço da dívida, dado que grande parcela da operação da Companhia foi transferida ao FII, com seus fluxos destinados diretamente aos acionistas[5];

(vi) houve claro esvaziamento do resultado operacional (NOI) da Companhia, que, por sua vez, é insuficiente para arcar com a dívida líquida que permaneceu na Companhia;

(vii) a alavancagem financeira (dívida líquida sobre patrimônio líquido) da Companhia saiu de 1,3 vezes (cenário pré-aprovação da operação acima descrita) para 26,3 vezes (cenário pós-aprovação da operação acima descrita)[6];

(viii) restou clara a situação de insolvência da Companhia após a aprovação da operação, haja vista que a Companhia tem apenas cerca de R$46,8 milhões de resultado operacional (NOI) para pagar os R$1,8 bilhão de dívida;

(ix) a Operação ameaça a continuidade dos negócios da Companhia, submetendo-a a uma "liquidação branca":

- a transferência de *shopping centers* que compunham o portfólio da Companhia para acionistas comprometerá a geração de caixa que faria frente ao serviço de dívidas, podendo levar a Companhia à insolvência;

- eventual *default* de certas dívidas da Companhia pode implicar *cross-default* nas demais dívidas da Companhia ou de seu grupo econômico;

- o vencimento imediato de substancialmente toda a dívida do grupo econômico da Companhia pode culminar com sua recuperação judicial/extrajudicial ou falência, bem como com a arrecadação de ativos (operacionais) de propriedade de sociedades garantidoras do grupo econômico da Companhia, sem que, ao final, reste valor para os acionistas;

(x) o reconhecimento indevido de realização do saldo de ajuste a valor justo (AVJ) previamente reconhecido nas demonstrações financeiras da Companhia pode gerar impacto fiscal desconhecido dos acionistas, sendo certo que a proposta da administração é omissa em apresentar uma análise clara e convincente a este respeito. Qualquer ônus tributário da operação proposta — seja aquele que foi admitido na proposta da administração feita à AGE de 26.3.19, ou qualquer outro — não gerará contrapartida favorável à Companhia, fato que amplia o questionamento a respeito do interesse social da operação; e

(xi) a alegação de existência de benefícios fiscais advindos da exploração dos empreendimentos por meio do FII é inverídica, pois pessoas jurídicas recebem os resultados positivos oriundos do FII como rendimentos tributáveis e, portanto, passíveis de tributação, ao passo que, na estrutura pré-aprovação da operação, o resultado positivo recebido pela Companhia (e logo, por seus acionistas) é isento de tributação.

---

[4] Conforme relatório produzido pelo Debtwire.
[5] Item 2.32 do Parecer da FTI.
[6] Página 5 do Anexo II à presente Manifestação de Voto.

Todas estas circunstâncias só permitem a conclusão de que o interesse da Companhia nunca foi o objetivo buscado pela administração ao submeter a proposta de operação de transferência de ativos aos acionistas da Companhia, principalmente os acionistas controladores, até mesmo porque a administração confunde-se com estes acionistas controladores da Companhia, que evidentemente carregavam interesses econômicos pessoais na conclusão da operação.

Na forma em que foi proposta, a operação também induziu parte pequena dos acionistas minoritários da Companhia a embarcarem neste ato de abuso de poder de controle por parte dos acionistas controladores e de quebra dos deveres fiduciários por parte da administração da Companhia.

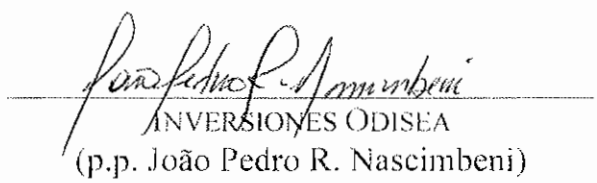
Para tanto, a administração da Companhia até mesmo deixou de prestar adequadamente informações aos acionistas da Companhia — conforme colocações feitas pela Signatária em seu Protesto apresentado na AGE de 26.3.19, recebido pela Mesa da AGE de 26.3.19 e arquivado na sede da Companhia, nos termos da Lei das S/A, cujos termos reitera-se nesta oportunidade.

Essa posição dos acionistas controladores e da administração da Companhia, além de expor os próprios acionistas controladores à violação do artigo 115 da Lei das S/A e os administradores à violação dos deveres fiduciários constantes dos artigos 153 a 157 da Lei das S/A, fez com que os acionistas minoritários também se expusessem a tanto.

Por todo o exposto, a Signatária rejeita as contas da administração da Companhia referentes ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2018, recusando-se a outorgar à administração da Companhia a quitação prevista no § 3º do artigo 137 da Lei das S/A.

Por fim, a Signatária reserva-se o direito de adotar todas as medidas necessárias a assegurar que a administração e os acionistas controladores da Companhia respondam por eventuais prejuízos que suas atitudes, no interesse particular de acionistas, possam causar à Companhia, inclusive no que tange aos custos eventuais com tributos e/ou prejuízos às operações e à estrutura de capital da Companhia decorrentes da operação descrita na presente Manifestação de Voto e das reuniões de Conselho de Administração que a antecederam.

O presente instrumento de Manifestação de Voto é entregue neste momento ao Presidente da Mesa desta Assembleia Geral Ordinária em 2 (duas) vias de igual teor e forma para seu recebimento e arquivamento na forma de anexo à ata desta Assembleia Geral Ordinária.



INVERSIONES ODISEA
(p.p. João Pedro R. Nascimbeni)

Recebido e autenticado pela mesa:

08/03/2019

FTI CONSULTING

PARECER TÉCNICO REFERENTE À OPERAÇÃO PROPOSTA PELA GENERAL SHOPPING E OUTLETS DO BRASIL S.A.

EXPERTS WITH **IMPACT**™

Índice

1 GLOSSÁRIO 3
2 RESUMO EXECUTIVO 5
3 VISÃO GERAL DA COMPANHIA E DA OPERAÇÃO PROPOSTA 12
4 A VISÃO ECONÔMICA SOBRE AS PRINCIPAIS QUESTÕES CONTÁBEIS EM DISCUSSÃO 16
5 COMO A SITUAÇÃO DOS CREDORES É AFETADA PELA OPERAÇÃO 20
6 COMO A OPERAÇÃO AFETA A SAÚDE FINANCEIRA DA COMPANHIA 25
7 COMO O MERCADO DE AÇÕES E DE DÍVIDA PERCEBEU A OPERAÇÃO 37
8 CRÍTICAS AOS PARECERES TÉCNICOS APRESENTADOS PELA GENERAL SHOPPING 43
9 CONCLUSÃO 51
ANEXOS 54

À

Moneda Deuda Latinoamericana Fondo de Inversión

Inversiones Odisea

Moneda Latin American Corporate Debt

São Paulo, 8 de março de 2019

Prezados Senhores,

Este parecer técnico ("Parecer") é produto de trabalho realizado pela FTI Consultoria Ltda. ("FTI") por solicitação dos Requerentes do pedido de tutela cautelar em caráter antecedente – processo n.º 1004480-34.2019.8.26.0100, em trâmite perante a 2ª Vara Empresarial do Foro Central da Comarca de São Paulo, SP ("Ação Judicial"), ajuizada por Moneda Deuda Latinoamericana Fondo de Inversión, Inversiones Odisea e Moneda Latin American Corporate Debt, contra: (i) General Shopping e Outlets do Brasil S.A.; (ii) General Shopping e Outlets do Brasil Fundo de Investimento Imobiliário – FII[1]; (iii) Levian Participaçoes e Empreendimentos Ltda.; (iv) Securis Administradora e Incorporadora Ltda.; e (v) Vanti Administradora e Incorporadora Ltda. Os Requerentes e as Requeridas são em conjunto denominadas "Partes".

Este Parecer contém informações sobre as Partes e está sendo fornecido de forma confidencial, sendo, portanto, fornecido para uso exclusivo na Ação Judicial e/ou no contexto do litígio entre as Partes, em qualquer de suas vertentes ou derivações. Os destinatários do Parecer concordam, mediante a sua recepção, a não copiar ou divulgar nenhum dos seus conteúdos a terceiros sem o consentimento expresso por escrito da FTI.

O Parecer foi preparado pela FTI com base em informações financeiras, operacionais e outros dados das Requeridas, obtidas em fontes de mercado, na Junta Comercial do Estado de São Paulo e na Comissão de Valores Mobiliários ("CVM"), bem como em determinados documentos disponibilizados no âmbito da Ação Judicial e de processos administrativos perante a CVM. Com relação a dados históricos, o escopo da FTI não incluiu uma auditoria, avaliação, teste, compilação ou revisão de qualquer tipo de quaisquer demonstrações financeiras ou seus componentes.

Nossas avaliações foram baseadas nas melhores informações e estimativas disponíveis nesses documentos e informações. Exceto quando expressamente mencionado, a FTI teve acesso às informações necessárias para se chegar às conclusões detalhadas neste Parecer.

Estamos à disposição para quaisquer esclarecimentos necessários.

Atenciosamente,

FTI Consultoria Ltda.

Samuel Aguirre – Senior Managing Director

Leonardo de Abreu e Lima Florencio – Managing Director
CORECON/SP 35.800

[1] Atual denominação do Fundo de Investimento Imobiliário – FII Top Center.

1 Glossário

Termo	Definição
Administração	Administração da General Shopping e das sociedades do seu grupo econômico.
ABL	Área Bruta Locável.
Ação Judicial	Tutela cautelar em caráter antecedente – processo n.º 1004480-34.2019.8.26.0100, em trâmite perante a 2ª Vara Empresarial do Foro Central da Comarca de São Paulo, SP, ajuizada em 23/01/2019 por Moneda Deuda Latinoamericana Fondo de Inversión, Inversiones Odisea e Moneda Latin American Corporate Debt, contra: (i) General Shopping e Outlets do Brasil S.A.; (ii) Fundos de Investimento Imobiliário – FII ; (iii) Levian Participaçoes e Empreendimentos Ltda.; (iv) Securis Administradora e Incorporadora Ltda.; e (v) Vanti Administradora e Incorporadora Ltda.
Atlas	Atlas Participações Ltda.
B3	B3 S.A. – Brasil, Bolsa e Balcão, a bolsa de valores oficial do Brasil, sediada na cidade de São Paulo.
Bondholders	Detentores das Notas.
CCI	Cédula de Crédito Imobiliário, instrumento de captação de recursos pelas SPEs.
Companhia	General Shopping e Outlets do Brasil S.A.
DFs	Demonstrações Financeiras
FII	General Shopping e Outlets do Brasil Fundo de Investimento Imobiliário - FII
FTI	FTI Consultoria Ltda.
General Shopping	General Shopping e Outlets do Brasil S.A.
Grupo Econômico	Sociedades pertencentes ao grupo econômico da General Shopping
GS Finance	General Shopping Finance Limited
GS Investments	General Shopping Investments Limited
GSB	General Shopping e Outlets do Brasil S.A.
Levian	Levian Participações e Empreendimentos Ltda.
Parecer	O presente Parecer Técnico emitido pela FTI, datado de 08/03/2019.
MM ou mm	Milhões.
NOI	Resultado Operacional Líquido, do Inglês *"Net Operating Income"*.
Notas	As Notas Garantidas e as Notas Perpétuas, em conjunto.
Notas Garantidas	Títulos de dívidas com vencimento em 2026, conforme emitidos pela GS Investments no valor total de US$8.923.000,00, com previsão de pagamento de juros de 10%/12% ao ano aos seus titulares, nos termos da Indenture datada de 10 de agosto de 2016.
Notas Perpétuas de 10%	Títulos de dívidas sem vencimento determinado, conforme emitidos pela GS Finance no valor total de US$200mm, com previsão de pagamento de juros de 10% ao ano aos seus titulares, nos termos da Indenture datada de 9 de novembro de 2010.
Notas Perpétuas de 12%	Títulos de dívidas sem vencimento determinado, conforme emitidos pela GS Investments no valor total de US$150mm, com previsão de pagamento de juros de 12% ao ano aos seus titulares, e possibilidade de diferimento do pagamento dos juros, nos termos da Indenture datada de 20 de março de 2012.
Notas Perpétuas	Denominação em conjunto das Notas Perpétuas de 10% e das Notas Perpétuas de 12%.
Rating	Nota que as agências internacionais de classificação de risco de crédito atribuem a um emissor (país, empresa, banco) de acordo com sua capacidade de pagar uma dívida.
RLAR	Reserva de Lucros a Realizar

R$	Real ou Reais, moeda corrente oficial da República Federativa do Brasil.
Securis	Securis Administradora e Incorporadora Ltda.
SPE	Sociedade de Propósito Específico.
Operação	Restruturação societária do Grupo Econômico, mediante contribuição da Vanti ao FII e posterior distribuição de dividendos aos acionistas da Companhia.
US$ ou USD	Dólares americanos, moeda emitida pelos Estados Unidos da América.
Vanti	Vanti Administradora e Incorporadora Ltda.

2 Resumo Executivo

Introdução

2.1 A General Shopping e Outlets do Brasil S.A ("General Shopping" e "Companhia") é uma sociedade anônima de capital aberto, com ações negociadas na B3 S.A. – Brasil, Bolsa e Balcão. A Companhia atua na realização de investimentos, desenvolvimento e administração de shopping centers, lojas e pontos de venda, além de serviços de gestão de estacionamentos e abastecimento de água e energia para estes estabelecimentos. Em dezembro de 2018, a General Shopping detinha participação indireta em 15 (quinze)[2] Sociedades de Propósito Específico ("SPEs"), cada uma titular de um shopping center, além de participação em outras sociedades prestadoras de serviços a esses shopping centers.

2.2 Entre 2010 e 2012 a Companhia emitiu títulos de dívidas sem vencimento ("Notas Perpétuas"), com pagamento de juros de 10% ou 12% (dependendo da emissão) ao ano aos seus titulares. As Notas Perpétuas emitidas em 2012 ("Notas Perpétuas de 12%") contam com possibilidade de diferimento do pagamento dos juros. O total emitido das Notas Perpétuas foi de US$ 400 milhões, com taxas de juros entre 10% e 12% em US$. Conforme informações da agência de classificação de risco Moody's, desde setembro de 2015 a Companhia não tem realizado o pagamento dos juros das Notas Perpétuas de 12%, exercendo a opção de diferimento dos juros.

2.3 Em agosto de 2016 houve a emissão de títulos de dívidas no valor de US$ 8,9 milhões com vencimento em 2026 com previsão de pagamento de juros de 10%/12% ("Notas Garantidas").

2.4 Em setembro de 2018, o valor total em aberto das Notas Perpétuas e Notas Garantidas ("Notas") era de R$ 1.140 milhões. Além das Notas – que são garantidas pela General Shopping – a Companhia é devedora de (i) R$ 144 milhões (principalmente referentes a BNDES e Debêntures) e R$ 581 milhões referentes a cédulas de crédito imobiliário ("CCI"), emitidas por 7 SPEs que detêm participações em shopping centers. Assim, o endividamento total da Companhia em setembro de 2018 era de R$ 1.865 milhão.

2.5 Em 26 de dezembro de 2018 a Companhia anunciou que planejava distribuir dividendos intermediários em valor equivalente ao saldo da sua Reserva de Lucros a Realizar ("RLAR") de 31/12/2017, no valor de R$ 829 milhões. O pagamento destes dividendos seria realizado (i) em dinheiro (R$ 207 milhões); e (ii) em quotas do General Shopping e Outlets do Brasil Fundo de Investimento Imobiliário – FII ("FII"), no valor imputado de R$ 622 milhões.

2.6 Para possibilitar esta distribuição de dividendos, tornou-se necessária uma restruturação societária, de modo que a Companhia passasse a deter participação direta no capital da Vanti, titular das SPEs Transferidas, que posteriormente seriam transferidas para o FII ("SPEs Transferidas"). Após esta reestruturação societária, a Companhia promoveu o aporte das 11 SPEs Transferidas ao FII, cujas quotas, em sua totalidade, pretende-se distribuir diretamente aos acionistas sob a forma de dividendos *in natura*. Neste Parecer, a restruturação societária e aporte no FII (1º passo) e a posterior distribuição de dividendos (2º passo) são denominadas "Operação".

2.7 O objetivo deste Parecer é analisar os impactos econômicos e financeiros da Operação sobre a Companhia e consequentemente sobre a capacidade de pagamento de suas dívidas. O leitor concorda que não adquire nenhum

[2] Além de participação remanescente equivalente a 9,8% do empreendimento Internacional Shopping Guarulhos, que veio a ser alienada pela Companhia conforme fato relevante publicado em 13 de fevereiro de 2019.

direito em razão de eventual acesso ao Parecer e reconhece que a FTI não assume qualquer obrigação perante o leitor em conexão com tal acesso.

RLAR sendo realizada com base em uma operação Intercompany

2.8 A destinação de saldo de lucros para a RLAR visa a afastar a obrigatoriedade de sua distribuição aos acionistas, por ser um lucro que ainda não foi realizado. A forma que a Administração da General Shopping encontrou para "realizar" este lucro foi aportar as 11 (onze) SPEs Transferidas no FII. Com o compromisso de aportar estas SPEs no FII, a Administração entendeu que teria havido o fato gerador para a realização de lucros registrados na RLAR. Dee acordo com os administradores da Companhia, sua realização implica imediata distribuição aos acionistas, sem prévia absorção de prejuízo, e supostamente sendo também obrigatórias as realizações dos atos societários para providenciar referida distribuição.

2.9 Contudo, a mera transferência dos ativos para o FII não altera em nada o perfil, a natureza e a finalidade dos ativos e consequentemente, seu valor econômico e/ou a capacidade de geração de caixa. A transferência foi realizada dentro do grupo de empresas da General Shopping ("Grupo Econômico"), visto que a General Shopping é detentora de 100% das quotas do FII, sendo inapropriado o reconhecimento da realização do saldo da RLAR mediante uma transação entre a controladora (General Shopping) e sua controlada (FII). A norma contábil[3] que trata de lucros não realizados em operações entre controladora e controlada, considera que *"São considerados não realizados os lucros contidos no ativa de qualquer entidode pertencente ao mesmo grupo econâmico"*.

2.10 Portanto, uma vez que o aporte das SPEs Transferidas no FII não gera benefícios econômicos e/ou financeiros para o Grupo Econômico, **não há sentido econômico em realizar a RLAR e declarar dividendos, expondo o Grupo Econômico a severos riscos de continuidade, uma vez que foi deliberada a distribuição de R$ 829 milhões em lucros que não foram realizados economicamente e/ou financeiramente**.

Distribuição de lucros sem absarver prejuízas do exercício

2.11 A Administração deixou de considerar o prejuízo do exercício (2018) já verificável nas demonstrações financeiras de 30 de setembro de 2018, que acumulava prejuízos na ordem de R$ 349 milhões nos primeiros nove meses de 2018, e que deveriam reduzir em 42% o montante de distribuição de dividendos proposto. Ao se realizar a distribuição de lucros com base nos montantes de lucros apurados em 31 de dezembro de 2017, serão distribuídos dividendos intermediários, que de fato, na data base da deliberação, deveriam antes ter absorvido referido prejuízo, gerando um descasamento entre os lucros distribuídos e os lucros de fato acumulados.

2.12 A distribuição de lucros que já não estão mais disponíveis para distribuição deve impactar significativamente a General Shopping sob o ponto de vista econômico, pois a Companhia terá que arcar com uma obrigação – de distribuir dividendos – sem ter resultados econômicos acumulados suficientes para tanto.

[3] Interpretação Técnica ICPC 09 (R2).

Como a situação dos credores é afetada pela Operação

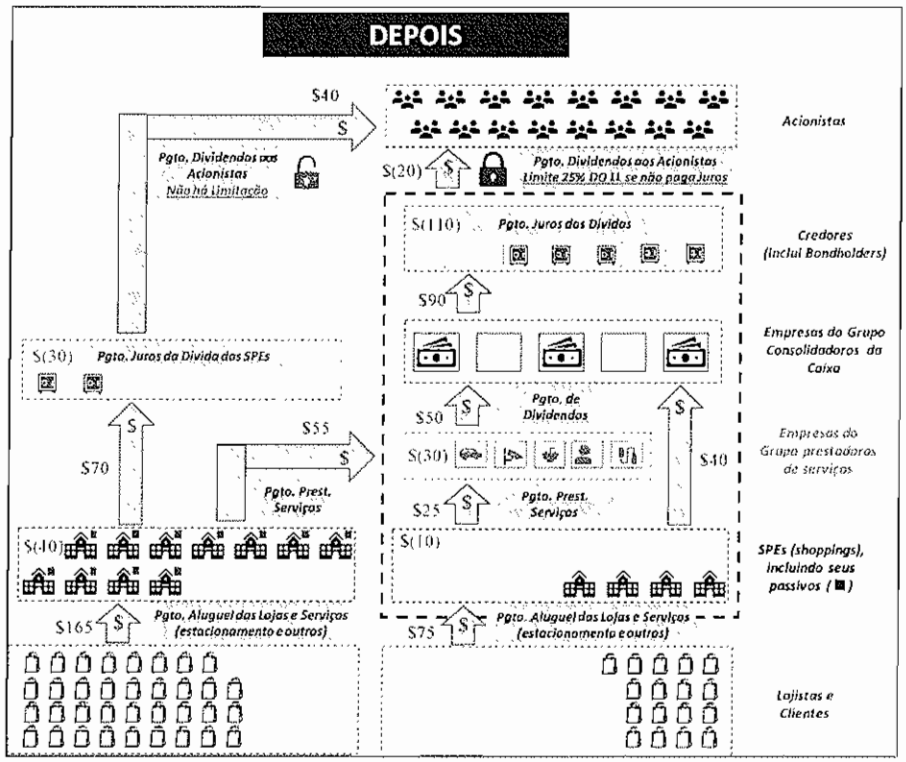
2.13 O fluxo de caixa da Companhia advém do pagamento de aluguel das lojas (pelos lojistas) e de serviços de estacionamento, água, luz e outros (pelos lojistas e pelos clientes). Estas receitas são pagas para as SPEs (donas dos shopping centers) ou para as empresas prestadoras de serviços (que também são parte do grupo General Shopping).

2.14 Todo o caixa gerado pelo grupo é utilizado para pagar fornecedores, impostos e credores, e o que sobra é distribuído para os acionistas dentro dos limites definidos. Um dos importantes limitadores é que a Companhia não pode distribuir em dividendos mais de 25% do lucro líquido gerado no ano caso não esteja cumprindo com o pagamento dos juros das Notas Perpétuas de 12%. Desde setembro de 2015 a Companhia não paga os juros de uma das Notas Perpétuas de 12%, limitando assim o pagamento dos dividendos na Companhia.

2.15 Conforme amplamente entendido na literatura financeira, o acionista é o último a receber os recursos da Companhia tendo direito apenas ao fluxo residual, ou seja, o fluxo que sobra após o pagamento de seus fornecedores, funcionários, governo e credores. **As Notas Perpétuas, como as demais dívidas, têm prioridade sobre os acionistas no recebimento do fluxo gerado pela Companhia.**

2.16 Após a Operação consumada – incluindo a distribuição das quotas do FII para os acionistas – o fluxo de caixa gerado pelas operações passa a ser em grande parte desviado do ecossistema fechado General Shopping diretamente para os acionistas. As SPEs titulares de 11 (onze) dos 15 (quinze) shopping centers foram contribuídas ao FII e, após a distribuição dos dividendos *in natura*, passam a ser detidos diretamente pelos acionistas e não mais pela Companhia. A figura abaixo mostra, de forma sistematizada, como passa a funcionar o fluxo após a Operação se completar.

Figura 01 – Esquema simplificado do caminho do caixa gerado pela Companhia (pós-Operação).



2.17 Com base em informações financeiras disponíveis para a Companhia (setembro de 2018) e para as SPEs Transferidas (dezembro de 2018) estimamos que **serão transferidas para o FII 74% das receitas do Grupo, ao** passo que **serão transferidos para o FII apenas 18% da dívida financeira.**

2.18 A General Shopping, por outro lado, que fica com apenas 28% do resultado operacional (NOI) passa a carregar 82% da dívida financeira (bruta) ou 75% da dívida financeira líquida de caixa. **Trata-se de um grave desequilíbrio, pois, enquanto os acionistas passarão a deter os ativos com a maior capacidade de geração de caixa, eles ficarão com menor necessidade de pagamento da dívida, sendo que à General Shopping restará justamente o contrário, uma menor capacidade de geração de caixa e mais de 4/5 (quatro quintos) da dívida financeira.**

2.19 Isto fica claro também quando analisamos o indicador de dívida líquida versus resultado operacional (NOI). Enquanto a Companhia pré-Operação detinha uma dívida líquida de 5,6 vezes o NOI, após a Operação essa relação sobe para 17,8 vezes. Já os ativos transferidos teriam uma relação de dívida líquida sobre NOI de apenas 2,4 vezes, índice mais favorável que aquele da Companhia após a Operação consumada.

2.20 O desequilíbrio fica mais evidente quando se faz uma simples conta de capacidade de pagamento de juros da Companhia pós-Operação, conforme demonstrado na tabela abaixo, em que os R$ 55 milhões de resultado operacional (NOI) são claramente insuficientes para arcar com o serviço da dívida que permanecerá na Companhia, resultando em um déficit de caixa de aproximadamente R$ 89 milhões.

Tabela 01 – Estimativa de serviço da dívida

Em R$ mil	
NOI remanescente na General Shopping	55.087
Estimativa de pagamento de juros sobre a dívida remanescente	(172.362)
Recebimento de juros sobre aplicações financeiras	27.909
Déficit de caixa	**(89.365)**

2.21 A tabela abaixo resume os principais indicadores financeiros da Companhia e das SPEs Transferidas pós-Operação, e demonstra uma grave piora nos indicadores da Companhia (pós-Operação), aumentando sobremaneira seu risco de insolvência. As SPEs Transferidas, por outro lado, ficam com indicadores financeiros saudáveis[4].

[4] Ressaltamos que as bases de informações utilizadas para estas análises não incluem as Demonstrações Financeiras pro-forma (pós-Operação) que viabilizariam uma análise mais detalhada e que, até a data de emissão deste Parecer, não haviam sido disponibilizadas pela Companhia.

Tabela 02 – Principais indicadores financeiros pré e pós-Operação

Indicador	Companhia (pré-Operação)	SPEs Transferidas (pós-Operação)	General Shopping (pós-Operação)
Área Bruta Locável – Em metros quadrados (em % do total do Grupo)	**192.576**	**131.572** *68,32%*	**61.004** *31,68%*
Receita Líquida – Em R$ milhões (Em % do total)	**R$ 223 milhões**	**R$ 166 milhões** *74,47%*	**R$ 57 milhões** *25,53%*
Resultado Operacional NOI – Em R$ milhões (Em % do total)	**R$ 198 milhões**	**R$ 143 milhões** *72,12%*	**R$ 55 milhões** *27,88%*
Dívida Bruta – Em R$ milhões (Em % do total)	**R$ 1.866 milhões**	**R$ 341 milhões** *18,25%*	**R$ 1.525 milhões** *81,75%*
Dívida Líquida – Em R$ milhões (Em % do total pós-Operação)	**R$ 1.108 milhões**	**R$ 336 milhões** *25,52%*	**R$ 980 milhões** *74,48%*
Relação de Endividamento (Dívida Líquida / NOI)	**5,6 vezes**	**2,4 vezes**	**17,8 vezes**
Alavancagem (Dívida líquida / Patrimônio Líquido)	**1,3 vezes**	**1,1 vezes**	**21,0 vezes**

Como o mercado de ações e de dívida percebeu a Operação

2.22 O anúncio da Operação pela Administração da Companhia gerou impactos distintos se compararmos o mercado de ações e o mercado de dívida. Entretanto, esses impactos devem ser analisados em conjunto, de forma a entender os efeitos causados pelo processo como um todo, principalmente a distribuição de dividendos proposta.

2.23 As ações da General Shopping e Outlets do Brasil S.A, transacionadas na B3 através do *ticker* GSHP3, eram negociadas a R$ 2,71/ação antes do anúncio da Operação, valor que, multiplicado pelo número de ações da Companhia equivalia a um valor de mercado total ("Market Cap") de R$ 188 milhões. Posteriormente ao anúncio da Operação, as ações estão sendo cotadas a R$ 6,00/ação[5], o que equivale a um Market Cap de R$ 416,6 milhões.

2.24 Percebe-se que essa valorização do Market Cap após o anúncio da Operação (em R$ 229 milhões) é muito próxima do montante que deverá ser distribuído em dinheiro (R$ 207 milhões), praticamente não incorporando o valor dos dividendos a serem pagos *in natura*, de R$ 621,7 milhões. Isto pode ser um indicativo de que (i) o mercado acredita que há uma probabilidade relevante de a Operação não ocorrer; ou (ii) que o valor justo da parcela *in natura* não corresponde à realidade; ou (iii) uma combinação das duas hipóteses anteriores. **De qualquer forma, a reação do mercado de ações indica que a expectativa em relação à Operação é baixa e, portanto, a valorização da ação foi de apenas 28% do valor a ser distribuído em dividendos.**

2.25 Passando à análise dos títulos de dívida, ressaltamos que os títulos que têm boa probabilidade de serem pagos pelos devedores são normalmente negociados no mercado de dívida a valores próximos do seu valor de face, ou seja, próximo de 100% por título. Analisando as Notas Perpétuas de 12%, constata-se que o título, antes do anúncio da Operação, era negociado a aproximadamente 61% do seu valor de face, indicando que o investidor esperava recuperar

[5] Preço verificado em 26/02/2018

apenas 61% do valor investido. **Este quadro piorou após o anúncio da Operação e o mercado passou a estimar uma recuperação de apenas 45% do valor investido.** Já as Notas Perpétuas de 10% vinham sendo negociadas a 98% do valor de face antes do anúncio da Operação e, atualmente, está sendo negociada a 91% do valor de face, o que representa uma queda de 7 pontos percentuais. **A queda nos preços de mercado das Notas Perpétuas reflete que o mercado reduziu sua confiança em relação à capacidade de a Companhia honrar com os pagamentos de suas dívidas.**

2.26 Corroborando esta conclusão, vemos que um avaliador independente de crédito (Moody's) classifica um dos títulos de dívida da Companhia (as Notas Perpétuas de 12%) como tendo risco substancial (nível "Ca") com perspectiva negativa (i.e., podendo reduzir ainda mais) e, inclusive, **questiona a própria sobrevivência da Companhia no longo prazo[6]. Estes são fortes indicadores de que o mercado de crédito recebeu muito mal a Operação, e indicam que a Operação tem um grande impacto na solvência da Companhia.**

2.27 Por último, assumindo que o valor justo dos ativos da Companhia (valor das ações + valor das dívidas) não tenha se modificado de forma relevante apenas com o anúncio da Operação (pois as operações combinadas continuam sendo exatamente iguais), **concluímos que o valor de mercado das ações só poderia aumentar com o decréscimo do valor de mercado das dívidas. Isso indica que a Operação não gerou valor para a Companhia como um todo, mas que representa uma transferência de valor dos credores para os acionistas, com a subversão da ordem de prioridade entre esses *stakeholders* (i.e., os acionistas – detentores de *residual claims* – passaram à frente dos credores da Companhia).**

Críticas aos pareceres técnicos submetidos pelos Requeridos

2.28 Após as análises dos impactos da Operação no mercado de ações e no mercado de dívida, buscamos tecer comentários a respeito de dois pareceres fornecidos pela Companhia de forma a embasar a Operação: (i) "Parecer técnico-contábil analisando a destinação da reserva de lucros a realizar em virtude da realocação de ativos realizada pela GSB", elaborado pelo Professor Dr. Eduardo Flores e datado de 31 de janeiro de 2019 ("Parecer Contábil"); e (ii) "Lógica Econômica da Realocação de Ativos da General Shopping e Outlets Do Brasil S.A.", elaborado pela GO Associados e datado de 1 de fevereiro de 2019 ("Parecer Econômico").

2.29 A seguir mencionamos os temas mais relevantes abordados em cada parecer, as posições de cada um deles a respeito da Operação, assim como os nossos comentários e críticas em relação aos argumentos e abordagens utilizadas nos documentos.

2.30 Quanto ao Parecer Contábil, entendemos que (i) a transferência de ativos realizada foi efetivada entre entidades de um mesmo grupo econômico, sob controle comum, não podendo, portanto, ensejar a distribuição dos dividendos através da realização de lucros acumulados; e (ii) a Operação não representou nenhum tipo de ganho financeiro, impacto econômico ou melhoria da geração de caixa do grupo – já que não teve qualquer entrada de recurso

[6] Fonte: <https://www.moodys.com/research/Moodys-places-GSBs-CFR-rating-on-review-down-following-announcement--PR_393580>

financeiro como consequência –, sendo assim incapaz de efetivarem-se os lucros de reavaliação patrimonial retidos nas reservas.

2.31 Quanto ao Parecer Econômico, entendemos que (i) da mesma forma que a variação cambial negativa é um ajuste meramente contábil, a reavaliação de ativos utilizada para distribuição de dividendos também o é, e, assim, esses fatores devem ser considerados em conjunto para apuração do resultado na eventual distribuição de dividendos; (ii) os credores avaliam a capacidade de pagamento de suas devedoras (no momento da contratação do financiamento) com base na sua capacidade de geração de caixa, de forma que, ainda que as SPEs venham a ser garantidoras de todas as Notas, a Operação fragiliza a posição dos credores da Companhia, que, na contratação, tinham a expectativa de que as obrigações assumidas pela General Shopping seriam pagas com o fluxo de caixa gerado por todos os seus shopping centers (e não apenas pelos 4 (quatro) restantes) e, especialmente enquanto diferido o pagamento dos juros das Notas Perpétuas de 12%, teriam respaldo na limitação de dividendos a 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido do exercício gerado por todos esses shopping centers (e não apenas pelos 4 (quatro) restantes); e por fim (iii) a Operação é benéfica somente aos acionistas da Companhia, já que, a retirada desses 11 (onze) shopping centers do balanço consolidado do Grupo Econômico, reduz a limitação de distribuição de dividendos de 25% do lucro líquido devido ao diferimento dos juros das Notas Perpétuas de 12%. Com a Operação consumada, os dividendos passam a fluir diretamente aos acionistas, sem a restrição de distribuição de dividendos em razão da opção que vem sendo exercida pela Companhia desde 2015 de diferir o pagamento dos juros das Notas Perpétuas de 12% ; mais uma vez, demonstrando que a Operação representa a transferência de riqueza dos credores aos acionistas.

Conclusão

2.32 Ao analisar a Operação como um todo, percebemos que são diversas as fragilidades. Em termos conceituais, a realização de lucros pela transferência de ativos não possui embasamento – tanto na ótica econômica, quanto na financeira – devido à Operação ser realizada entre partes de um mesmo grupo e sem transferências monetárias. Adicionalmente, no que tange à saúde financeira da Companhia, **a Operação seria desastrosa para as capacidades futuras de geração de caixa** e **serviço da dívida, dado que grande parcela da operação da Companhia seria transferida ao FII, com seus fluxos destinados diretamente aos acionistas.**

2.33 Vemos que apenas 28% do resultado operacional (NOI) permaneceria na General Shopping, claramente insuficientes para arcar com 74% da dívida líquida que permanecerá na Companhia. Sua alavancagem (dívida líquida sobre patrimônio líquido) terá comportamento explosivo, saindo dos atuais 1,3 vez para 21,0 vezes. **Fica clara a situação de insolvência em que a Companhia ficará pós-Operação, tendo apenas R$ 55 milhões de resultado operacional (NOI) para pagar R$ 144 milhões de despesas financeiras líquidas.**

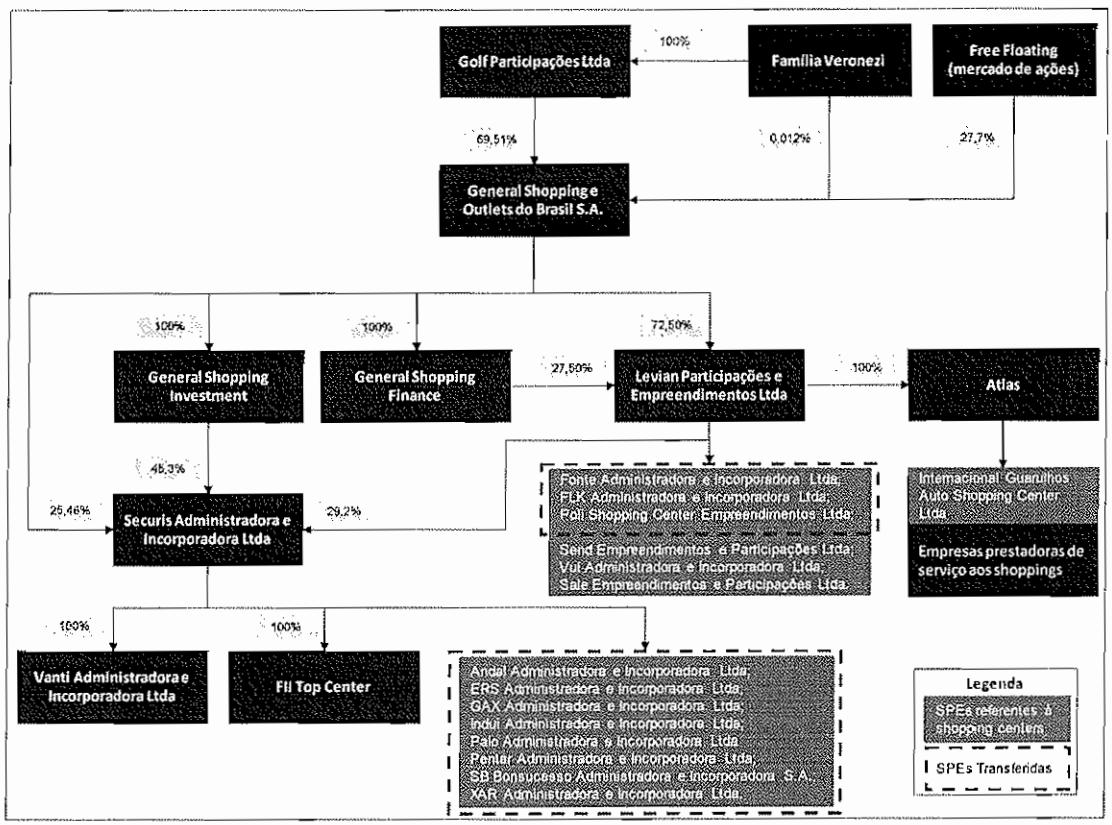
2.34 Por último, **fica perceptível uma transferência de riqueza dos credores para os acionistas,** corroborada pela desvalorização do valor de negociação das Notas Perpétuas e pela valorização do valor das ações.

3 Visão Geral da Companhia e da Operação Proposta

A General Shopping

3.1 A General Shopping e Outlets do Brasil S.A ("General Shopping" e "Companhia") é uma sociedade anônima de capital aberto, com ações negociadas na B3 S.A. – Brasil, Bolsa e Balcão sob o *ticker* "GSHP3". A Companhia atua na realização de investimentos, desenvolvimento e administração de shopping centers, lojas e pontos de venda, além de serviços de gestão de estacionamentos e abastecimento de água e energia nestes estabelecimentos. Em dezembro de 2018, a General Shopping detinha participação indireta em 15 (quinze)[7] Sociedades de Propósito Específico[8] ("SPEs"), cada uma titular de um shopping center, além de outras sociedades prestadoras de serviços a esses shopping centers. A controladora direta da General Shopping é a Golf Participações Ltda. ("Golf"), entidade que engloba as participações da família do fundador da Companhia (Antônio Veronezi).

Figura 02 – Organograma Resumido pré-Operação



[7] Além de participação remanescente equivalente a 9,8% do empreendimento Internacional Shopping Guarulhos, que veio a ser alienada pela Companhia conforme fato relevante publicado em 13 de fevereiro de 2019.

[8] (i) XAR Administradora e Incorporadora Ltda. (Parque Shopping Barueri); (ii) Andal Administradora e Incorporadora Ltda. (Suzano Shopping Center); (iii) Pentar Administradora e Incorporadora Ltda. (Unimart Shopping); (iv) SB Bonsucesso Administradora e Incorporadora Ltda. (Shopping Bonsucesso); (v) Indui Administradora e Incorporadora Ltda. (Outlet Premium Brasília); (vi) ERS Administradora e Incorporadora Ltda. (Shopping Outlet Premium Rio de Janeiro); (vii) GAX Administradora e Incorporadora Ltda. (Outlet Premium São Paulo), (viii) Poli Shopping Center Empreendimentos Ltda. (Poli Shopping Center); (ix) Fonte Administradora e Incorporadora Ltda. (Parque Shopping Sulacap); (x) FLK Administradora e Incorporadora Ltda (Outlet Premium Salvador); (xi) Palo Administradora e Incorporadora Ltda. (Off Outlet Fashion Fortaleza); (xii) Send Empreendimentos e Participações Ltda (Cascavel JL Shopping); (xiii) Vul Administradora e Incorporadora Ltda (Parque Shopping Maia); (xiv) Sale Empreendimentos e Participações Ltda (Shopping do Vale); (xv) Internacional Guarulhos Auto Shopping Center Ltda (Auto Shopping).

3.2 Todos os serviços relacionados às atividades dos shopping centers são desenvolvidos pela Atlas Participações Ltda. ("Atlas"), sociedade controlada pela Companhia e titular de participações societárias em sociedades responsáveis (i) pelo suprimento de energia e locação de equipamentos para transmissão e distribuição; (ii) pelo planejamento do fornecimento de água, tratamento e distribuição; (iii) pelo controle e administração de estacionamentos dos empreendimentos; (iv) pela administração das operações dos shopping centers; e (v) pela administração das operações de auto shoppings. A receita bruta advinda da prestação desses serviços em cada um dos três primeiros trimestres de 2018 foi de, respectivamente, R$ 21,2 milhões, R$ 20,1 milhões e R$ 22,9 milhões. Apesar de não termos tido acesso à documentação comprobatória a respeito da estrutura pós-Operação – como também não termos recebido os balanços analíticos em nome da Atlas e das suas controladas diretas – estamos assumindo que os valores recebidos pela Atlas pós-Operação, ao menos parcialmente, deverão ser vertidos para a própria Companhia.

As Notas Perpétuas e demais Dívidas da Companhia

3.3 Entre 2010 e 2012, como forma de alavancar suas operações, os veículos estrangeiros da Companhia – GS Finance e GS Investments – emitiram títulos de dívidas sem vencimento determinado denominados notas perpétuas[9], conforme emitidos (i) pela GS Investments no valor total de US$150mm, com previsão de pagamento de juros de 12% ao ano aos seus titulares, e possibilidade de diferimento do pagamento dos juros, nos termos da Indenture datada de 20 de março de 2012 ("Notas Perpétuas de 12%"); e (ii) pela GS Finance no valor total de US$200mm, com previsão de pagamento de juros de 10% ao ano aos seus titulares, nos termos da Indenture datada de 9 de novembro de 2010 ("Notas Perpétuas de 10%"). Além disso, parte das Notas Perpétuas de 12% ao ano foram permutadas por notas garantidas emitidas pela GS Investments no valor total de US$8,923,000, com vencimento em 2026 e previsão de pagamento de juros de 10%/12% ao ano aos seus titulares, nos termos da Indenture datada de 10 de agosto de 2016 ("Notas Garantidas").

3.4 Conforme informações da agência de classificação de risco Moody's[10], desde setembro de 2015 a Companhia não tem realizado o pagamento dos juros das Notas Perpétuas de 12%, exercendo a opção de diferimento dos juros.

3.5 Em 2015 e em 2018, a Companhia realizou recompras de parte dos cupons destas Notas Perpétuas, no valor total de US$ 134 milhões[11], ou R$ 517 milhões nas respectivas datas de recompra.

3.6 Em setembro de 2018, o valor total em aberto das três emissões de Notas era de R$ 1.140 milhões[12], o que correspondia a US$ 285 milhões com o câmbio da data (R$ 4,0039 por US$). Além das Notas – que são garantidas pela General Shopping – a Companhia é devedora de (i) R$ 144 milhões (principalmente referentes a BNDES e Debêntures) e R$ 581 milhões referentes a cédulas de crédito imobiliário ("CCI"), emitidas por 7 SPEs que detêm participações em shopping centers. Assim, **o endividamento total da Companhia em setembro de 2018 era de R$ 1.865 milhão**.

---

[9] Como o nome sugere, nos títulos perpétuos o período acordado sobre o qual os juros serão pagos não encontra limitação, ou seja, devem ser pagos, em tese, para sempre (ou seja: perpetuamente). A este respeito, os títulos perpétuos funcionam de forma semelhante aos títulos que pagam dividendos ou certos títulos preferenciais. Assim como os proprietários de tais ações recebem pagamentos de dividendos durante todo o tempo em que a ação é detida, os titulares de Notas Perpétuas devem receber o pagamento de juros, enquanto detiverem o título.

[10] Fonte: <https://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-General-Shopping-Brasil-s-Corporate-Family-Rating-to--PR_334319>

[11] Fonte: Demonstrações Financeiras da General Shopping Brasil S.A., 30 de setembro de 2018.

[12] Fonte: Demonstrações Financeiras da General Shopping Brasil S.A., 30 de setembro de 2018.

A Operação

3.7 Em 26 de dezembro de 2018 a Companhia anunciou que planejava distribuir dividendos intermediários em valor equivalente ao saldo de sua Reserva de Lucros a Realizar ("RLAR") de 31/12/2017, no valor de R$ 829 milhões. O pagamento destes dividendos seria realizado (i) em caixa (R$ 207 milhões); e (ii) em quotas do General Shopping e Outlets do Brasil Fundo de Investimento Imobiliário ("FII")[13], no valor de R$ 622 milhões.

3.8 Para que o patrimônio do FII passasse a ter um valor de R$ 622 milhões, foi celebrado um compromisso de subscrição de quotas entre a Companhia e o FII, de modo que as participações indiretas da Companhia nas SPEs, até então controladas diretas da Levian e Securis, seriam conferidas ao FII por seu valor justo, com base em laudo de avaliação contratado pela Companhia.

3.9 Entretanto, a Companhia promoveu uma realocação dos ativos, mediante a cisão parcial de suas controladas Levian e Securis, e incorporação das parcelas cindidas à Vanti. As parcelas cindidas são correspondentes a participações societárias em sociedades de propósito específico titulares de 11 (onze) dos 15 (quinze) shopping centers do portfólio da General Shopping ("SPEs Transferidas"). A Vanti, por sua vez, foi contribuída pela General Shopping ao FII. Com o compromisso de contribuir o capital das SPEs Transferidas ao FII, a Administração entendeu que teria havido o fato gerador para a realização de lucros até então registrados na RLAR.

3.10 Com base nisso, o Conselho de Administração da Companhia afirmou que seria obrigatória[14] a distribuição dos dividendos mencionados anteriormente, sendo R$ 207 milhões – o que seria equivalente a 25% do saldo registrado na RLAR – em dinheiro, e aproximadamente R$ 622 milhões *in natura,* mediante entrega aos acionistas de quotas de emissão do fundo (FII) ou, opcionalmente, integralização de novas debêntures perpétuas.

3.11 Na prática, a restruturação societária e posterior distribuição de dividendos proposta pela Companhia promove a retirada de 11 (onze) dos 15 (quinze) shopping centers de seu controle direito, conferindo-os ao FII[15], cujas quotas, em sua totalidade, pretende-se distribuir diretamente aos acionistas sob a forma de dividendos *in natura*. Neste Parecer, a restruturação societária e contribuição do capital social da Vanti ao FII (1º passo) e a posterior distribuição de dividendos (2º passo) são denominadas "Operação".

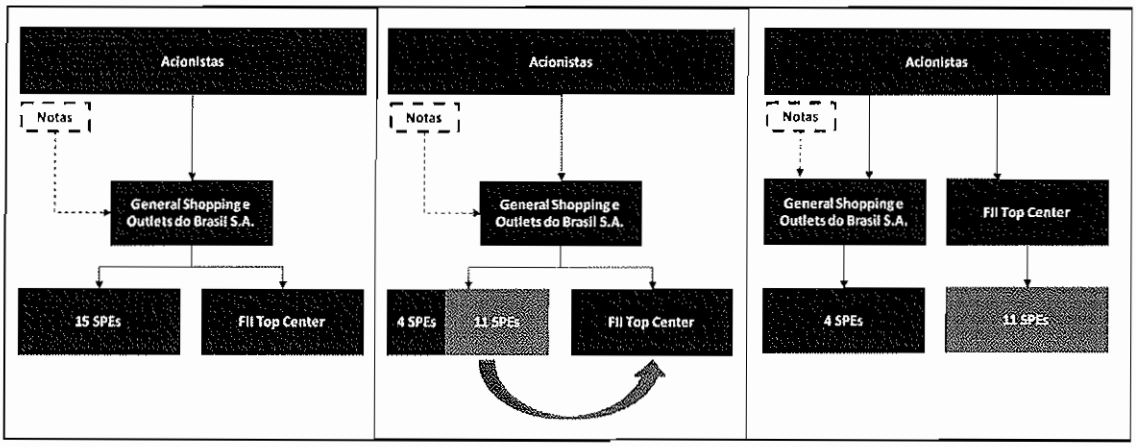
3.12 A figura abaixo demonstra, de forma simplificada, a estrutura pré-Operação, a reestruturação societária e a estrutura final pós-Operação.

[13] Atual denominação do Fundo de Investimento Imobiliário – FII .

[14] Conforme item VII da Proposta da Administração disponibilizada pelo Conselho de Administração da Companhia aos acionistas, em sua última versão, em 1º de março de 2019.

[15] Esta transação ocorre por meio da conferência da integralidade do capital social da Vanti – titular direta das SPEs Transferidas – ao FII.

Figura 03 – Evolução da estrutura societária (simplificada) da General Shopping



3.13 A Operação pretendida pela Companhia, então, promove mais do que uma realocação de ativos entre as sociedades integrantes de seu grupo econômico: ela altera, principalmente, o fluxo econômico-financeiro da Companhia. Isto porque, como será demonstrado adiante, a alteração societária e posterior distribuição das quotas do FII como dividendos pretendida pela Companhia, além de reduzir drasticamente suas operações, com a entrega de 11 (onze) de seus 15 (quinze) shopping centers ao FII, faz com que parte substancial do fluxo financeiro que por ela transitava seja, direta e integralmente, entregue para seus acionistas (sem servir a dívida) sem o intermédio da General Shopping, como garantidora das Notas e, em relação às Notas Perpétuas de 12%, esvaziando a limitação de distribuição de dividendos. Isto ocorre pois serão mantidos na Companhia apenas os valores provenientes da prestação dos serviços complementares fornecidos pela Atlas e dos alugueis de outros 4 (quatro)[16] shopping centers não conferidos ao FII.

[16] Já considerando que a participação remanescente equivalente a 9,8% do empreendimento Internacional Shopping Guarulhos foi alienada pela Companhia conforme fato relevante publicado em 13 de fevereiro de 2019.

4 A Visão Econômica Sobre as Principais Questões Contábeis em Discussão

Introdução e conceitos gerais

4.1 Nesta seção comentaremos, sob um ponto de vista econômico-financeiro, as principais questões contábeis da Operação. Para total clareza, definimos os conceitos de visão econômica e de visão financeira, a fim de serem contextualizados com as posições que discorremos a seguir.

4.2 Quando abordamos e discutimos a visão econômica de uma transação, estamos nos referindo à efetivação de um negócio, que prevê a negociação entre partes interessadas, conhecedoras do negócio e independentes entre si, com a ausência de fatores que pressionem a conclusão da liquidação da transação ou que caracterizem uma transação compulsória, de tal forma que uma operação de troca ou compra-e-venda seja realizada através de uma precificação justa livremente acordada entre as partes.

4.3 Esta definição se assemelha às características necessárias para que uma transação efetuada reflita o valor justo do objeto da negociação, segundo as normas de contabilidade, evidenciando que a transação econômica é reconhecida na contabilidade, que também preconiza que para que um ativo possa ser reconhecido, os benefícios econômicos futuros incorporados a um ativo devem fluir para a entidade.

4.4 Podemos fazer uma associação direta entre a visão econômica com o regime de competência, que visa computar transações concretizadas em um determinado período, a fim de demonstrar o efeito destas transações no período a que pertencem. O resultado desta visão na contabilidade é constatado principalmente no Demonstrativo de Resultado do Exercício ("DRE"), que objetiva a apuração do lucro líquido do período em questão.

4.5 Já ao abordamos a visão financeira, nos referimos à liquidação financeira correspondente de uma transação, ou seja, o pagamento efetivo da transação, que mais corriqueiramente é efetuado em dinheiro, mas pode ser realizado de outras formas, que ao final, eliminam a obrigação financeira.

4.6 Realizando o paralelo com a contabilidade, uma transação financeira é necessariamente verificada nos Demonstrativos de Fluxos de Caixa ("DFC") de uma empresa.

4.7 Resumindo, a visão econômica não guarda relação direta com a visão financeira, e a visão econômica está associada à competência de uma transação e não à liquidação financeira, a qual é necessária para que a transação seja consumada na visão financeira.

Distribuição de lucros sem absorver prejuízos do exercício

4.8 Considerando que a Administração decidiu, em Reunião do Conselho de Administração ("RCA") finalizada em 26 de dezembro de 2018, distribuir dividendos intermediárias, utilizando como base a Reserva de Lucros a Realizar ("RLAR") registrada nas demonstrações financeiras de 31 de dezembro de 2017, comentamos aqui os efeitos econômicos e potenciais efeitos financeiros de tal decisão.

4.9 Relembramos que a Administração deixou de considerar o prejuízo do exercício (2018) já verificável nas demonstrações financeiras de 30 de setembro de 2018, que acumulava prejuízos na ordem de R$ 349 milhões nos

primeiros nove meses de 2018, e que reduzem o lucro acumulado em relação ao apresentado das demonstrações da data base de 31 de dezembro de 2017.

4.10 Desta forma, ao se realizar a distribuição de lucros com base nos montantes de lucros apurados em 31 de dezembro de 2017, o prejuízo já verificado nos nove meses de 2018 foi desconsiderado, sendo distribuídos dividendos intermediários em 2018, que, de fato, na data base da deliberação, deveriam antes ter absorvido referido prejuízo..

4.11 Do ponto de vista econômico, consideramos como inapropriada tal desconsideração dos prejuízos já verificados nos primeiros nove meses de 2018, uma vez que a Companhia já não mais detinha tal monta de lucros acumulados para serem distribuídos. Ao se converter os lucros acumulados até 31 de dezembro de 2017 em uma obrigação, através de dividendos declarados a pagar, gerou-se um descasamento entre os lucros distribuídos e os lucros de fato acumulados no momento da deliberação.

4.12 Ressaltamos que os prejuízos acumulados nos primeiros nove meses de 2018 de R$ 349 milhões são um montante relevante, que representa aproximadamente 42% do montante de distribuição de dividendos proposto, e que, se corretamente absorvidos, reduziriam significativamente os lucros e a reserva de lucros disponíveis para distribuição em 30 de setembro de 2018.

4.13 Desta forma, uma distribuição de lucros que já não estão mais disponíveis para distribuição deve impactar significativamente a General Shopping sob o ponto de vista econômico, pois a Companhia terá que arcar com uma obrigação – de distribuir dividendos – sem ter resultados econômicos acumulados suficientes para tanto.

4.14 Ressaltamos que não estamos levando em consideração o resultado do quarto trimestre de 2018 que, até o presente momento, é desconhecido, e que poderia alterar o resultado do exercício de 2018.

RLAR sendo realizada com base em uma operação Intercompany

4.15 A destinação de saldo de lucros para a RLAR visa a afastar a obrigatoriedade de sua distribuição aos acionistas, por ser um lucro que ainda não foi realizado. . As normas contábeis, ainda que determinem o registro dos ativos a valor justo, também preveem um mecanismo (RLAR) de ajuste do potencial efeito econômico e financeiro danoso à Companhia que tal reconhecimento inoportuno poderia causar. Assim, possibilita-se à Administração não materializar em obrigação financeira um evento que não caracteriza geração de benefícios econômicos e financeiros para o Grupo Econômico.

4.16 Abordamos a seguir os aspectos relacionados à consideração pela Administração de que os lucros não realizados que constituem a RLAR teriam sido realizados quando se celebrou o compromisso de conferência das SPEs Transferidas ao FII e que, em razão disso, seria alegadamente obrigatória[17] a declaração de distribuição de lucros.

4.17 Entendemos que esta consideração sobre realização é equivocada, uma vez que o compromisso de transferir ou mesmo a transferência dos ativos para o FII não alteram em nada o perfil, a natureza e a finalidade dos ativos e consequentemente, seu valor econômico e/ou a capacidade de geração de caixa. Assim, não há realização de ganhos

[17] Conforme item VII da Proposta da Administração disponibilizada pelo Conselho de Administração da Companhia aos acionistas, em sua última versão, em 1º de março de 2019.

econômicos e/ou financeiros para a Companhia, pois o compromisso de transferência foi celebrado e realizado dentro do grupo econômico da General Shopping ("Grupo Econômico"). A seguir discorremos sobre o embasamento para tal conclusão.

4.18 A celebração do compromisso ou a própria contribuição dos ativos ao FII, mantendo a General Shopping como detentora de 100% das quotas do FII, não ensejam ganhos nem perdas econômicas para a Companhia. Esta não receberá financeiramente o valor justo atribuído a estes ativos, uma vez que continuará explorando-os da mesma forma que fazia antes da transferência para o FII, recebendo aluguéis mensalmente de lojistas e demais fontes de receita que os shopping centers são capazes de gerar, líquidos de todos os custos operacionais.

4.19 A diferença é notória entre esta transferência ao FII e uma venda para uma entidade terceira, ou seja, fora do Grupo Econômico. Em uma venda para um terceiro, a Companhia acordaria em vender os ativos em uma transação entre partes independentes, interessadas na negociação, conhecedoras dos riscos e benefícios envolvidos, e assim acertariam os termos da compra e venda, definindo o efetivo valor justo dos ativos na data da operação de compra e venda, configurando então a efetivação da operação.

4.20 Em tal operação, seria estipulado o momento em que o valor seria pago, ou seja, a efetivação financeira da operação de compra e venda. Desta forma, a transação estaria vertendo resultados econômicos e financeiros (quando da liquidação dos recursos) para o Grupo Econômico e, por conseguinte, tornando possível a distribuição de lucros e o pagamento em caixa deste resultado econômico materializado financeiramente.

4.21 Já em uma operação que ocorre dentro dos limites do mesmo grupo econômico, os valores não podem ser considerados realizados, justamente pois não foram transacionados com terceiros fora do grupo. Esta definição tem respaldo do Comitê de Pronunciamentos Contábeis ("CPC") através do PRONUNCIAMENTO TÉCNICO CPC 36 (R3), parágrafo B86, transcrito abaixo, que trata dos procedimentos de consolidação de demonstrações contábeis.

4.22 "Demonstrações consolidadas devem: (a) combinar itens similares de ativos, passivos, patrimônio líquido, receitas, despesas e fluxos de caixa da controladora com os de suas controladas; (b) **compensar (eliminar)** o valor **contábil do investimento da controladora em cada controlada e a parcela da controladora no patrimônio líquido de cada controlada** (o Pronunciamento Técnico CPC 15 explica como contabilizar qualquer ágio correspondente); **(c) eliminar integralmente ativos e passivos, patrimônio líquido, receitas, despesas e fluxos de caixa intragrupo relacionados a transações entre entidades do grupo (resultados decorrentes de transações intragrupo que sejam reconhecidos em ativos, tais como estoques e ativos fixos, são eliminados integralmente).**" (grifados e sublinhados por nós).

4.23 A operação de contribuição do capital da Vanti – titular das SPEs Transferidas – ao FII trata-se, efetivamente, de uma operação entre entidades do mesmo Grupo Econômico, visto que a General Shopping é detentora de 100% das quotas do FII, sendo inadmissível o reconhecimento da realização do saldo da RLAR mediante uma operação (ou compromisso) entre a controladora (General Shopping) e sua controlada (FII). Na INTERPRETAÇÃO TÉCNICA ICPC 09 (R2) há mais literatura técnica sobre o fato ocorrido, conforme transcrição do parágrafo 55 abaixo, que trata de lucros não realizados em operações entre controladora e controlada.

4.24 "Nas operações com controladas, os lucros não realizados devem ser totalmente eliminados nas operações de venda da controladora para a controlada, os quais devem ser reconhecidos no resultado da controladora somente quando

os ativos transacionados forem realizados (pelo uso, venda ou perda) na investida. **São considerados não realizados os lucros contidos no ativo de qualquer entidade pertencente ao mesmo grupo econômico**, não necessariamente na controlada para a qual a controladora tenha feito a operação original." (grifo nosso).

4.25 Ao considerar o fato de que a contribuição do capital da Vanti – e das SPEs Transferidas – ao FII dá-se entre controladora e controlada, fica claro que a realização dos valores justos referentes às SPEs Transferidas não caracteriza a realização nem sequer de parte (i.e., R$622 mm) do saldo da RLAR, visto que os valores justos dos shopping centers continuam contidos no ativo de entidades pertencentes ao mesmo Grupo Econômico.

4.26 Portanto, conforme discorrido acima, uma vez que a contribuição do capital da Vanti – titular das SPEs Transferidas – ao FII não gera benefícios econômicos e/ou financeiros para o Grupo Econômico, **não há sentido econômico em realizar a RLAR e declarar dividendos, expondo o Grupo Econômico a severos riscos de continuidade, uma vez que foi deliberada a distribuição de R$ 829 milhões em lucros que, na verdade, não foram totalmente[18] realizados economicamente e/ou financeiramente.**

[18] Apenas a parte correspondente à participação da Companhia no Shopping Guarulhos foi realizada economicamente, via alienação para terceiros.

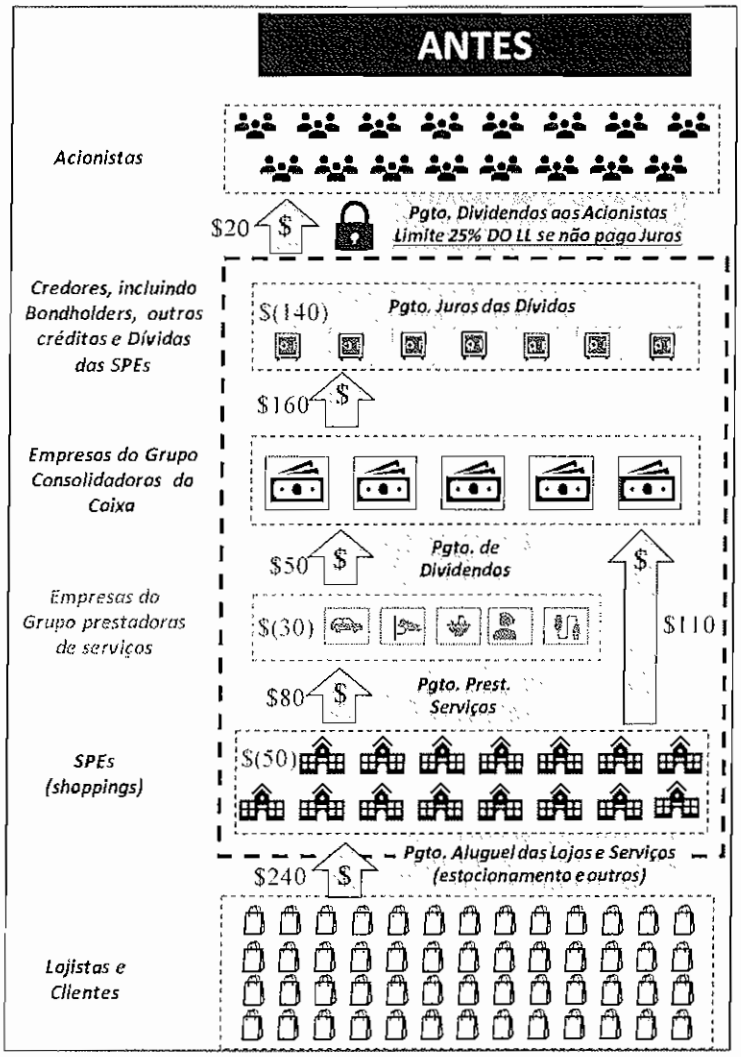
5 Como a Situação dos Credores é Afetada pela Operação

Explicação conceitual do fluxo de caixa das operações

5.1 O principal impacto da Operação proposta para os credores não ocorre no primeiro passo da Operação (contribuição do capital da Vanti e das SPEs Transferidas ao FII), mas sim no segundo passo (distribuição das quotas do FII para os acionistas). No primeiro passo, o capital da Vanti – titular das SPEs Transferidas – está sendo contribuída ao FII, mas ainda permanece dentro do grupo econômico da General Shopping, ou seja, dentro de um sistema fechado em que todo o caixa gerado pelas operações permanece até ser distribuído aos acionistas.

5.2 A figura abaixo mostra, de forma simplificada, como funcionava este fluxo antes de a Operação ocorrer. Neste exemplo hipotético, vemos que de um total de receita de R$ 240 milhões (incluindo aluguéis e serviços), há uma geração de caixa operacional de R$ 160 milhões, que, após o pagamento de R$ 140 milhões em juros, gera R$ 20 milhões de excesso de caixa.

Figura 04 – Esquema simplificado do caminho do caixa gerado pela Companhia (pré-Operação)



5.3 Explicando a Figura em mais detalhes, o fluxo de caixa da Companhia advém do pagamento de aluguel das lojas (pelos lojistas) e de serviços de estacionamento, água, luz e outros (pelos lojistas e pelos clientes). Estas receitas são pagas para as SPEs (donas dos shopping centers) ou para as prestadoras de serviços (que também são fazem parte do grupo General Shopping). As SPEs têm seu balanço patrimonial próprio, que inclui, em muitas delas, dívidas que foram tomadas para financiar os shopping centers. O caixa que sobra em cada SPE após o pagamento de suas despesas e serviço de suas próprias dívidas é repassado para as sociedades do grupo que consolidam o caixa.

5.4 As prestadoras de serviços (que também são parte do Grupo Econômico) recebem pelos serviços prestados e também repassam seu resultado para as sociedades que consolidam o caixa.

5.5 Todo o caixa gerado pelo grupo é utilizado para pagar os credores e o que sobra é distribuído para os acionistas, dentro dos limites definidos. Um dos importantes limitadores é que a **Companhia não pode distribuir como dividendo mais de 25% do lucro líquido gerado no ano caso não esteja cumprindo com o pagamento dos juros das Notas Perpétuas de 12%**, como consequência da opção de não pagamento de juros que vem sendo exercida pela Companhia desde 2015.

5.6 A lógica econômica para esta limitação é que, se a Companhia não gera recursos suficientes para pagar os juros de sua dívida, seria um contrassenso distribuir os resultados para seus acionistas além do dividendo mínimo obrigatório. Conforme amplamente entendido na literatura financeira[19], o acionista é o último a receber os recursos de uma sociedade, tendo direito apenas ao fluxo residual, ou seja, o fluxo que sobra após o pagamento de seus fornecedores, funcionários, governo e credores. Justamente por isso o acionista tem o poder de administração sobre as operações da sociedade e tem uma remuneração variável (e não fixa como os juros da dívida) que tende a ser superior à remuneração dos credores. Por mais que as Notas Perpétuas de 12% não tenham um vencimento definido, esses são títulos de dívida e, portanto, os seus titulares têm prioridade sobre os acionistas no recebimento do fluxo gerado pela Companhia.

5.7 No cenário pré-Operação, caso a Companhia estivesse com o pagamento de juros diferido – como de fato está desde 2015 –, ela estaria limitada ao pagamento do dividendo mínimo obrigatório por lei (25% do lucro líquido), de modo que **havia um limitador para que o caixa saísse do ecossistema General Shopping para os acionistas em detrimento dos credores**. Conforme veremos mais adiante, na prática, isso deixa de ocorrer no cenário pós-Operação, deixando os credores em situação de vulnerabilidade financeira.

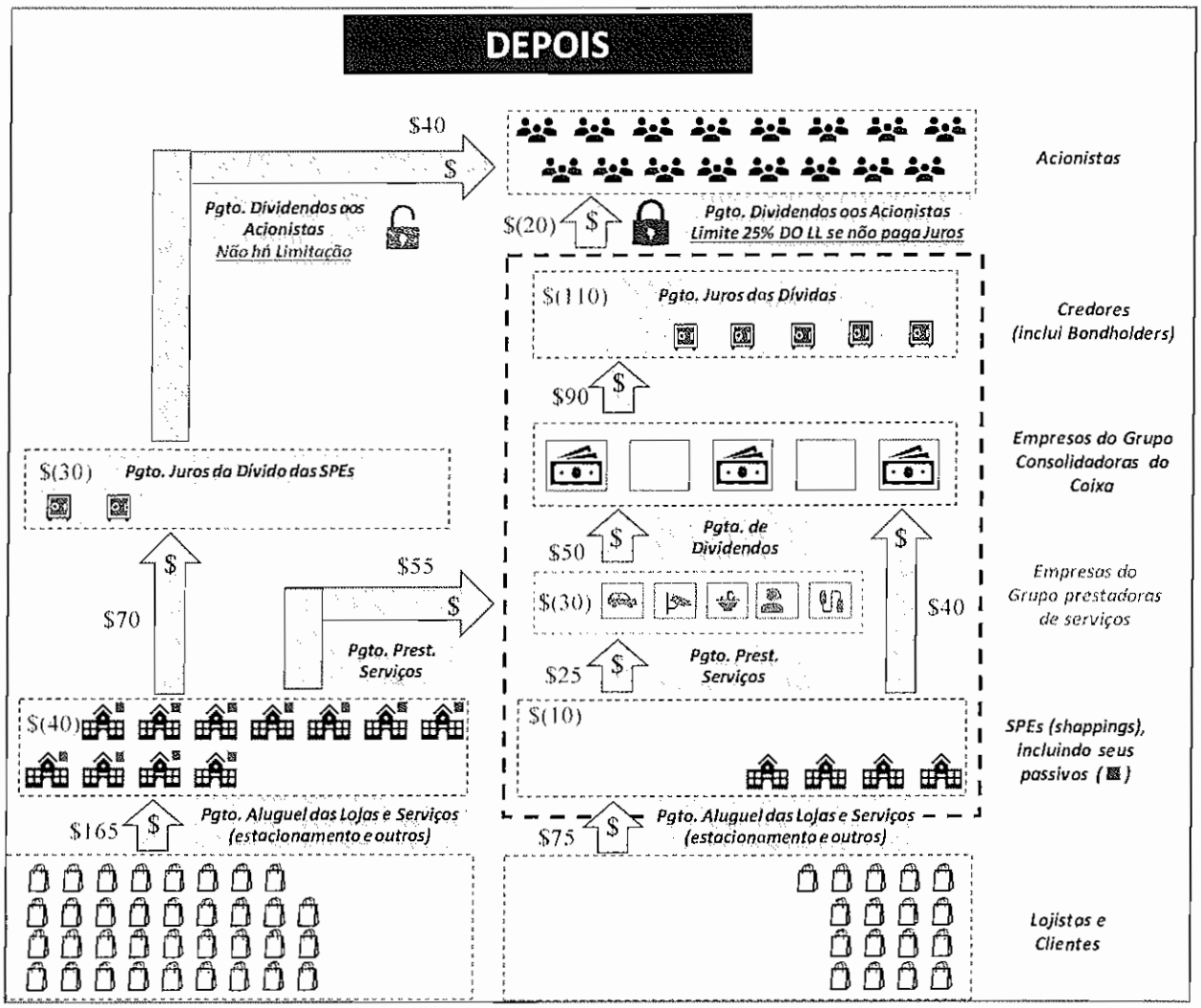
5.8 Após a eventual consumação da Operação– incluindo a distribuição das quotas do FII aos acionistas –, o fluxo de caixa gerado pelas operações passará a ser em grande parte desviado do ecossistema da General Shopping diretamente para os acionistas. Com este desvio, o fluxo de caixa disponível para ser utilizado para pagamento dos juros das Notas (inclusive as Notas Perpétuas de 12%)– e de outros credores também – passará a ser bastante inferior ao que era pré-

[19] Professor Aswath Damodaran, em http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/acf2E/Chap7.pdf. *"To summarize debt is defined as any financing vehicle that is a contractual claim on the firm (and not a function of its operating performance), creates tax-deductible payments, has a fixed life, and has a priority claim on cashflows in both operating periods and in bankruptcy. Conversely, equity is defined as any financing vehicle that is a residual claim on the firm, does not create a tax advantage from its payments, has an infinite life, does not have priority in bankruptcy, and provides management control to the owner."*. Tradução livre para Português: *"Em resumo, dívida é definido como qualquer veículo financeiro que é exigível contratualmente sobre o firmo (e não uma função do sua performance operacional), gera pagamentos redutores de tributos, tem uma vida definida, e tem prioridade sobre os fluxos de caixa em períodos operacionais e em uma falência. Em contraportido, capital próprio (ações) é definido como qualquer veículo financeiro que é um exigível residual sobre a firma, não gera uma vantagem tributária em seus pagamentos, tem uma vida infinita, não tem prioridade em uma falência, e provê controle gerencial para o detentor."*

Operação. Isto ocorre porque 11 (onze) dos 15 (quinze) shopping centers foram contribuídos ao FII e, após a distribuição das quotas do FII aos acionistas, as SPEs Transferidas passam a ser detidas diretamente pelos acionistas, e os recursos por elas gerados não mais passarão pelo ecossistema da General Shopping. Desta forma, as receitas de aluguel destas 11 (onze) SPEs passam a ficar fora do "sistema fechado com limitação de dividendos", e o fluxo de caixa gerado por estas SPEs Transferidas passa a ser distribuído diretamente para os quotistas do FII, que são acionistas, independente do fato de as Notas Perpétuas de 12% não estarem recebendo o pagamento dos juros diferidos.

5.9 A figura abaixo mostra, de forma simplificada, como passa a funcionar o fluxo após a Operação se completar.

Figura 05 – Esquema simplificado do caminho do caixa gerado pela Companhia (pós-Operação)



5.10 Como demonstra a figura acima, o lucro gerado pelos aluguéis cobrados devidos aos shopping centers de titularidade das SPEs Transferidas não fica mais sujeito ao limitador de dividendos de 25% do lucro líquido, de modo que o fluxo de caixa gerado pelos shopping centers passa a ser distribuído diretamente para os acionistas (quotistas do FII), na proporção de 95% do resultado gerado em cada mês. Como os juros das Notas Perpétuas de 12% não estão sendo

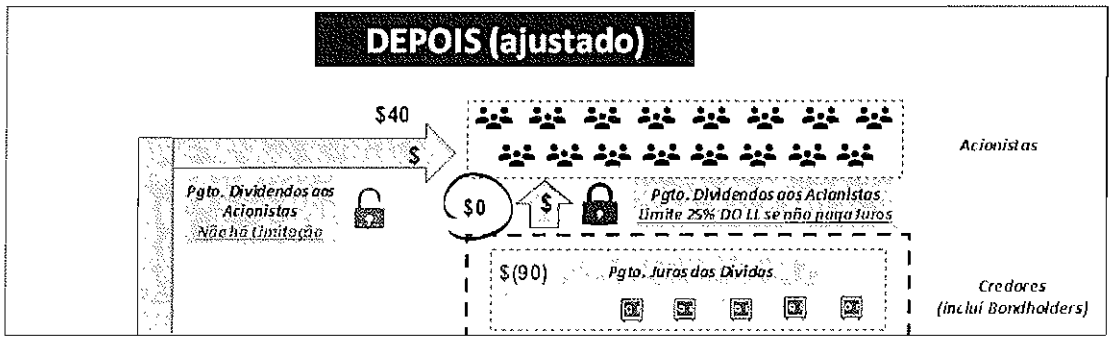
pagos desde 2015, isto faz uma grande diferença pois, com o novo arranjo societário, os acionistas passarão a ter acesso a uma parcela muito maior de dividendos do que tinham pré-Operação.

5.11 No caso da receita de serviços (estacionamento e outros serviços), com base nas informações disponíveis, entendemos que o pós-Operação poderia ter efeito menor sobre este fluxo, pois as empresas que prestam estes serviços continuariam dentro do ecossistema General Shopping. Ressalvamos, neste particular, que não tivemos acesso aos respectivos contratos de prestação de serviço entre essas sociedades e as SPEs Transferidas de titularidade da Vanti, tampouco sendo possível afirmar se esses contratos continuam (e continuarão) em vigor.

5.12 Neste exemplo hipotético da figura acima, vemos que, de um total de receita de R$ 240 milhões (incluindo aluguéis e serviços), há uma repartição de R$ 165 milhões (69%) que ficam para as SPEs Transferidas (dos quais R$ 55 milhões são referentes a serviços que são repassados para a general Shopping). Os R$ 75 milhões restantes continuam passando pela General Shopping, referentes aos shopping centers que continuam dentro da Companhia. Do total de recursos que ficam nas SPEs Transferidas, R$ 30 milhões são utilizados para pagamento de juros das dívidas das SPEs, e o que sobra são R$ 40 milhões, a serem distribuídos para os acionistas (sem qualquer limitação de distribuição). Do lado da Companhia, a geração operacional de caixa de R$ 90 milhões é insuficiente para pagamento de juros de dívida de R$ 110 milhões, sendo que faltam R$ 20 milhões para pagamento desses juros. Quando se analisa o que sobrou para os acionistas (R$ 40 milhões) com o que faltou para os credores (-R$ 20 milhões), chega-se aos mesmos R$ 20 milhões de geração de caixa na Figura descritiva do "Antes" da Operação. Ou seja, a Operação, uma vez efetivada, aumentará a capacidade de distribuição de dividendos aos acionistas em detrimento do pagamento aos credores.

5.13 No entanto, uma vez que há a possibilidade de diferimento dos juros das Notas Perpétuas de 12%, o real cenário a ser materializado no futuro deverá se dar com a eliminação dos prejuízos advindos da operação remanescente na GSB, em detrimento dos credores das Notas Perpétuas de 12% que terão seus juros diferidos. No exemplo da Figura abaixo com base na Figura 05 anterior, ajustamos os juros de R$ 110 para R$ 90 (pelo diferimento de R$ 20 referente a juros), resultando em valor total de R$ 40 para os acionistas (R$ 40 pagos via dividendos do FII e zero de pagamento de juros na Companhia). Assim, é notória que a Operação é benéfica para os acionistas, que passam a receber R$ 40 ao invés de R$ 20 (vide Figura 06 do pré-Operação), em detrimento dos credores financeiros.

Figura 06 – Esquema simplificado do caminho do caixa gerado pela Companhia (pós-Operação ajustado)



5.14 Em resumo, contando com todos os shopping centers pré-Operação, a Companhia já estava sem pagar juros das Notas Perpétuas de 12% desde 2015. Após a Operação haverá menos caixa passando pela Companhia, de modo que a probabilidade de que os juros (passados e futuros) sejam pagos é muito menor. Como veremos adiante, a Operação

gera um grave desequilíbrio na Companhia, pois **foram aportados no FII as SPEs Transferidas que correspondem a cerca de 70% do resultado operacional, mas apenas a 20% das dívidas.**

5.15 Após explicarmos de forma conceitual a perda de fluxo de caixa que a Companhia passará a ter no momento pós-Operação, passaremos na próxima Seção à estimativa de quantificação do fluxo de caixa que deixa de passar pela Companhia, de modo a entender se o fluxo que continuará na General Shopping é suficiente para pagar os juros da dívida (incluindo as Notas e diversos outros créditos, inclusive detidos pelo BNDES).

6 Como a Operação Afeta a Saúde Financeira da Companhia

Análise dos resultados históricos da General Shopping – Demonstração de Resultados

6.1 Antes de abordarmos quais seriam os impactos que a Operação causaria sobre a saúde financeira da General Shopping, analisaremos, primeiramente, o histórico dos resultados da Companhia nos últimos períodos.

6.2 A tabela apresentada abaixo demonstra a evolução dos resultados da Companhia antes da Operação. É importante ressaltar que até a data de emissão deste Parecer a Companhia ainda não havia divulgado as informações financeiras completas de 2018, estando disponíveis apenas as informações financeiras de janeiro a setembro de 2018 (3 trimestres). Desta forma, para fins de comparabilidade entre os períodos, fizemos a anualização dos resultados destes 3 trimestres de 2018, utilizando um método de proporcionalidade. Neste método, compilamos os resultados financeiros trimestrais do grupo de 2007 (período mais antigo com informações públicas disponíveis no portal eletrônico da Companhia) até 2017, de forma a extrairmos quanto o 4º trimestre representou em relação aos resultados do ano completo na década anterior, em média, para cada um dos grupos de contas analisadas. Esse método visa a absorver a sazonalidade existente no ramo em que a Companhia está inserida, no qual o último trimestre tende a possuir maior nível de atividade comercial. Por fim, é importante salientar que as variações cambiais ativas e passivas foram atualizadas conforme as flutuações do dólar observadas de setembro até dezembro 2018[20], já os ganhos com reavaliação de ativos não tiveram seus resultados anualizados, tendo sido mantidos os montantes observados em setembro de 2018. Já os impactos de receitas de juros sobre aplicações e despesas de juros sobre empréstimos foram anualizados normalmente.

[20] De acordo com as DFs da Companhia, a exposição financeira da Companhia ao dólar em setembro de 2018 de R$ 1.200 milhões, parcialmente compensada pelo hedge praticado de R$ 163 milhões (US$ 40.000 convertidos à taxa de câmbio de R$4,084/US$). Entre 30 de setembro de 2018 e 31 de dezembro de 2018 houve valorização de 5,1% do Real em relação ao Dólar, gerando resultado positivo líquido de R$53 milhões. E este resultado positivo aplicado nos resultados de variação cambial acumulados até setembro.

Tabela 03: Demonstração de resultados históricos – General Shopping Brasil

Em R$ mil	2016	2017	2018*
Receitas de alugueis	206.745	198.616	163.168
Receitas de serviços	90.077	88.076	89.813
Total da receita bruta	**296.822**	**286.692**	**252.981**
Impostos sobre alugueis e serviços	(25.947)	(23.832)	(21.287)
Descontos	(11.647)	(10.570)	(8.218)
Deduções de receita	**(37.594)**	**(34.402)**	**(29.505)**
Receitas líquida de bens e serviços	**259.228**	**252.290**	**223.476**
Custos com Pessoal	(2.981)	(2.300)	(2.306)
Custos de Ocupação	(15.804)	(16.894)	(16.878)
Custos com Serviços de Terceiros	(12.357)	(6.727)	(6.694)
Outros custos	(3.456)	0	0
Custos dos bens e serviços vendidos	**(34.598)**	**(25.921)**	**(25.878)**
NOI**	**224.629**	**226.369**	**197.598**
Despesas gerais e administrativas	(55.173)	(48.853)	(53.499)
Depreciação e amortização	(6.109)	(4.679)	(3.064)
Outras receitas e despesas	34.340	255.623	(78.575)
Resultado antes do resultado financeiro	**197.687**	**428.460**	**62.459**
Receitas financeiras	506.024	135.057	274.853
Despesas financeiras	(487.836)	(390.455)	(616.238)
Resultado financeiro	**18.188**	**(255.398)**	**(341.385)**
Imposto de renda e contribuição social	(32.496)	78.399	(50.513)
Resultado líquido	**183.379**	**251.461**	**(329.439)**
Margem de NOI	**86,65%**	**89,73%**	**88,42%**

* Resultado de 2018 foi anualizado com base nos resultados acumulados até o terceiro trimestre do período

** Conceito de NOI apresentado pela Empresa

6.3 As demonstrações de resultados históricos da Companhia apresentam uma deterioração dos níveis de operação, sendo este visível na diminuição dos totais de Receita Líquida, principalmente de 2017 para 2018, caindo de R$ 252 milhões para R$ 223 milhões. O impacto direto dessa variação negativa é uma diminuição do patamar de NOI (*Net Operational Income*)[21], índice utilizado pelo mercado para avaliação financeira de empresas do ramo. O NOI decresce dos níveis de R$ 225 milhões observados em 2016 e 2017 para R$ 198 milhões em 2018. Essa variação negativa está diretamente relacionada com a diminuição dos montantes de receitas com alugueis, que saiu do patamar de R$ 200 milhões nos anos de 2016 e 2017 para R$ 163 milhões em 2018. Esse impacto pode estar relacionado com o fato de que a Companhia alienou um importante ativo durante o ano de 2018, o Shopping Internacional de Guarulhos, acabando por diminuir a capacidade de geração de receita[22]. Apesar das flutuações acima citadas, o NOI como percentual da receita líquida ("Margem NOI") vem se mantendo estável nos períodos apresentados, flutuando, entre 86% e 90% da receita líquida.

6.4 Quando analisamos o lucro líquido, vemos grandes flutuações nos anos de 2017 e 2018, que estão atreladas a fatores não operacionais do negócio. Os principais causadores dessa movimentação são os impactos de "Outras receitas e despesas não operacionais" e do "Resultado Financeiro". Tanto em 2017 quanto em 2018 a Companhia teve grandes impactos negativos com despesas financeiras advindas do pagamento de juros de financiamentos e de variações cambiais de dívidas em US$. Em 2017, porém, esse impacto foi parcialmente contraposto por um ganho representativo de Outras Receitas e Despesas, advindo da reavaliação a valor justo de propriedades para investimentos, ou seja,

[21] É importante frisar que embora o NOI seja amplamente aceito no mercado como índice de avaliação financeira de empreendimentos imobiliários e ramos de negócio correlatos, não existe padronização entre as instituições a respeito da forma de cálculo do índice. Por exemplo: algumas instituições consideram NOI apenas como uma sigla diferenciada para o índice de EBITDA (Resultados operacionais antes dos impactos de financiamento, tributos sobre a renda e depreciação e amortização), mas voltado ao setor imobiliário. Outras instituições consideram esse mesmo racional, mas excluindo, também, os impostos sobre as receitas. Ainda existem métodos que consideram o índice apenas até o lucro bruto, sem inserir as despesas, apenas excluindo as depreciações e amortizações dos custos e mantendo os impactos dos impostos sobre as receitas. Esse último modelo é o utilizado pela General Shopping e foi mantido como padrão em nossas análises.

[22] Essa diminuição dos níveis de receitas atreladas à venda do Internacional Shopping de Guarulhos é mencionada no ITR do terceiro trimestre de 2018 publicado pela Companhia na seção de Comentários da Administração.

ganho meramente contábil e não gerador de caixa. Em 2018 essa mesma natureza de reavaliação acaba por causar um impacto negativo nos resultados apresentados, que justamente com a perda na variação cambial, intensificam os prejuízos de R$ 329 milhões estimados para o período.

Análise dos resultados históricos da General Shopping Brasil – Balança Patrimonial

6.5 Da mesma forma que foi apresentado histórico de demonstrações de resultado da Companhia nos períodos recentes, a próxima análise visa verificar quais eram as posições patrimoniais da Companhia para a última data de informações disponíveis, que é 30 de setembro de 2018.

6.6 As tabelas abaixo demonstram quais eram as posições patrimoniais da General Shopping ainda sem os impactos da Operação, contendo os respectivos percentuais de representatividade de cada grupo de contas dentro dos totais de ativos e passivos. A primeira tabela apresenta a versão analítica do Balanço Patrimonial, enquanto a segunda tabela apresenta a versão resumida, que está sendo demonstrada para facilitar a visualização dos principais grupos de contas.

Tabelas 04 e 05: Balanço patrimonial consolidado e balanço patrimonial resumido – General Shopping

Balanço Patrimonial - General Shopping

Em R$ mil	Set de 2018	Part %	
Caixa e equivalentes de caixa	755.304	*23,87%*	A
Contas a receber e outros recebíveis	70.540	*2,23%*	
Tributos a recuperar	19.315	*0,61%*	
Ativo circulante	**845.159**	***26,71%***	
Aplicações financeiras	1.652	*0,05%*	A
Tributos a recuperar	2.760	*0,09%*	
Depósitos judiciais	6.872	*0,22%*	
Outros recebíveis	12.685	*0,40%*	
Recebíveis de partes relacionadas	50.150	*1,58%*	
Ativo não circulante	**74.119**	***2,34%***	
Propriedades para investimentos	2.227.150	*70,37%*	B
Imobilizado e Intangível	18.345	*0,58%*	
Ativos fixos e de investimento	**2.245.495**	***70,95%***	
Total do Ativo	**3.164.773**	***100,00%***	
Fornecedores	8.872	*0,39%*	
Empréstimos, financiamentos, Debêntures e CCI	88.548	*3,87%*	C
Passivos de partes relacionadas	24.190	*1,06%*	
Tributos a recolher	167.376	*7,31%*	D
Outros passivos de curto prazo	19.331	*0,84%*	
Passivo circulante	**308.317**	***13,47%***	
Empréstimos, financiamentos, Debêntures e CCI	1.777.388	*77,64%*	C
Tributos a recolher e tributos diferidos	131.480	*5,74%*	D
Outros passivos de longo prazo	72.044	*3,15%*	
Passivo não circulante	**1.980.912**	***86,53%***	
Total do Passivo	**2.289.229**	***100,00%***	
Capital social	383.157		
Reservas de lucros/Prejuízos acumulados	841.529		
Lucros ou prejuízos do exercício	(349.142)		
Patrimônio Líquido	**875.544**		
Total do Passivo + Patrimônio Líquido	**3.164.773**		

Balanço Patrimonial Resumido- General Shopping

Em R$ mil	Set de 2018	Part %	
Caixa e equivalentes de caixa	756.956	*23,92%*	A
Propriedades para investimentos	2.227.150	*70,37%*	B
Outros ativos	180.667	*5,71%*	
Total de ativos	**3.164.773**	***100,00%***	
Empréstimos, financiamentos, Debêntures e CCI	1.865.936	*81,51%*	C
Tributos a recolher e diferidos	298.856	*13,05%*	D
Outros passivos	124.437	*5,44%*	
Total do Passivo	**2.289.229**	***100,00%***	
Patrimônio Líquido	875.544		
Passivo + PL	**3.164.773**		

6.7 Como pode ser visualizado, são quatro os grandes grupos de conta que compõem o Balanço Patrimonial Consolidado da Companhia. No Ativo, temos os grupos de (**A**) Caixa e Equivalentes de caixa e (**B**) Propriedades para investimentos (shopping centers), sendo que ambos em conjunto representam cerca de 94% do total de ativos da Companhia. Nas

posições passivas temos os grupos de (**C**) Empréstimos, financiamentos, debêntures e CCI (ou seja, toda a dívida financeira da companhia) e (**D**) Tributos a recolher e diferidos, sendo que "C" e "D" em conjunto, representam cerca de 95% do total de passivos da Companhia.

6.8 Em resumo, na posição da Companhia pré-Operação vemos que: (i) havia uma dívida líquida[23] de R$ 1,1 bilhão e um valor total de shopping centers de R$ 2,2 bilhões, ou seja, **pré-Operação os ativos operacionais valiam contabilmente cerca de 2 vezes o passivo financeiro líquido**; e (ii) a **dívida líquida representava 5,6 vezes o NOI anual da Companhia**. Nas próximas seções veremos que estes indicadores foram bastante piorados, sendo que **(i) os ativos operacionais passaram a representar 0,7 vezes o passivo financeiro líquido; e (ii) a dívida líquida passou a representar 17,8 vezes o NOI anual da Companhia.**

[23] Dívida financeira menos caixa e aplicações financeiras.

Impactas da Operação nas Receitas e no resultado operacional (NOI)

6.10 A estimativa dos resultados da Companhia para o ano completo de 2018, por meio da anualização dos resultados acumulados do terceiro trimestre, foi realizada de modo a estimar os impactos que a Operação deverá causar na geração de caixa da Companhia. Para realização de tal análise faz-se necessária a exclusão dos resultados das 11 SPEs Transferidas para o FII, pois, pós-Operação, os resultados destas 11 SPEs deixarão de fluir pela General Shopping e passarão a ter suas participações destinadas diretamente aos acionistas. O objetivo final da análise é observar qual será o nível de geração de caixa da Companhia sem as SPEs transferidos para o FII.

6.11 Sendo assim, é importante ressaltar uma limitação de informações financeiras em relação às SPEs Transferidas. Para estas SPEs, não tivemos acesso a uma Demonstração de Resultados ("DRE") completa, mas apenas informações de resultado até a linha do NOI, sem apresentação de demais grupos de contas como despesas gerais, resultados financeiros e outros itens. Além disso, as informações recebidas contemplam o ano completo de 2018. Com base nestas informações de resultado de 2018 das SPEs Transferidas e a DRE da General Shopping anualizada, fizemos uma análise financeira para estimar o resultado que sobraria na General Shopping pós-Operação.

6.12 A tabela abaixo faz a comparação dos impactos no NOI da General Shopping pós-Operação. A apresentação das informações se dá da seguinte forma: (i) parte-se, primeiramente, dos resultados anualizados da Companhia pré-Operação (coluna "General Shopping Total"); (ii) posteriormente apresenta-se os resultados das SPEs Transferidas para o mesmo período (coluna "SPEs Transferidas para o FII"); (iii) por diferença da primeira com a segunda coluna encontra-se o **NOI restante na General Shopping pós-Operação** (coluna "Operações Restantes GSB"); (iv) por fim, fazemos a análise de qual o grau de representatividade dos fatores de NOI que cada um das parcelas de ativos segregados possuem em relação à General Shopping pré-Operação[24].

[24] Em função das limitações de informação encontradas para realização das análises, salientamos que podem existir impactos nas Demonstrações de Resultado que não estão sendo consideradas nessa apresentação e poderiam alterar as conclusões.

Tabela 06: Impactos da Operação no resultado operacional (NOI)

	Resultados para o ano completo de 2018			Participação do total GSB	
Em R$ mil	**General Shopping Total***	**SPEs Transferidas para o FII**	**Operações Restantes GSB**	**SPEs Transferidas para o FII**	**Operações Restantes GSB**
Receitas de alugueis	163.168	147.932	15.235	*90,66%*	*9,34%*
Receitas de serviços prestados	89.813	37.488	52.325	*41,74%*	*58,26%*
Total da receita bruta	**252.981**	**185.420**	**67.561**	*73,29%*	*26,71%*
Impostos sobre alugueis e serviços prestados	(21.287)	(15.234)	(6.053)	*71,56%*	*28,44%*
Descontos	(8.218)	(3.754)	(4.465)	*45,67%*	*54,33%*
Deduções de receita	**(29.505)**	**(18.987)**	**(10.518)**	*64,35%*	*35,65%*
Receitas líquida de bens e serviços	**223.476**	**166.433**	**57.043**	*74,47%*	*25,53%*
Custos dos alugueis e serviços prestados	(25.878)	(23.922)	(1.955)	*92,44%*	*7,56%*
NOI**	**197.598**	**142.511**	**55.087**	*72,12%*	*27,88%*
Área bruta locável - Em m²	**192.576**	**131.572**	**61.004**	*68,32%*	*31,68%*
Receita de aluguel por metro quadrado locável- Em R$ mil por m²	0,847	1,124	0,250		
NOI por metro quadrado locável - Em R$ mil por m²	1,026	1,083	0,903		
Diferença de receita de aluguel por metro quadrado - Em R$ mil por m²			**(0,875)**		
Diferença percentual de receita de aluguel por metro quadrado			***(77,79%)***		
Diferença de NOI por metro quadrado- Em R$ mil por m²			**(0,180)**		
Diferença percentual de NOI por metro quadrado			***(16,63%)***		

* Resultado do ano completo de 2018 para o Grupo General Shopping Brasil foi obtido através da anualização dos resultados acumulados até o terceiro trimestre do mesmo período através de métricas históricas

** Conceito de NOI utilizado pela Empresa em que considera-se somente os impactos de receitas, impostos e deduções de receitas e custos, excluindo a depreciação e amortização dos custos

6.13 Como pode ser observado, a maior parte das receitas da Companhia deverá ser transferida para o FII, já que as SPEs Transferidas representam R$ 166 milhões da receita líquida de alugueis e serviços prestados pela General Shopping no ano de 2018, sendo que a Companhia, como um todo, possui receitas de R$ 223 milhões no mesmo período. Em relação à abertura da receita, as informações financeiras disponíveis levam a crer que seriam transferidas para o FII 91% das receitas de alugueis e 42% das receitas de serviço. Quanto ao resultado operacional (NOI), o montante que deverá permanecer na Companhia é estimado em R$ 55 milhões por ano.

6.14 Concluindo, a Operação deverá ocasionar a transferência para o FII – e, portanto, direto para os acionistas – de 74% das receitas líquidas[25] de 2018 e 72% do NOI.

6.15 Fazendo a mesma comparação para os dados de metros quadrados locáveis, as SPEs Transferidas detêm cerca de 132 mil[26] metros quadrados disponíveis possíveis de serem alugados, enquanto os shopping centers remanescentes na Companhia deteriam cerca de 61 mil metros quadrados locáveis. Ou seja, **a Operação ocasionará a transferência para o FII – e, portanto, direto para os acionistas – de 68% do total da área bruta locável**.

6.16 A distinção entre os percentuais de receitas de aluguel transferidos (91% do total) e a quantidade de metros quadrados locáveis transferidos (68% do total) chama a atenção. Analisando mais profundamente, com base nas informações limitadas disponíveis, vemos que o valor de locação médio dos shopping centers das SPEs Transferidas é R$ 1,124/m², enquanto dos estabelecimentos que permanecem na GSB é de R$ 250/m², uma diferença a menor de 78%. **Ou seja, aparentemente estão sendo transferidos para o FII, e daí direto para os acionistas, os shopping centers com melhor**

[25] Assim como na nota anterior, em função das limitações de informação encontradas para realização das análises, salientamos que podem existir impactos nas Demonstrações de Resultado que não estão sendo consideradas nessa apresentação e poderiam alterar as conclusões.

[26] Valores proporcionais às participações da GSB nas respectivas SPEs.

aluguel por metro quadrado, e deixando na Companhia os shopping centers com piores alugueis por metro quadrado.

6.17 Em termos de **NOI por metro quadrado**, esta diferença demonstra-se menos relevante comparativamente à receita por metro quadrado, embora a razão de NOI por metro quadrado também seja maior nas SPEs Transferidas. O NOI por metro quadrado das SPEs Transferidas é de R$ 1.083, *versus* R$ 903 da General Shopping pós-Operação, resultando em uma diferença a menor de 17%. Essa diferença é menor quando comparada à de receita de aluguel por metro quadrado, pois no consolidado da General Shopping há várias entidades como foco apenas em prestação de serviços (como a Atlas), ao passo que as 11 SPEs Transferidas são focadas em receita de locação. Isso pode ser visto na tabela acima, mostrando que dentre o total de receitas de serviços "somente" 42% estão sendo transferidos para o FII, restando 58% na Companhia. Ressalvamos, neste particular, que não tivemos acesso aos respectivos contratos de prestação de serviço entre essas sociedades e as SPEs Transferidas de titularidade da Vanti, tampouco sendo possível afirmar se esses contratos continuam (e continuarão) em vigor.

6.18 Portanto, com base nas informações disponíveis, concluímos que a geração de caixa da Companhia sofre grande impacto após a conclusão da Operação, com a transferência de cerca de ¾ dos resultados operacionais para o FII, e **deixando dentro da Companhia apenas R$ 55 milhões por ano de resultado operacional para cobrir os (i) juros das dívidas; (ii) os investimentos fixos nos shopping centers que permanecem; e (iii) os impostos sobre a renda (se houver). Isto é claramente insuficiente para fazer frente aos juros de uma dívida de R$ 1,5 bilhão com taxa de juros em torno de 11%.**

6.19 Os acionistas, por outro lado, receberão R$ 143 milhões em resultado operacional por ano via FII após a conclusão da Operação.

6.20 Ressaltamos que as bases de informações utilizadas para estas análises não incluem as Demonstrações Financeiras pro-forma (pós-Operação) que viabilizariam uma análise mais detalhada e que, até a data de emissão deste Parecer, não haviam sido disponibilizadas pela Companhia.

Impactos da Operação nas contas patrimoniais da Generol Shopping

6.22 Após termos analisado os resultados estimados pós-Operação, passamos agora à análise das posições de balanço da Companhia pós-Operação. O propósito é visualizar os impactos que a Operação gera nas principais contas de balanço da Companhia.

6.23 Antes da apresentação dos impactos ocasionados pela Operação, vale explicar que as informações financeiras mais atualizadas disponibilizadas pela General Shopping datam de 30 de setembro de 2018, não tendo ainda sido disponibilizadas as informações de fechamento de 2018. As informações de balanço das SPEs Transferidas, por outro lado, datam de 31 de dezembro de 2018. Ou seja, não temos as informações de balanço da Companhia para dezembro 2018, assim como não temos as informações de setembro de 2018 para o balanço das SPEs Transferidas.

6.24 Diferentemente das análises de resultado, entretanto, as informações de balanço da Companhia não podem ser "anualizadas" para dezembro de 2018 pois as posições de balanço não necessariamente seguem flutuações lógicas de acumulação. Com isso, na comparação proposta estaremos colocando lado a lado os principais grupos de contas da General Shopping (setembro de 2018) e das SPEs Transferidas (dezembro de 2018) com o objetivo de averiguar apenas a ordem de grandeza dos impactos ocasionados pela Operação. Sabemos da limitação desta análise e mais uma vez ressaltamos que para se chegar a uma conclusão mais robusta, teríamos que ter acesso às Demonstrações Financeiras pro-forma (pós-Operação) preparadas pela Administração, que, até a data de emissão deste Parecer, não foram disponibilizadas pela Companhia.

6.25 A tabela abaixo mostra a comparação entre as principais contas de balanço da General Shopping (Consolidado, pré-Operação) e os mesmos grupos de contas dos balanços somados (combinados) das SPEs Transferidas. Os grupos de contas selecionados são os mais representativos. A análise foi realizada da seguinte forma: (i) primeiramente apresentamos os grupos de contas da "Total General Shopping", ou seja o grupo como um todo pré-Operação; (ii) a seguir apresentamos a coluna "Distribuição de dividendos", que exclui o caixa que será utilizado para distribuir os dividendos em espécie; (iii) depois incluímos a coluna com os montantes de saldos das SPEs Transferidas; (iv) por fim, a diferença resultante da três colunas anteriores estima quais seriam as posições remanescentes das operações da Companhia após consumada a Operação. Abaixo dessa análise inserimos a ordem de grandeza percentual que cada segmento reterá dos principais grupos de contas após a Operação.

Tabela 07: Impactos da Operação nos principais grupos de contas do balanço patrimonial da General Shopping

Em R$ mil	Total General Shopping	Distribuição de Dividendos	SPEs Transferidas para o FII	Operações Restantes GSB
Caixa e Equivalentes de Caixa	756.956	207.239	4.782	544.935
Propriedades para Investimentos	2.227.150		1.502.766	724.384
Empréstimos, Financiamentos, Debêntures e CCI (passivo financeiro)	(1.865.936)		(340.623)	(1.525.313)
Tributos a Recolher e Diferidos	(298.856)		(88.158)	(210.698)
Saldo Líquido de Partes Relacionadas*			(215.607)	215.607
Participação de cada grupo nas principais contas				
Caixa e Equivalentes de Caixa	*100,00%*		*0,63%*	*71,99%*
Propriedades para Investimentos	*100,00%*		*67,47%*	*32,53%*
Empréstimos, Financiamentos, Debêntures e CCI (passivo financeiro)	*100,00%*		*18,25%*	*81,75%*
Tributos a Recolher e Diferidos	*100,00%*		*29,50%*	*70,50%*

*Baseado apenas nos saldos de ativos e passaviso das operações transferidas para o FII para uma noção da ordem de grandeza dos impactos após a transação. Os reais montantes podem divergir desses apresentados na análise

6.26 A tabela acima mostra que o processo de transferência de ativos pretendido pelos acionistas causa grande desequilíbrio da ordem dos ativos e passivos restantes na Companhia. O primeiro grande fator a ser mencionado é a diminuição considerável de caixa ocasionada pela distribuição de dividendos em dinheiro. A distribuição de cerca de R$ 207 milhões em dividendos faz com que o caixa restante passe a representar 29% da dívida versus 41% anteriormente. O Endividamento Líquido da Companhia, que era de cerca de R$ 1,1 bilhão antes da distribuição dos dividendos em caixa, passa para R$ 1,3 bilhão depois dela.

6.27 Comparando os saldos dos demais grupos de contas selecionados o desequilíbrio fica mais evidente. As SPEs Transferidas para o FII representam **67% das Propriedades para Investimento**.

6.28 No entanto, quando analisamos o grupo de dívidas financeiras[27], o tratamento já é bem diferente. No cenário pós-Operação, as SPEs transferidas – que representam 68% da área bruta locável – carregarão apenas 18% da dívida financeira. A General Shopping, por outro lado, que fica com apenas 32% da área bruta locável, no cenário pós-Operação passa a carregar 82% da dívida financeira.

6.29 Trata-se de um desequilíbrio gritante, pois os acionistas, ao mesmo tempo que passarão a ser detentores da maior capacidade de geração de caixa, ficarão com menor necessidade de pagamento da dívida, sendo que à General Shopping restará justamente o contrário: uma menor capacidade de geração de caixa e mais de 4/5 (quatro quintos) da dívida financeira.

6.30 Ainda que a conta da dívida seja feita considerando o caixa (conceito de dívida líquida), no cenário pós-Operação a Companhia ainda terá 75% do endividamento líquido combinado.

6.31 Cabe mencionar, também, o fato de que os tributos diferidos e a recolher também terão distribuição muito desproporcional, pois esses passivos ficarão em 71% de sua grandeza com a General Shopping, enquanto os ativos transferidos terão que arcar apenas com 29% de tal valor. Deve-se tomar como base o fato de que esses são passivos relevantes e que, eventualmente, podem ser considerados como dívida em função de futuros atrasos de pagamento pela geração de caixa deficiente.

[27] Empréstimos, Financiamentos, Debêntures e CCI.

6.32 No que tange ao balanço das 11 (onze) operações transferidas ao FII deve-se salientar que existem saldos de ativos e passivos em aberto com partes relacionadas que podem representar impactos relevantes nos balanços consolidados das entidades remanescentes após a Operação e distribuição de dividendos. As 11 (onze) SPEs Transferidas possuem cerca de R$ 168 milhões a receber e cerca de R$ 384 milhões a pagar relativos a partes relacionadas, gerando uma posição líquida negativa de R$ 216 milhões (passivo das 11 (onze) SPEs Transferidas) que podem, eventualmente, significar recebíveis à Companhia. Entretanto, as informações que recebemos a respeito do tema não demonstram analiticamente a destinação de tais recursos e, assim, não podemos concluir assertivamente a respeito dos montantes exatos dos ativos que seriam efetivamente recebidos pela Companhia, advindos de pagamentos feitos pelas 11 (onze) SPEs Transferidas.

6.33 O último ponto de análise a respeito da situação do balanço patrimonial da Companhia após a Operação está relacionado à situação do patrimônio líquido restante da General Shopping após a Operação concretizada.

6.34 A tabela abaixo segue a linha da tabela anterior dos grupos de contas de balanço: (i) primeiramente apresentamos os grupos de contas do patrimônio líquido da "Total General Shopping", ou seja o grupo como um todo pré-Operação; (ii) a seguir, a coluna de "Distribuição de dividendos" demonstra a baixa da Reserva de Lucros a Realizar ocasionada pela distribuição dos dividendos em espécie e por quotas dos ativos transferidos, assim como planejado pela administração; (iii) depois incluímos a coluna com os grupos de contas do patrimônio líquido, mas dessa vez identificando os montantes de saldos observados nas SPEs Transferidas; (iv) por fim, destacamos quais seriam as posições remanescentes do patrimônio líquido da Companhia após a Operação.

Tabela 08: Impactos da Operação no patrimônio líquido

Em R$ mil	Total General Shopping	Distribuição de Dividendos	SPEs Transferidas para o FII	Operações Restantes GSB
Capital Social	383.157	0	297.927	383.157
Reservas de lucros/Prejuízos acumulados (contém RLAR)	841.529	(828.956)	0	12.573
Lucros ou Prejuízos do Exercício	(349.142)	0	13.845	(349.142)
Total do Patrimônio Líquido	**875.544**	**(828.956)**	**311.772**	**46.588**

6.35 O impacto no patrimônio líquido ocorre pela baixa das Reservas de Lucro a Realizar devido à distribuição de dividendos propostos pela companhia no montante de R$ 829 milhões. O total do patrimônio líquido da Companhia cairia de R$ 876 milhões para R$ 46 milhões. É importante ressaltar que, dentre os ativos das operações remanescentes na Companhia, há um recebível sem data de vencimento no montante de R$ 30,7 milhões relativos à Golf Participações Ltda. (acionista majoritário da Companhia).

6.36 Novamente ressaltamos que as bases de informações utilizadas para estas análises não incluem as Demonstrações Financeiras pro-forma (pós-Operação) que viabilizariam uma análise mais detalhada e que, até a data de emissão deste Parecer, não haviam sido disponibilizadas pela Companhia.

Resumo dos Impactos nos Indicadores Financeiros

6.37 Com base nas informações disponíveis é possível concluir que a Operação deverá ocasionar deteriorações significativas na saúde financeira da General Shopping. Todos os aspectos analisados, demonstraram piora expressiva nos indicadores da Companhia sem as operações das 11 (onze) SPEs Transferidas.

6.38 A tabela abaixo demonstra o resumo dos desequilíbrios por tipo de análise financeira considerada para comparação entre a General Shopping pós-Operação e as 11 (onze) SPEs Transferidas. São 4 (quatro) os tipos de desequilíbrios apresentados: (i) Desequilíbrios na Geração de Caixa; (ii) Desequilíbrios Patrimoniais; (iii) Desequilíbrios de Endividamento Financeiro; e (iv) Desequilíbrios de Patrimônio líquido.

Tabela 09: Sumário dos desequilíbrios financeiros causados pela distribuição de dividendos

	Após Reestruturação e Distribuição de dividendos	
Em R$ mil	**SPEs Transferidas para o FII**	**Operações Restantes GSB**
Desequilíbrios na Geração de Caixa		
Receitas de alugueis	147.932	15.235
Receitas líquidas	166.433	57.043
NOI	142.511	55.087
% de Receitas de alugueis	*90,66%*	*9,34%*
% de Receitas líquidas	*74,47%*	*25,53%*
% de NOI	*72,12%*	*27,88%*
Desequilíbrios Patrimoniais		
Propriedades para Investimentos	1.502.766	724.384
Área bruta locável - Em m²	131.572	61.004
Aluguel por m² locável - Em R$ mil por m²	1,124	0,250
NOI por m² locável - Em R$ mil por m²	1,083	0,903
% Propriedades para Investimentos	*67,47%*	*32,53%*
% de área bruta locável locáveis - Em m²	*68,32%*	*31,68%*
Desequilíbrios de Endividamento Financeiro		
Empréstimos, Financiamentos, Debêntures e CCI (passivo financeiro)	(340.623)	(1.525.313)
% de Empréstimos, Financiamentos, Debêntures e CCI (passivo financeiro)	*18,25%*	*81,75%*
Relação de dívida líquida sobre o NOI	2,4 vezes	17,8 vezes
Relação de dívida líquida sobre o Patrimônio Líquido	1,1 vezes	21 vezes
Desequilíbrios de Patrimônio Líquido		
Capital social	297.927	383.157
Patrimônio líquido	311.772	46.588

6.39 Em todos os fatores analisados, a situação financeira da Companhia pós-Operação demonstra estado crítico. A capacidade de geração de caixa operacional da Companhia, medido em nossas análises pelo NOI, é reduzido para apenas 28% do montante original. Essa diminuição de capacidade de geração de caixa pode ser visualizada, também, na deterioração patrimonial dos ativos remanescentes, já que eles mantiveram apenas 33% das Propriedades para Investimento (imóveis geradores de receitas), e 32% do total de metros quadrados locáveis.

6.40 A menor capacidade de geração de caixa é grave quando analisamos a dívida que permanecerá da GSB: a **Companhia permanecerá com 82% da dívida financeira original**. Ou seja, a General Shopping ficará com 28% do resultado operacionais e 82% das dívidas. **Este profundo desequilíbrio entre direitos e obrigações tem o potencial de levar a Companhia a uma situação de incapacidade de pagamento de suas dívidas.**

6.41 Isto fica claro também quando analisamos o indicador de dívida líquida versus geração de caixa operacional. Enquanto a Companhia pré-Operação detinha uma dívida líquida de 5,6 vezes o tamanho da sua geração de caixa (NOI), após a

Operação essa relação sobe para 17,8 vezes. Já os ativos transferidos teriam uma relação de dívida líquida sobre geração de caixa de apenas 2,4 vezes, índice muito mais favorável que aquele da Companhia após a Operação consumada.

6.42 A tabela abaixo demonstra a capacidade da Companhia no pós-Operação de arcar com as despesas financeiras de pagamentos de juros dada a alocação de ativos e dívidas resultante do processo de distribuição de dividendos. Os fatores considerados na análise são (i) NOI remanescente na General Shopping no pós-Operação, assim como já foi apresentado em análises anteriores, que representa a geração de caixa operacional que de fato poderá ser utilizado para cobrir o serviço da dívida; (ii) A estimativa de pagamentos de juros sobre a dívida financeira remanescente, que consiste em uma aproximação das despesas anuais com juros da Companhia dada a parcela da dívida que permanece na operação da General Shopping após a Operação; e (iii) o recebimento de juros por aplicações financeiras, anualizados, que também devem ser considerados como entrada de caixa. O resultado encontrado na análise é de que a geração de caixa anual da Companhia pós-Operação, através do NOI e dos juros recebidos de aplicações financeiras é deficiente em cerca de R$ 89 milhões para cobrir os juros a serem pagos relacionados ao endividamento remanescente da operação da Companhia, demonstrando profundo desequilíbrio econômico proporcionado pela Operação.

Tabela 10 – Estimativa de serviço da dívida – General Shopping pós-Operação

Em R$ mil	
NOI remanescente na General Shopping	55.087
Estimativa de pagamento de juros sobre a dívida remanescente	(172.362)
Recebimento de juros sobre aplicações financeiras	27.909
Déficit de caixa	**(89.365)**

6.43 Quanto ao patrimônio líquido da Companhia, apesar de provavelmente continuar positivo após a Operação, há uma grande chance de se tornar negativo ao longo de 2019, dado o alto patamar de despesas financeiras em relação aos ativos operacionais que permanecem na Companhia gerando resultados.

7 Como o mercado de ações e de dívida percebeu a Operação

Introdução

7.1 Nesta seção exploraremos como os mercados de ações e de dívida se comportaram após o anúncio da Operação, em termos de valores de negociação das ações da Companhia (GSHP3, negociadas na B3) e das Notas Perpétuas emitidas pela Companhia (negociadas no mercado internacional). Por último, demonstraremos a perspectiva das agências de classificação de risco sobre a Operação.

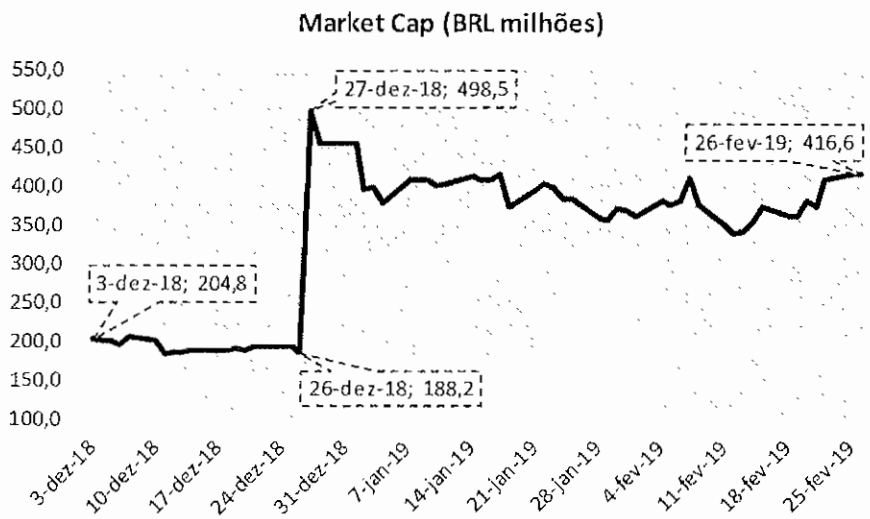
Mercado de ações

7.2 As ações da General Shopping Brasil S.A. são negociadas na B3 através do *ticker* GSHP3. Antes do anúncio da Operação as ações da Companhia eram negociadas a R$ 2,71/ação, valor que, multiplicado pelo número de ações da Companhia, equivalia a um valor de mercado total ("Market Cap") de R$ 188 milhões. Este é o valor que o mercado atribuía à Companhia antes do anúncio da Operação.

7.3 No dia seguinte ao anúncio da Operação (27/12/2018) as ações passaram a ser cotadas a R$ 7,18/ação (equivalente a um Market Cap de R$ 498,5 milhões), tendo posteriormente reduzido para um patamar de R$ 6,00/ação em 26/02/2019, o que equivale a um Market Cap de R$ 416,6 milhões, com a valorização do Market Cap em R$ 229 milhões.

7.4 O gráfico abaixo mostra a evolução do valor de mercado da GSB entre o início de dezembro e 26 de fevereiro de 2019.

Gráfico 01 – Market Cap da General Shopping, em R$ milhões



Fonte: Bloomberg, análises FTI

7.5 Em uma primeira análise, poder-se-ia concluir que o mercado de ações reagiu positivamente ao anúncio da Operação, dada a valorização do seu Market Cap. Todavia, precisamos antes analisar alguns aspectos relevantes. Um fato chave que se deve levar em consideração é que, após o anúncio do pagamento dos dividendos, o mercado passou a precificar

no valor da ação o valor dos dividendos anteriormente inesperados. Considerando esta questão, esperar-se-ia que o valor da ação – e seu Market Cap, por consequência – seria no mínimo igual ao valor total dos dividendos a serem distribuídos.

7.6 Considerando que o valor total dos dividendos declaradas foi de R$ 828,9 milhões e o Market Cap em 26/02/2019 (após anúncio dos dividendos) é de R$ 416,6 milhões, podemos perceber que o mercado não precificou a totalidade dos dividendos anunciados, conforme demonstrado na tabela abaixo.

Tabela 11 – Dividendos anunciados e Market Cap

Descrição	BRL Milhões	Calc.
Dividendos - Parcela em dinheiro	207,2	A
Dividendos - Parcela *in natura*	621,7	B
Total dividendos	**828,9**	**C=A+B**
Market Cap em 26/02/2019	416,6	D
Dividendo *não* considerado pelo mercado no preço da ação	**412,3**	**E=C-D**

7.7 Percebe-se que a valorização do Market Cap de R$ 229 milhões é muito próxima do montante que deverá ser distribuído em caixa apenas (R$ 207 milhões), não incorporando o valor dos dividendos a serem pagos *in natura*. Isto é um indicativo de que (i) o mercado acredita que, dada a excentricidade da Operação, há uma probabilidade relevante de a Operação não ocorrer; ou (ii) que o valor justo da parcela *in natura* não é de R$ 621,7 milhões, visto que a outra parcela seria distribuída em dinheiro, não restando dúvidas sobre seu valor; ou (iii) uma combinação das duas hipóteses anteriores. **De qualquer forma, a reação do mercado indica que a expectativa em relação à Operação é baixa, possivelmente por notar que a Operação visa à transferência de valor dos credores para os acionistas, e, portanto, a valorização da ação precificou apenas 28% do valor a ser distribuído em dividendos.**

7.8 Uma última análise a ser realizada em relação ao preço das ações da General Shopping é uma comparação do valor de mercado de suas ações (Market Cap) com o valor de seu Patrimônio Líquido Contábil ("PL Contábil"), realizada entre dezembro de 2016 e dezembro de 2018 (considerando o PL de 31 de dezembro de 2018 como sendo o mesmo de 30 de setembro 2018), e demonstrada na tabela abaixo.

Tabela 12 – PL Contábil e Market Cap

Em BRL milhões

Data	PL Contábil	Market cap	Proporção	Média
	A	B	C=B/A	
dez-16	973,2	259,4	26,65%	
mar-17	977,6	425,6	43,53%	
jun-17	904,7	351,1	38,81%	
set-17	932,1	423,6	45,44%	
dez-17	1.224,7	396,5	32,37%	
mar-18	1.160,0	322,9	27,83%	
jun-18	936,8	267,3	28,54%	
set-18	875,5	243,0	27,76%	
dez-18	875,5	456,9	52,18%	35,90%

Fontes: DFs da Empresa e Bloomberg

7.9 Na tabela vemos que o valor de mercado da companhia sempre esteve abaixo do PL Contábil, sendo, em média, 35,90% do PL Contábil no período (tabela acima). Portanto, a percepção do mercado de ações é que os registros

contábeis da Companhia superestimam o valor real dos seus ativos, provavelmente em função das diversas reavaliações positivas do valor justo das SPEs que ocorreram ao longo dos últimos anos.

7.10 Vale ressaltar que a distribuição de dividendos de um valor referente a 199% do Market Cap é algo completamente fora do padrão das empresas listadas em bolsa e é incoerente por si só, pois não se pode distribuir um valor que não existe. Considerando os fatos expostos, podemos concluir que o mercado percebe a incoerência deste fato.

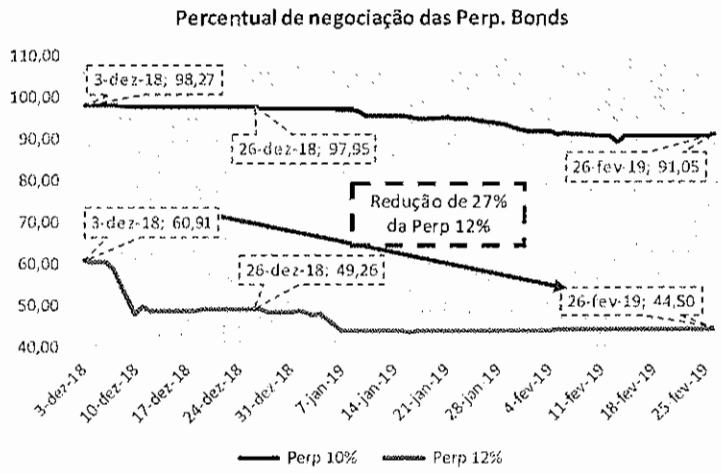
7.11 O valor do patrimônio de uma empresa é definido como o valor de seus ativos menos o valor de seus passivos. No caso da GSB pré-Operação, o valor de mercado de suas ações era de R$ 188 milhões, considerando que havia uma dívida financeira de R$ 1.867 milhões. Assumindo que o valor justo dos ativos da Companhia (valor das ações + valor das dívidas) não tenha se modificado de forma relevante apenas em razão do anúncio da Operação (pois as operações combinadas continuam sendo exatamente iguais), **o valor de mercado das ações só poderia aumentar com o decréscimo do valor de mercado das dívidas. Isso indica que a Operação não gerou valor para a Companhia como um todo, mas que representa uma transferência de valor dos credores para os acionistas, com a subversão da ordem de prioridade entre esses *stakeholders* (i.e., os acionistas – detentores de *residual claims* – passaram à frente dos credores da Companhia).**

7.12 De modo a testar esta hipótese, analisamos abaixo a evolução do preço das dívidas que são negociadas no mercado, ou seja, as Notas. As demais dívidas da Companhia não são negociadas no mercado.

Mercado de dívida

7.13 Apresentamos no gráfico abaixo a evolução dos preços das duas principais dívidas que têm negociação no mercado internacional. Percebe-se que desde o anúncio da Operação houve uma queda relevante nos preços de mercado das Notas Perpétuas de 10% e das Notas Perpétuas de 12%, respectivamente.

Gráfico 02 – Percentual de valor da face das Notas Perpétuas de 10% e das Notas Perpétuas de 12%



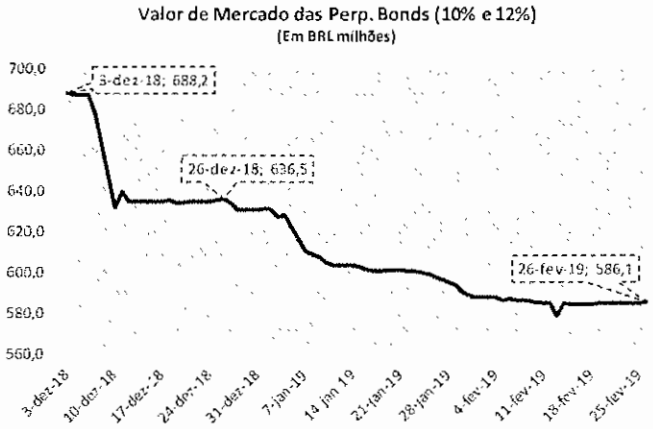
7.14 Títulos financeiramente saudáveis, ou seja, que têm boa probabilidade de serem pagos pelos devedores, são normalmente negociados próximos do seu valor de face, ou seja, próximo de 100% por título. Analisando as Notas Perpétua de 12%, que apresenta opção de não pagamento de juros pela Companhia (opção esta que vem sendo exercida desde setembro de 2015), vemos que o título já vinha sendo negociado a apenas 61% do seu valor de face, indicando que antes do anúncio da Operação o mercado precificava que receberia apenas 61% do que tinha investido no título. **Após o anúncio da Operação o quadro piorou, e o mercado acredita que só irá recuperar 45% do valor investido.**

7.15 Ou seja, houve uma queda bastante acentuada desde o início de dezembro de 2018. No caso da Notas Perpétuas de 10%, que vinha sendo negociado a 98% do valor de face antes do anúncio da Operação agora está sendo negociado a 91% do valor de face, o que representa uma queda de 7 pontos percentuais.

7.16 A queda nos preços de mercado das Notas Perpétuas reflete que o mercado reduziu sua confiança em relação à capacidade de a Companhia honrar com os pagamentos de suas dívidas.

7.17 Ao analisar o comportamento do valor de mercado combinado das duas Notas Perpétuas (2010 e 2012)[28], demonstrado no gráfico abaixo, podemos verificar que houve uma **perda de valor para os Bondholders da ordem de R$ 102,1 milhões entre início de dezembro de 2018 e 26 de fevereiro de 2019.**

Gráfico 03 – Valor de mercado das Notas Perpétuas



7.18 Vale ressaltar que as Notas Perpétuas representam apenas 2/3 do valor total da dívida da Companhia. Caso fosse possível calcular o valor de mercado das demais dívidas (não negociadas em mercado), o valor total da perda para os credores seria ainda maior.

7.19 Assim, realizando a comparação entre as variações negativas no valor de mercado das Notas Perpétuas e as variações positivas no valor de mercado das ações da Companhia, **percebemos que de fato a Operação gerou uma transferência de riqueza dos credores em favor dos acionistas.**

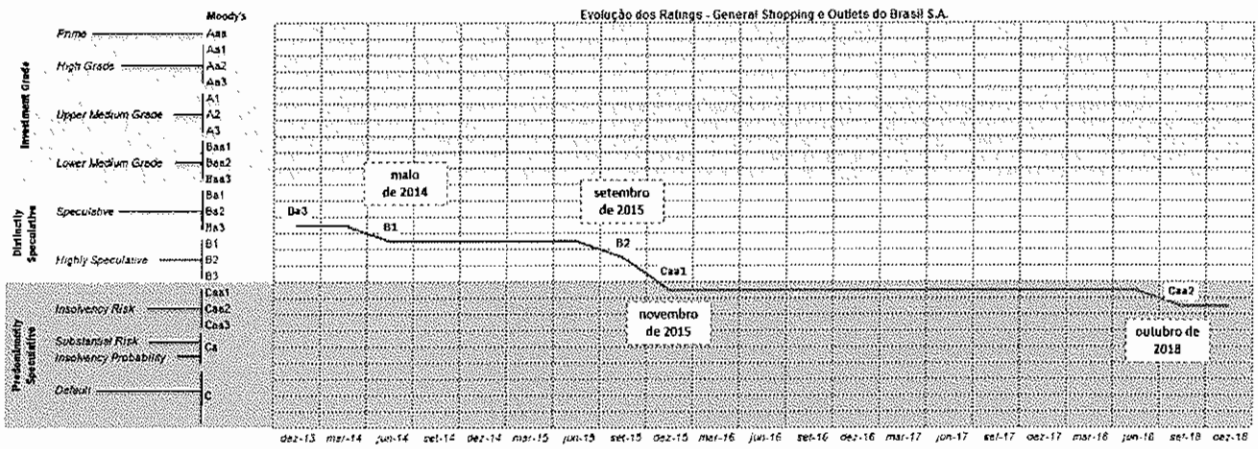
[28] Valor de Mercado somado das duas Notas Perpétuas (de 10% e 12%) em R$, considerando a taxa de câmbio do dia 27/02/2019 (USD 1 = R$ 3,7351) única para conversão dos valores de mercado diários das Notas Perpétuas (apresentados em USD) para que fossem retirados os efeitos da variação cambial no período.

Avaliação da agência de rating Moody's

7.20 Por último, passamos à análise da avaliação que agências especializadas fazem em relação ao risco de crédito da General Shopping. De forma geral, empresas que possuem títulos de dívida emitidos no mercado internacional normalmente têm seu risco de crédito avaliado por agências especializadas, como Fitch, S&P e Moodys. Os relatórios de avaliação da capacidade de pagamento ("*Ratings*") qualificam a saúde financeira das empresas e o risco de calote dos seus títulos de dívida.

7.21 As empresas cujos *Ratings* são considerados *Investment Grade*, conforme gráfico abaixo, apresentam baixo risco de inadimplência, enquanto empresas com *Ratings* no grupo *Predominantly Speculative*[29] apresentam alto risco de inadimplência, ou já estão inadimplentes. As Notas Perpétuas foram emitidas em 2010 e 2012, quando a GSB era avaliada com o rating Ba3 da Moody's, que representa um grau especulativo ("Speculative"). Como pode ser visto no gráfico abaixo, a partir de maio de 2014 a Moody's começou a rebaixar o *rating* da Companhia, dado o acompanhamento e as análises constantes da agência de rating.

Gráfico 04 – Evolução dos *ratings* da General Shopping



7.22 No segundo semestre de 2015, o *Rating* da GSB foi rebaixado duas vezes, primeiramente para o nível B2 (em setembro) e posteriormente para o nível Caa1 (em novembro), **entrando no grau predominantemente especulativo e que apresenta risco de insolvência**. Vale ressaltar que estes rebaixamentos dos ratings estão atrelados à suspensão, em setembro de 2015[30], dos pagamentos de juros das Notas Perpétuas de 12%.

7.23 Um outro rebaixamento ocorreu em outubro de 2018 – para o nível Caa2. Em janeiro de 2019 a agência classificadora Moody's emitiu um comunicado informando que o rating da GSB está em revisão, **com perspectiva negativa, por conta do anúncio da Operação**[31].

---

[29] Categorias de grau de investimento indicam uma probabilidade baixa a moderada de risco de crédito (risco inadimplência); enquanto categorias de grau especulativo ou sinalizam uma probabilidade de risco de crédito mais alta ou indicam que a inadimplência já ocorreu. Fonte: https://www.fitchratings.com.br/system/pages/337/Defini%C3%A7%C3%BSes_de_Ratings.pdf

[30] Conforme *Rating Actions* divulgados pela Moody's indicando os motivos para rebaixamento do rating. Disponível nos links < https://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-General-Shopping-Brasil-s-Corporate-Family-Rating-to--PR_334319> e < https://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-General-Shoppings-unsecured-debt-rating-to-Caa1-outlook--PR_338018>

[31] https://www.moodys.com/research/Moodys-places-GSBs-CFR-rating-on-review-down-following-announcement--PR_393580

7.24 O comunicado da Moody's descreve que "a revisão dos ratings da GSB se concentrará em vários fatores, incluindo 1) reduções significativas de portfólio e geração de fluxo de caixa para atender a dívida relacionada às Notas Perpétuas de 10%, US$ 164,2 milhões, Notas Perpétuas seniores sem garantia, atualmente classificados como Caa2; 2) quaisquer complexidades relacionadas à sua estrutura de capital futura, incluindo as Notas Perpétuas subordinadas de 12% de cupom, US$ 150 milhões, atualmente classificados como Ca; 3) sua estratégia operacional para o futuro e 4) se a **GSB continuará a operar como uma empresa de vida infinita**"[32] (Grifo FTI).

7.25 Ou seja, temos um avaliador independente de crédito (Moody's) que classifica um dos títulos de dívida como tendo risco substancial (nível "Ca") com perspectiva negativa (podendo reduzir ainda mais) e que **questiona a própria sobrevivência da Companhia no longo prazo. Estes são fortes indicadores de que o mercado de crédito recebeu muito mal a Operação, e fica evidente que a Operação tem um grande impacto na capacidade da Companhia em arcar com seus compromissos de dívida.**

[32] https://www.moodys.com/research/Moodys-places-GSBs-CFR-rating-on-review-down-following-announcement--PR_393580. Tradução livre.

8 Críticas aos Pareceres Técnicos Apresentados pela General Shopping

Introdução

8.1 Nesta seção, apresentamos nossa visão a respeito dos temas abordados e conclusões apresentadas nos pareceres contratados pela GSB e constantes dos autos: (i) "Parecer técnico-contábil analisando a destinação da reserva de lucros a realizar em virtude da realocação de ativos realizada pela GSB", elaborado pelo Professor Dr. Eduardo Flores e datado de 31 de janeiro de 2019 ("Parecer Contábil"); e (ii) "Lógica Econômica da Realocação de Ativos da General Shopping e Outlets Do Brasil S.A.", elaborado pela GO Associados e datado de 1 de fevereiro de 2019 ("Parecer Econômico").

O Parecer Contábil

8.2 O Parecer Contábil é uma resposta à consulta realizada pela General Shopping sobre a "destinação do saldo da conta de reservas de lucros a realizar na forma de distribuição de dividendos em decorrência da realocação de ativos realizada pela GSB"[33].

8.3 O questionamento realizado pela GSB, contratante dos serviços, foi: "a realocação de ativos pretendida poderia ser considerada como um evento econômico-financeiro de realização da reserva de lucros a realizar, implicando assim, a sua distribuição a título de dividendos?".

8.4 De acordo com o autor, o parecer analisa os assuntos levando-se em conta a *"[...] essência econômica dos eventos e transações, a qual visa prestar à contabilidade o suporte necessário para fidedigno reflexão de tais eventos e transações nas demonstrações contábeis."*[34]

8.5 Apresentamos na tabela a seguir os principais pontos em que nós discordamos da posição contida no Parecer Contábil, incluindo uma breve referência à posição do autor e os argumentos contraditórios da FTI para cada tema.

[33] Parecer Contábil, Página 1.
[34] Parecer Contábil, Página 1.

Tabela 13 – Principais pontos de discordância entre a FTI e o Parecer Contábil

Tema	Posição do autor	Posição e argumentos da FTI
Realização da RLAR *Referência:* 2º§, página 10 (Item 3)	*"Com efeito, em 21 de dezembro de 2018, o GSB realizou um Compromisso de Subscrição de Cotas, na qual se comprometeu com a subscrição das cotas no FII. É nessa data que a RLAR deve ser considerada realizada porque foi nesse momenta em que a GSB assumiu o compromisso, irretratável e irrevogável, de transferir as ativos para o FII, **o que implica na mudança no perfil dos ativos detidos pela Companhia** e consequentemente na realização da RLAR."* (Grifo FTI)	Contestamos a opinião de que a RLAR deva ser considerada realizada ao transferir os ativos para o FII. Nosso entendimento é que a simples transferência dos ativos para o FII não representou qualquer alteração no perfil, nos beneficiários finais, na natureza e na finalidade dos ativos. Consequentemente, não há qualquer alteração em seu valor econômico e/ou na capacidade de geração de caixa, e principalmente, não gera ganhos econômicos e/ou financeiros para a Companhia, pois a transferência foi realizada dentro do mesmo Grupo Econômico. Ou seja, **a essência econômica da RLAR não é alterada, de modo que não há sentido econômico em tornar esta reserva realizável**.

Tema	Posição do autor	Posição e argumentos da FTI
Baixa cotação das ações da GSB *Referência:* 1º§ e 2º§, página 19 (item 4)	*"É possível verificar que a ação do GSB GSHP3.SA é o papel com a menor cotação comparativamente aos seus pares de segmento com uma cotação médio na ordem de R$ 4,00. A empreso que mais se aproxima do papel do GSB é a Br Properties, todavia, com um valor de cotação médio de aproximados R$ 8,00.* (Grifo FTI)	Não se pode comparar o valor nominal de uma ação da Companhia com o valor nominal de uma ação de outra empresa a fim de dissertar sobre a apropriada valoração dos ativos. A quantidade de ações emitidas por uma empresa é uma decisão interna, de modo que, para um mesmo valor de capital, pode-se emitir um número maior ou menor de ações. Pode-se, portanto, gerar um valor por ação maior ou menor para um mesmo valor de capital, simplesmente porque o denominador é diferente. É como se o fato de se dividir uma pizza em 4 ou 8 pedaços fizesse alguma diferença em relação ao tamanho da pizza. A pizza continua a mesma, o que muda é apenas o tamanho dos pedaços. **Portanto, a comparação realizada pelo autor é absolutamente simplista e tecnicamente incorreta.** Além disso, o valor de mercado de empresas não deve ser igual somente porque atuam em um mesmo setor, uma vez que o porte de tais empresas pode diferir significativamente. Para que uma análise comparativa razoável possa ser realizada, deve-se utilizar índices que levem em conta o valor da empresa em relação ao seu porte, de modo a entender se a empresa está valorizada ou sub-avaliada. Um exemplo prático para a indústria em questão seria analisar a razão entre valor da empresa (incluindo ações e dívidas) com a ABL[35] de cada empresa.
Conclusão sobre realocação de ativos ser um evento econômico-financeiro de realização da RLAR Referência: 3º§, página 21 (item 5)	*"Tendo em visto o questionamento que me foi feito pelo Companhia, qual seja: o realocação de ativos pretendido poderio ser considerado como um evento econômico-financeiro de realização do reserva de lucros a realizar, implicando assim, o sua distribuição a título de dividendos?* *Resposta: A resposta é positiva pelos argumentos supra-mencionados."*	Discordamos da conclusão do Parecer Contábil pelo fato de o aporte dos ativos no FII ser uma transação entre sociedades do mesmo grupo, não representou qualquer alteração no perfil, nos beneficiários finais, na natureza e na finalidade dos ativos e, portanto, **não pode ser considerada como um evento econômico-financeiro.**

[35] Área Bruta Locável.

O Parecer Econômico

8.6 O Parecer Econômico tem como objetivo *"apresentar argumentos técnicos que demonstram que há lógica econômica na reestruturação da General Shopping [...] com a utilização de Fundo de Investimentos Imobiliários. Além disso, o Parecer troz orgumentos que demonstram que os atos societórios tomodos oo final de 2018 não comprometem a copocidade do Companhia honrar seus compromissos financeiros em relação o seus credores."* (Grifo FTI).

8.7 Apresentamos na tabela abaixo os principais pontos em que nós discordamos da posição contida no Parecer Econômico, incluindo uma breve referência à posição do autor e os argumentos da FTI para cada tema.

Tabela 14 – Principais pontos de discordância entre a FTI e o Parecer Econômico

Tema	Posição do autor	Posição e argumentos da FTI
O Mercado de Shopping Centers Referência: 1º§, página 17 (Item 3.1), comentários sobre todo o item 3.1 (não transcrito integralmente)	*"Com esso fraca taxa de expansão, especialistas do mercado já identificam tendência de queda de vocâncio e de aumento de preços de locação desde o ono possodo, principalmente de empreendi-mentos comerciois voltados para empresos (lojes coorporativos)."* (Grifo FTI)	Entendemos que haja uma contradição nos dados apresentados pelo autor. Ao final da apresentação de dados do mercado de shopping centers (último parágrafo do item 3.1), comenta-se que já se identifica queda da vacância e incremento de preços de locação, o que é naturalmente benéfico para o mercado de shopping centers pelo incremento das receitas por duas naturezas. Esta informação contradiz o discurso trazido no item 3.1 de que o mercado de shopping centers tem tendência de estagnação. Um leitor desatento pode ser levado a uma interpretação indevida, pois a estagnação é justificada pela redução do crescimento do número de shopping centers, redução esta que tende a aumentar a receita dos ativos em operação, que é justamente o tipo de ativo da GSB - ativos já maturados (como mencionado no próprio Parecer Econômico). **Assim, para ativos já maturados, a tendência de estagnação no número shopping centers defendida pela GO Associados é benéfica.** A análise de novos entrantes e suas consequências faz parte do conhecimento basilar econômico e de administração, que é usualmente verificada na Análise das 5 forças de Porter, que é amplamente difundida nas literaturas conceituadas da área.

Tema	Posição do autor	Posição e argumentos da FTI
Tendências para a economia brasileira e o mercado imobiliário Referência: 2º§ e 3º§ da página 22 (Item 3.2.2), com comentários sore todo o Quadro 11 da página 23	*"Especialistas ainda enxergam potencial de ganhos futuros para os investidores, devido à retomada da economia brasileira. Em entrevista ao jornal Valor Econômico, André Freitas, do Hedge Investimentos, destacou que o expectativa é positivo, em decorrência do cenário macro-econômico e do ciclo imobiliário favoráveis. O especialista ressaltau que o mercado imobiliário deve crescer mois do que o PIB em 2019 e que a recuperação dos preços, em especiol na segmento de lojes corporativos premium, será superior à inflação. Para a mesma reportagem, o sácia da RBR Capital, Daniel Molheiros, destacau que está acorrendo uma redução acentuada da vacância paralelamente aa aumenta do preço da aluguel desses empreendimentos."* *De fata, a IFIX, indicadar da desempenha média das catações das fundos imabiliárias negociadas nas mercadas de balsa e de balcão organizado da B3, vem apresentando uma tendência de aumenta desde 2016 (Quadra 11), a qual deve manter-se pelas próximos anas, cam base nas fatores tratadas nesta seção. Note-se que, em 2019, o índice bateu seu recarde nominal, possanda das 2.400 pantas em 22/01."*	A expectativa positiva com relação ao cenário econômico é trazida pelo autor como argumento para fomentar o mercado de FIIs, no entanto, **uma evolução da economia brasileira também certamente influenciaria o consumo e as vendas de shopping centers**. Tal influência pode ter um impacto mais relevante do que para os FIIs, uma vez que a elasticidade do consumo no comércio pode ser maior em relação a evolução do PIB em comparação com o aquecimento do mercado de FIIs e investimentos, que é influenciado relevantemente por outros vetores que não o crescimento econômico, como por exemplo as curvas futuras de juros básicos da economia. Em um segundo momento, a GO Associados explora que a tendência de crescimento do IFIX deve se manter no futuro, o que envolve conclusões simplistas pois a rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura, como normalmente se lê nos prospectos de fundos de investimento. Sabemos que o IFIX representa uma parcela do mercado imobiliário total, incluindo FIIs negociados em bolsa, do qual os shopping centers fazem parte. No entanto, **os fundos com participação exclusiva em shopping centers detêm apenas 17% do valor dos fundos listados no IFIX**. Para uma análise apropriada, deveria ser analisada somente a situação de FIIs de shopping centers.

Tema	Posição do autor	Posição e argumentos da FTI
Prejuízo de 2018 não tem efeito caixa Referência: 2º§, página 28 (Item 4.1.1)	*"Nos primeiros nove meses de 2018 a General Shopping apresentou prejuízo acumulado de R$ 349 milhões. Esse foto foi utilizado pelo grupo de investidores poro configuror o utilização da RLAR como indevido, pois essa deveria ser utilizado poro obsorção desse prejuízo ao final do exercício fiscal de 2018. Ocorre que análise mais detalhada do Demonstrativo de Resultados do Componhia revela que esse prejuízo decorre de fotores não monetários. Ou seja, sem efeito caixa."* (Grifo FTI)	Criticamos aqui o comentário final do parágrafo, onde a GO associados conclui que o prejuízo acumulado nos primeiros nove meses de 2018 não tem efeito caixa, ou seja, efeito financeiro. O prejuízo de 2018 se refere a valores com base na linha final da DRE, ou seja, sob o regime de competência, assim como o lucro acumulado até dezembro de 2017. **Não se pode ter dois pesos e duas medidas para o mesmo tema. O fato de o prejuízo de 2018 não ter efeito caixa é absolutamente irrelevante, pois é prejuízo da mesma forma.**
Garantias para credores Referência: 1º§, página 35 (Item 4.3)	*"Esse ponto é chove poro a avoliação do reestruturoção da Companhio. A conferência dos otivos ao FII não oltero as garantios que os credores detém sobre esses otivos. Desto formo, em coso de a General Shopping não honror com suos prestoções devidos oos credores, estes poderiom, conforme previsões das respectivos prospectos, ocionor as gorantios dos empréstimos e reclomor seus direitos por meio dos ativos dos subsidiórios do General Shopping."* (Grifo FTI)	Um credor, ao conceder crédito para uma entidade, avalia principalmente a capacidade de a entidade gerar caixa a fim de quitar suas obrigações financeiras. Assim, **o fator mais importante do ponto de vista do credor é a capacidade de geração de caixa da empresa**, de modo que esta tenha capacidade de horar os compromissos com o credor. As garantias são apenas uma proteção adicional, que é acionada no caso de o fluxo de caixa não ser suficiente. Assim, uma vez que a maior parte dos lucros e fluxos de caixa dos ativos passam a ser de propriedade exclusiva dos acionistas, fluindo para estes diretamente sem pagamentos obrigatórios aos credores. E uma vez que o caixa das SPEs é pago para os acionistas ele não mais retorna para as SPEs garantidoras. Assim, podemos dizer que **a posição financeira dos credores ficou bastante comprometida, ainda que haja garantias nas SPEs Transferidas.**

Tema	Posição do autor	Posição e argumentos da FTI
Racionalidade da Operação e capacidade de pagamento das dívidas Referência: 4º§, páginas 35 e 36 (Item 4.3)	*"Assim, não parece racional supor que a administração da companhia retiraria ativos da General Shopping a ponto de incapacitó-la para a pagamento da dívido, sendo que os credores podem acionar cláusulas de garantia e em última instância reclamar seus direitos sobre esses mesmas ativas que tronsferidos. Não obstante, senda a Operação dentra do grupo econômico, o patrimônio total desse grupo continuo sendo o mesmo. O crédito detido pelos bondholders continuará sendo gorantido pelas mesmas sociedades, que permonecerão sendo detentoras do mesmo patrimônio detido antes da reestruturação."*	Discordamos dos autores do parecere e entendemos que falta racionalidade à Operação. Dado que a estrutura societária anterior (i) limitava o pagamento de dividendos a 25% do lucro líquido na situação de não pagamento de juros sobre as Notas Perpétuas – que é a situação atual; e (ii) gerava uma grande despesa financeira na Companhia que absorvia toda a lucratividade das operações; entendemos que a Operação proposta é absolutamente racional para os acionistas. O fato é que a Operação: (i) aporta ao FII a grande maioria dos ativos operacionais mas apenas uma pequena parcela da dívida, fazendo com que o FII tenha um lucro elevado ao passo que todo o prejuízo fique na Companhia (alta despesa financeira); e (ii) retira dos ativos transferidos a limitação de distribuição de dividendos pois o FII não está sujeito a limitações de distribuição de dividendos. Assim, **os acionistas passam a ter acesso a um fluxo de caixa que antes estava "preso" na Companhia de modo a proteger os credores, o que apenas beneficia os próprios acionistas.** Ainda que as SPEs venham a ser garantidoras de todas as Notas, a Operação fragiliza a posição dos credores da Companhia, que, na contratação, tinham a expectativa de que as obrigações assumidas pela General Shopping seriam pagas com o fluxo de caixa gerado por todos os seus shopping centers (e não apenas pelos 4 (quatro) restantes) e, especialmente enquanto diferido o pagamento dos juros das Notas Perpétuas de 12%, teriam respaldo na limitação de dividendos a 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido do exercício gerado por todos esses shopping centers (e não apenas pelos 4 (quatro) restantes). Importante destacar que os sócios da Golf – a acionista controladora da General Shopping – integram o Conselho de Administração da Companhia e serão pessoalmente beneficiados com a conclusão da Operação. Nesse sentido, o parecer econômico deixa claro que foi elaborado para analisar a lógica econômica da Operação sob o ponto de vista dos acionistas e não à luz dos eventuais benefícios à Companhia.

Tema	Posição do autor	Posição e argumentos da FTI
Valorização do preço das ações Referência: 1º§ da página 38, concluído na página 36 (Item 4.4)	*"Com o publicação dos fotos relevantes noticiando os aprovações pelo Conselho de Administração houve expressiva valarização dos papeis do Companhia (GSHP3) que passaram de R$ 2,75 por açãa em 26.12.2018 paro R$ 7,0 em 28.12.2018, e nos dios que se seguiram estabilizou ao redor de R$ 5,90 por ação. Ou seja, o valor de mercado da Companhia mais que dabrou (Quadro 20)."* (Grifo FTI)	Como já discorrido neste Relatório, não há motivos econômicos para que uma mera transferência de ativos gere ganhos econômicos substanciais. A GO Associados analisa a Operação apenas sob a ótica dos acionistas. Nesse sentido, tem-se que a Operação é benéfica somente aos acionistas da Companhia, já que, com a retirada desses 11 (onze) shopping centers do balanço consolidado do Grupo Econômico, esvazia a limitação de distribuição de dividendos de 25% do lucro líquido devido ao diferimento dos juros das Notas Perpétuas de 12%. Com a Operação consumada, os dividendos passam a fluir diretamente aos acionistas, sem a restrição das Notas Perpétuas de 12% em razão da opção que vem sendo exercida pela Companhia desde 2015 de diferir o pagamento dos juros; mais uma vez, demonstrando que a Operação representa a transferência de riqueza dos credores aos acionistas.

9 Conclusão

9.1 Com base em nossas análises verificamos que a Operação pouco se sustenta quando são considerados os preceitos econômicos e financeiros, de tal forma que há severos impactos financeiros sobre as operações remanescentes da Companhia, caracterizada por um aumento significativo do risco de insolvência atribuído principalmente aos credores da mesma.

9.2 O primeiro ponto que deve ser levado em conta é o fato de que o aporte das operações das SPEs Transferidas para o FII não se caracteriza como uma operação normal de mercado, pois efetiva-se entre entidades do Grupo Econômico. Nessa Operação não existe transferência real de ativos entre partes independentes que possa configurar uma realização de lucros advindos do valor justo apurado, assim como a Administração considera de modo a respaldar a realização da RLAR e distribuição dos dividendos correspondentes. De acordo com conceitos contábeis correlatos, esse tipo de transferência não permite a concretização dos lucros justamente por ser feito entre sociedades relacionadas entre si, não havendo ganho econômico-financeiro para o Grupo Econômico. **Tanto o FII quanto a Levian e a Securis (sociedades que anteriormente detinham controle direto das SPEs Transferidas) eram 100% controladas pela General Shopping e a reestruturação societária não mudou este fato, demonstrando falta de respaldo para a realização da RLAR sob a ótica econômica. O aporte das SPEs Transferidas para o FII não gerou incremento adicional de recursos que represente a concretização dos ganhos da reavaliação a valor justo dos ativos, fazendo com que o aporte no FII também não gere impactos sob a ótica financeira.**

9.3 Como explicado acima, a Operação possui falta de sustentação por ambas óticas (econômica e financeira). Além disso, a distribuição de dividendos proposta, mesmo que seja feita, não deveria se efetivar nos montantes planejados. O total de RLAR a ser distribuído em dividendos totaliza R$ 829 milhões, entretanto, esse montante desconsidera completamente os prejuízos do exercício de 2018. A Administração, na tentativa de não ter a distribuição impactada pelos prejuízos gerados durante o exercício de 2018, busca realizar a distribuição como "dividendos intermediários", antes do fechamento dos resultados de 2018. Acontece, porém, que os resultados acumulados até o terceiro trimestre de 2018 já somavam cerca de R$ 349 milhões de prejuízo e, **caso os dividendos sejam realmente distribuídos, devem considerar os prejuízos do exercício corrente de 2018, sendo o valor total a ser distribuído consideravelmente diminuído.**

9.4 Em complementariedade aos fatos colocados acima, outro aspecto que a Operação traz à tona são os impactos financeiros negativos que ela pode gerar para a Companhia ao afetar sua capacidade de geração de caixa e, consequentemente, a capacidade de honrar o serviço da dívida junto aos credores. A **Operação faz com que 11 (onze) das 15 (quinze) SPEs sejam alocadas sob o FII, gerando uma transferência para o FII de: (i) 67% das propriedades para investimento; (ii) 68% da área bruta locável; (iii) 74% da receita líquida; e (iv) 72% do lucro operacional (NOI). Ou seja, parcela substancial da geração de caixa operacional está sendo transferida para o FII e, com a Operação efetivada, se está efetivando a entrega dos ativos diretamente para os acionistas, sem que sejam pagas as obrigações de serviço da dívida.**

9.5 Os problemas da segregação das operações e da geração de caixa se intensificam quando comparados à alocação dos passivos financeiros da Companhia no pós-Operação, pois elas se dão de forma completamente opostas. O total de dívida financeira da Companhia no período anterior à Operação totalizava, em suas informações contábeis, por volta

de R$ 1,87 bilhões. **Desse montante de dívida, entretanto, as SPEs Transferidas terão de arcar somente com R$ 341 milhões, ou seja, cerca de 18% do passivo financeiro, enquanto as operações remanescentes permanecem com os 82% restantes, dentre eles as Notas.**

9.6 Portanto, a Operação impõe que as operações remanescentes da Companhia deterão menos de 30% da geração de caixa original enquanto terão de arcar com mais de 80% da dívida financeira.

9.7 Esse fato coloca uma séria dúvida a respeito da capacidade futura da General Shopping de honrar com os compromissos assumidos junto aos seus credores. No pré-Operação, a dívida líquida da Companhia era de 5,6 vezes o resultado operacional (NOI). No cenário pós-Operação essa relação triplica para 17,8 vezes.

9.8 Verificando o patrimônio líquido, a Operação fará com que haja um decréscimo de mais de 95% ao cair de R$ 876 milhões para pouco mais de R$ 46 milhões.

9.9 A deterioração da situação financeira da Companhia após a efetivação da Operação pode também ser observada pelo prisma do mercado, na forma como os agentes independentes vislumbram a Operação. De fato, o valor de mercado das ações da Companhia subiu com o anúncio da Operação, saindo de R$ 188 milhões no final de dezembro de 2018 para R$ 416 milhões em 26 de fevereiro de 2019. Esse incremento de R$ 228 milhões, porém, está bem aquém do total de dividendos que a Companhia pretende distribuir (R$ 829 milhões). Isto é um indicativo de que (i) o mercado acredita que, dada a excentricidade da Operação, há uma probabilidade relevante de a Operação não ocorrer; ou (ii) que o valor justo da parcela *in natura* não é de R$ 621,7 milhões, visto que a outra parcela seria distribuída em dinheiro, não restando dúvidas sobre seu valor; ou (iii) uma combinação das duas hipóteses anteriores. **De qualquer forma, a reação do mercado de ações indica que a expectativa em relação à Operação é baixa e, portanto, a valorização da ação foi de apenas 28% do valor a ser distribuído em dividendos.**

9.10 Já a precificação pelo mercado das Notas Perpétuas demonstrou uma grande perda de valor. O mercado já vinha precificando as Notas Perpétuas de 12%, que possuem seus pagamentos de juros diferidos desde 2015, a 60% do valor de face, percentual que caiu para 45% do valor de face após o anúncio da Operação. O mesmo ocorreu com as Notas Perpétuas de 10%, que caíram de 98% do valor de face para 91%. A ligação da perda de valor das Notas Perpétuas com a Operação é sustentada pela percepção da agência de ratings Moody's que, devido ao anúncio da Operação, colocou o rating da Companhia em processo de revisão com perspectiva negativa, questionando inclusive a continuidade da Companhia[36].

9.11 O movimento dos ativos negociados no mercado de ações e no mercado de dívida se contrapõem, de tal forma que fica clara uma transferência de riqueza dos credores para os acionistas da Companhia.

9.12 Por fim, é importante ressaltar que analisamos os pareceres técnicos elaborados por solicitação da GSB, quais são (i) Parecer Contábil, emitido pelo Prof. Eduardo Flores; e (ii) Parecer Econômico, emitido pela GO associados. De forma geral, as críticas mais relevantes que fazemos em relação a tais pareceres são tratadas a seguir. Quanto ao Parecer Contábil, é importante ressaltar que (i) a transferência de ativos realizada foi efetivada entre entidades de um mesmo grupo econômico, sob controle comum, não podendo, portanto, ensejar a distribuição dos dividendos através da

[36] Fonte: <https://www.moodys.com/research/Moodys-places-GSBs-CFR-rating-on-review-down-following-announcement--PR_393580>

realização de lucros acumulados; e (ii) a Operação não representou nenhum tipo de ganho financeiro, impacto econômico ou melhoria da geração de caixa do grupo – já que não teve qualquer entrada de recurso financeiro como consequência –, sendo assim incapaz de efetivarem-se os lucros de reavaliação patrimonial retidos nas reservas.

9.13 Quanto ao Parecer Econômico, entendemos que (i) da mesma forma que a variação cambial negativa é um ajuste meramente contábil, a reavaliação de ativos utilizada para distribuição de dividendos também o é, e, assim, esses fatores devem ser considerados em conjunto para apuração do resultado na eventual distribuição de dividendos; (ii) os credores avaliam a capacidade de pagamento de suas potenciais devedoras (no momento da contratação do financiamento) com base na sua capacidade de geração de caixa, de forma que, ainda que as SPEs venham a ser garantidoras de todas as Notas, a Operação fragiliza a posição dos credores da Companhia, que, na contratação, tinham a expectativa de que as obrigações assumidas pela General Shopping seriam pagas com o fluxo de caixa gerado por todos os seus shopping centers (e não apenas pelos 4 (quatro) restantes) e, especialmente enquanto diferido o pagamento dos juros das Notas Perpétuas de 12%, teriam respaldo na limitação de dividendos a 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido do exercício gerado por todos esses shopping centers (e não apenas pelos 4 (quatro) restantes); e por fim (iii) a Operação é benéfica somente aos acionistas da Companhia, já que, com a retirada desses 11 (onze) shopping centers do balanço consolidado do Grupo Econômico, esvazia a limitação de distribuição de dividendos de 25% do lucro líquido devido ao diferimento dos juros das Notas Perpétuas de 12%. Com a Operação consumada, os dividendos passam a fluir diretamente aos acionistas, sem a restrição de distribuição de dividendos em razão da opção que vem sendo exercida pela Companhia desde 2015 de diferir o pagamento dos juros das Notas Perpétuas de 12%; mais uma vez, demonstrando que a Operação representa a transferência de riqueza dos credores aos acionistas.

9.14 Ao analisar a Operação como um todo, percebemos que são diversas as fragilidades. Em termos conceituais a transferência de ativos não possui embasamento tanto na ótica econômica quanto na financeira devido à Operação ser realizada entre partes de um mesmo grupo e sem transferências monetárias. Adicionalmente, no que tange a saúde financeira da Companhia **a Operação seria desastrosa para as capacidades futuras de geração de caixa e serviço da dívida, dado que grande parcela da operação da Companhia seria transferida ao FII, com seus fluxos destinados diretamente aos acionistas.**

9.15 Vemos que apenas 28% do resultado operacional (NOI) permaneceria na General Shopping, claramente insuficientes para arcar com 74% da dívida líquida que permanecera na Companhia. Sua alavancagem (dívida líquida sobre patrimônio líquido) terá comportamento explosivo, saindo dos atuais 1,3 vez para 21,0 vezes. **Fica clara a situação de insolvência em que a Companhia ficará pós-Operação, tendo apenas R$ 55 milhões de resultado operacional (NOI) para pagar R$ 144 milhões de despesas financeiras líquidas.**

9.16 Por último, **fica perceptível uma transferência de riqueza dos credores para os acionistas,** corroborada pela desvalorização do valor de negociação das Notas Perpétuas e pela valorização do valor das ações.

ANEXOS

Tabela 15 – Balanço Patrimonial por SPE – dezembro de 2018

Em R$ mil	Andal	ERS	SB	FLK	Fonte	Gax	Indul	Xar	Pentar	Poli SC	Palo	Combinado
Caixa e Bancos	53	0	0	3	0	0	0	0	6	21	0	82
Aplicações financeiras	-	2.322	45	5	105	276	73	55	-	151	-	3.032
Contas a receber	5.136	2.572	3.177	1.666	4.995	4.938	2.129	5.441	4.808	1.181	167	36.209
Tributos a recuperar	164	134	82	20	1.003	13	1	268	159	14	-	1.857
Despesas antecipadas	121	24	217	3	40	35	-	79	142	7	-	669
Outras contas a receber	408	581	690	423	630	1.218	1.635	2.395	287	4	-	8.270
Total do ativo circulante	**5.881**	**5.633**	**4.210**	**2.119**	**6.773**	**6.481**	**3.838**	**8.237**	**5.402**	**1.378**	**167**	**50.120**
Aplicações financeiras	-	-	-	1.668	-	-	-	-	-	-	-	1.668
Impostos a recuperar	-	-	-	-	2.733	-	-	-	-	-	-	2.733
Mútuo com terceiros	63	3.988	1.912	1.354	4.636	1.003	-	-	975	2.218	-	16.149
Partes relacionadas	25.140	13.291	106.218	128	12.533	832	2.071	4.456	694	2.783	-	168.146
Depósitos judiciais	-	-	5.540	35	0	7	-	15	3	56	-	5.657
Imobilizado	52	10	36	265	669	73	1	1.430	188	11	-	2.736
Propriedades para investimentos	251.997	118.389	161.958	109.509	121.262	261.854	122.250	153.936	176.712	10.950	13.950	1.502.766
Intangível	0	0	7	-	51	-	0	-	-	4	-	63
Total do ativo não circulante	**277.252**	**135.679**	**275.672**	**112.958**	**141.883**	**263.770**	**124.322**	**159.837**	**178.573**	**16.023**	**13.950**	**1.699.918**
Total do ativo	**283.133**	**141.312**	**279.882**	**115.078**	**148.656**	**270.251**	**128.159**	**168.074**	**183.974**	**17.401**	**14.117**	**1.750.038**
Fornecedores	117	138	529	106	497	80	49	133	149	272	-	2.069
Obrigações sociais e trabalhistas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	63	-	63
Tributos a recolher	13.366	1.709	4.130	1.268	1.830	6.918	3.068	3.417	4.245	285	255	40.492
Empréstimos e financiamentos	-	-	-	2.266	-	-	-	-	-	-	-	2.266
Debêntures	-	-	9.186	-	-	-	-	-	-	-	-	9.186
Cédula de crédito imobiliário - CCI	7.722	4.462	-	-	-	6.363	4.118	8.220	5.744	-	-	36.629
Contas a pagar na compra de imóveis	-	-	-	-	-	-	-	-	5.260	-	1.311	6.571
Receitas de cessões a apropriar	3.337	261	1.844	80	62	2.042	196	121	107	22	-	8.072
Outras contas a pagar	15	6	105	552	13	108	32	31	10	59	-	932
Ganho de capital a realizar	-	-	-	-	-	-	8.070	-	-	-	-	8.070
Total do passivo circulante	**24.556**	**6.576**	**15.793**	**4.273**	**2.403**	**15.511**	**15.534**	**11.922**	**15.515**	**700**	**1.566**	**114.350**
Receitas de cessões a apropriar	23.666	298	12.090	104	107	7.226	471	244	345	44	-	44.594
Tributos a recolher	408	268	1.159	-	443	-	245	-	-	69	-	2.591
Tributos diferidos	7.711	3.601	4.616	3.168	3.563	7.700	3.765	4.741	5.443	337	430	45.074
Empréstimos e financiamentos	-	-	-	12.435	-	-	-	-	-	-	-	12.435
Debêntures	-	-	26.655	-	-	-	-	-	-	-	-	26.655
Cédula de crédito imobiliário - CCI	23.257	60.078	-	-	-	38.105	28.058	48.600	55.354	-	-	253.452
Mútuos com terceiros	571	558	1.997	142	305	298	-	300	17	707	-	4.894
Contas a pagar na compra de imóveis	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	7.209	7.209
Partes relacionadas	22.345	144.577	11.268	33.312	56.413	84.610	2.604	22.756	33	248	5.587	383.753
Provisão para contingências	-	-	5.540	-	-	-	-	-	-	-	-	5.540
Ganho de capital a realizar	-	-	-	-	-	-	-	84.909	-	-	-	84.909
Outras contas a pagar	-	-	-	-	-	-	-	22	96	-	-	118
Total do passivo não circulante	**77.957**	**209.379**	**63.325**	**49.161**	**60.830**	**137.939**	**35.143**	**161.573**	**61.287**	**1.405**	**13.226**	**871.224**
Capital social	10	10	93.292	12.686	191.464	10	10	10	10	425	10	297.937
Capital a integralizar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	- 10	-10
Reservas de lucros/Prejuízos acumulados	175.317	- 67.002	104.114	46.644	- 100.717	102.634	72.132	- 755	106.496	13.829	-	452.691
Lucros ou prejuízos do exercício	5.293	- 7.650	3.358	2.313	- 5.324	14.157	5.341	- 4.676	666	1.042	- 675	13.845
Total do PL	**180.620**	**-74.643**	**200.764**	**61.644**	**85.423**	**116.801**	**77.483**	**-5.421**	**107.172**	**15.296**	**-675**	**764.464**
Total do passivo e PL	**283.133**	**141.312**	**279.882**	**115.078**	**148.656**	**270.251**	**128.159**	**168.074**	**183.974**	**17.401**	**14.117**	**1.750.037**

Fonte: Prospecto do General Shopping e Outlets do Brasil Fundo de Investimento Imobiliário - FII

Tabela 16 – NOI por Shopping - 2018

Em R$ mil	Parque Shopping Barueri	Suzano Shopping Center	Unimart Shopping Campinas	Shopping Bonsucesso	Outlet Premium Brasília	Outlet Premium Rio de Janeiro	Outlet Premium São Paulo	Poli Shopping Center	Parque Shopping Sulacap	Outlet Premium Salvador	Outlet Fashion Fortaleza	Total Combinado
Aluguel Mínimo	18.626	12.081	10.420	13.954	11.115	8.923	20.188	2.244	10.672	7.621	4.093	119.937
Aluguel Complementar	939	852	566	1.339	5.438	3.785	7.924	63	1.427	3.211	2.451	27.995
Quiosques e Merchandising	2.706	2.997	974	1.517	1.086	548	2.684	416	1.738	538	311	15.513
Estacionamento	5.742	3.213	1.434	3.109	0	1.367	5.957	0	3.414	0	0	24.235
Outros itens	(1.769)	317	(694)	(186)	525	(556)	1.350	(4)	(806)	85	(1.021)	(2.260)
Total da receita bruta	**26.743**	**19.459**	**12.700**	**19.733**	**18.163**	**14.069**	**38.103**	**2.718**	**16.444**	**11.455**	**5.834**	**185.420**
Impostos sobre as receitas	(2.197)	(1.599)	(1.043)	(1.621)	(1.492)	(1.156)	(3.130)	(223)	(1.351)	(941)	(479)	(15.234)
Descontos	(177)	(425)	(473)	(280)	(7)	97	(137)	(98)	(1.210)	(364)	(679)	(3.754)
Deduções de receita	**(2.374)**	**(2.024)**	**(1.517)**	**(1.901)**	**(1.499)**	**(1.059)**	**(3.267)**	**(321)**	**(2.561)**	**(1.305)**	**(1.158)**	**(18.987)**
Receitas líquida de bens e serviços	**24.369**	**17.435**	**11.183**	**17.832**	**16.663**	**13.009**	**34.835**	**2.397**	**13.884**	**10.150**	**4.675**	**166.433**
Cutos operacionais	(2.789)	(397)	(704)	(1.483)	(1.091)	(3.428)	(1.414)	(970)	(7.129)	(1.547)	(2.973)	(23.922)
NOI	**21.580**	**17.038**	**10.479**	**16.349**	**15.573**	**9.582**	**33.422**	**1.428**	**6.755**	**8.603**	**1.703**	**142.511**

Fonte: Prospecto do General Shopping e Outlets do Brasil Fundo de Investimento Imobiliário - FII

©2019 FTI Consulting, Inc. All rights reserved.

General Shopping e Outlets do Brasil

Comparação de resultados

02/04/2019

Limitações

- O objetivo desta apresentação ("Apresentação") é atualizar determinadas análises que foram demonstradas em nosso Parecer Técnico Referente à Operação Proposta pela General Shopping e Outlets do Brasil S.A. ("Parecer") datado de 08/03/2019. Em nosso Parecer, utilizamos as Demonstrações Financeiras da Empresa de setembro de 2018 e, com base nestas, realizamos uma estimativa de resultados até o final de 2018. Nesta Apresentação, passamos a utilizar as Demonstrações Financeiras de dezembro de 2018 em substituição à estimativa. A atualização corrobora as conclusões de nosso Parecer, ao demonstrar que os resultados realizados da General Shopping, tanto operacionais quanto financeiros, foram ainda inferiores aos estimados no Parecer.
- Esta Apresentação é produto de trabalho realizado pela FTI Consultoria Ltda. ("FTI") por solicitação dos Requerentes do pedido de tutela cautelar em caráter antecedente – processo n.º 1004480-34.2019.8.26.0100, em trâmite perante a 2ª Vara Empresarial do Foro Central da Comarca de São Paulo, SP ("Ação Judicial"), ajuizada por Moneda Deuda Latinoamericana Fondo de Inversión, Inversiones Odisea e Moneda Latin American Corporate Debt, contra: (i) General Shopping e Outlets do Brasil S.A.; (ii) General Shopping e Outlets do Brasil Fundo de Investimento Imobiliário – FII ; (iii) Levian Participaçoes e Empreendimentos Ltda.; (iv) Securis Administradora e Incorporadora Ltda.; e (v) Vanti Administradora e Incorporadora Ltda. Os Requerentes e as Requeridas são em conjunto denominadas "Partes".
- Esta Apresentação contém informações sobre as Partes e está sendo fornecido de forma confidencial, sendo, portanto, fornecido para uso exclusivo na Ação Judicial e/ou no contexto do litígio entre as Partes, em qualquer de suas vertentes ou derivações. Os destinatários da Apresentação concordam, mediante a sua recepção, a não copiar ou divulgar nenhum dos seus conteúdos a terceiros sem o consentimento expresso por escrito da FTI.
- A Apresentação foi preparada pela FTI com base em informações financeiras, operacionais e outros dados das Requeridas, obtidas em fontes de mercado, na Junta Comercial do Estado de São Paulo e na Comissão de Valores Mobiliários ("CVM"), bem como em determinados documentos disponibilizados no âmbito da Ação Judicial e de processos administrativos perante a CVM. Com relação a dados históricos, o escopo da FTI não incluiu uma auditoria, avaliação, teste, compilação ou revisão de qualquer tipo de quaisquer demonstrações financeiras ou seus componentes.
- Nossas avaliações foram baseadas nas melhores informações e estimativas disponíveis nesses documentos e informações. Exceto quando expressamente mencionado, a FTI teve acesso às informações necessárias para se chegar às conclusões detalhadas nesta Apresentação.
- O leitor concorda que não adquire nenhum direito em razão de eventual acesso à Apresentação e reconhece que a FTI não assume qualquer obrigação perante o leitor em conexão com tal acesso.

General Shopping e Outlets do Brasil

Demonstração de Resultados Históricos

Estimado = Estimativa do Parecer FTI
Real = Resultado 2018 Divulgado

Demonstração de Resultados Históricos - General Shopping

Em R$ mil	2016	2017	2018 Estimado*	2018 Real	Diferença Estimado vs Real
Receitas de alugueis	206,745	198,616	163,168	156,750	(6,418)
Receitas de serviços	90,077	88,076	89,813	88,030	(1,783)
Total da receita bruta	**296,822**	**286,692**	**252,981**	**244,780**	**(8,201)**
Impostos sobre alugueis e serviços	(25,947)	(23,832)	(21,287)	(20,935)	352
Descontos	(11,647)	(10,570)	(8,218)	(8,220)	(2)
Deduções de receita	**(37,594)**	**(34,402)**	**(29,505)**	**(29,155)**	**350**
Receitas líquida de bens e serviços	**259,228**	**252,290**	**223,476**	**215,625**	**(7,851)**
Custos com Pessoal	(2,981)	(2,300)	(2,306)	(2,459)	(153)
Custos de Ocupação	(15,804)	(16,894)	(16,878)	(16,933)	(55)
Custos com Serviços de Terceiros	(12,357)	(6,727)	(6,694)	(6,848)	(154)
Outros custos	(3,456)	0	0	0	0
Custos dos bens e serviços vendidos	**(34,598)**	**(25,921)**	**(25,878)**	**(26,240)**	**(362)**
NOI**	**224,629**	**226,369**	**197,598**	**189,385**	**(8,213)**
Despesas gerais e administrativas	(55,173)	(48,853)	(53,499)	(58,205)	(4,706)
Depreciação e amortização	(6,109)	(4,679)	(3,064)	(3,672)	(608)
Outras receitas e despesas	34,340	255,623	(78,575)	(74,210)	4,365
Resultado antes do resultado finceiro	**197,687**	**428,460**	**62,459**	**53,298**	**(9,161)**
Resultado financeiro	18,188	(255,398)	(341,385)	(344,258)	(2,873)
Imposto de renda e contribuição social	(32,496)	78,399	(50,513)	(66,087)	(15,574)
Resultado líquido	**183,379**	**251,461**	**(329,439)**	**(357,047)**	**(27,608)**
Margem de NOI	**86.65%**	**89.73%**	**88.42%**	**87.83%**	**-0.59%**

* Resultado de 2018 foi anualizado com base nos resultados acumulados até o terceiro trimestre do período

** Conceito de NOI apresentado pela Empresa

NOI ficou R$ 8,2 milhões pior que o estimado no Parecer

Imposto de Renda e Contribuição Social foi R$ 15,6 milhões piar do que o estimado no Parecer.

Prejuízo foi R$ 27,6 milhões pior do que o estimado no Parecer.

FTI CONSULTING

General Shopping e Outlets do Brasil
Balanço Patrimonial Resumido

Balanço Patrimonial Resumido- General Shopping

Em R$ mil	Set 2018	Dez 2018	Set vs Dez	Part % Set	Part % Dez
Caixa e equivalentes de caixa	756.956	518.232	(238.724)	*23,92%*	*17,43%*
Propriedades para investimentos	2.227.150	2.261.750	34.600	*70,37%*	*76,08%*
Outros ativos	180.667	192.778	12.111	*5,71%*	*6,48%*
Total de ativos	**3.164.773**	**2.972.760**	**(192.013)**	***100,00%***	***100,00%***
Empréstimos, financiamentos, Debêntures e CCI	1.865.936	1.665.014	(200.922)	*81,51%*	*56,75%*
Tributos a recolher e diferidos	298.856	312.274	13.418	*13,05%*	*10,64%*
Dividendos a pagar	0	828.956	828.956	*0,00%*	*28,25%*
Outros passivos	124.437	127.833	3.396	*5,44%*	*4,36%*
Total do Passivo	**2.289.229**	**2.934.077**	**644.848**	***100,00%***	***100,00%***
Patrimônio Líquido	875.544	38.683	(836.861)		
Passivo + PL	**3.164.773**	**2.972.760**	**(192.013)**		

Pagamento de dívida (CCI Eler) com caixa, reduzindo a dívida bruta mas mantendo a dívida líquida no mesmo patamar. Após o pagamento da parcela em dinheiro dos dividendos, o caixa deverá ficar em torno de R$ 300 milhões.

Transferência da Reserva de Lucros para Dividendos a Pagor (passivo) de R$ 828 milhões.

PL Dez/2018 ficou em R$ 38,6 milhões, pior do que o estimado no Parecer (R$ 46,6 milhões).

General Shopping e Outlets do Brasil
Indicadores financeiros pós Operação

Em R$ mil	*Versão Apresentada no Parecer* — Após Reestruturação e Distribuição de dividendos		*Versão Atualizada* — Após Reestruturação e Distribuição de dividendos	
	SPEs Transferidas para o FII	Operações Restantes GSB	SPEs Transferidas para o FII	Operações Restantes GSB
Desequilíbrios na Geração de Caixa				
Receitas de alugueis	147.932	15.235	147.932	8.818
Receitas líquidas	166.433	57.043	166.433	49.192
NOI	142.511	55.087	142.511	46.874
% de Receitas de alugueis	*90,66%*	*9,34%*	*94,37%*	*5,63%*
% de Receitas líquidas	*74,47%*	*25,53%*	*77,19%*	*22,81%*
% de NOI	*72,12%*	*27,88%*	*75,25%*	*24,75%*
Desequilíbrios Patrimoniais				
Propriedades para Investimentos	1.502.766	724.384	1.502.766	758.984
Área bruta locável - Em m²	131.572	61.004	131.572	61.004
Aluguel por m² locável - Em R$ mil por m²	1,124	0,250	1,124	0,145
NOI por m² locável - Em R$ mil por m²	1,083	0,903	1,083	0,768
% Propriedades para Investimentos	*67,47%*	*32,53%*	*66,44%*	*33,56%*
% de área bruta locável locáveis - Em m²	*68,32%*	*31,68%*	*68,32%*	*31,68%*
Desequilíbrios de Endividamento Financeiro				
Empréstimos, Financiamentos, Debêntures e CCI (passivo financeiro)	(340.623)	(1.525.313)	(340.623)	(1.324.391)
% de Empréstimos, Financiamentos, Debêntures e CCI (passivo financeiro)	*18,25%*	*81,75%*	*20,46%*	*79,54%*
Relação de dívida líquida sobre o NOI	2,4 vezes	17,8 vezes	2,4 vezes	21,7 vezes
Relação de dívida líquida sobre o Patrimônio Líquido	1,1 vezes	21 vezes	1,1 vezes	26,3 vezes
Desequilíbrios de Patrimônio Líquido				
Capital social	297.927	383.157	297.927	385.064
Patrimônio líquido	311.772	46.588	311.772	38.683

FTI CONSULTING

FTI CONSULTING

EXPERTS WITH **IMPACT™**

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RELATÓRIO Nº 9/2019-CVM/SEP/GEA-3

Assunto: **Pedido de interrupção de assembleia geral**
General Shopping e Outlets do Brasil S.A.
Processo 19957.000716/2019-54

Senhor Gerente,

I. **Introdução**

1. Inversiones Odisea ("Requerente"), acionista de General Shopping e Outlets do Brasil S.A. ("General Shopping" ou "Companhia"), pleiteia a interrupção do curso do prazo de convocação da assembleia geral extraordinária da Companhia convocada em 08.01.2019 e prevista para realizar-se em 08.02.2019 ("AGE"), com base no art. 124, §5º, da Lei 6.404/76.

II. **Pauta da AGE**

2. A AGE tem como pauta a ratificação de dividendos no valor de aproximadamente R$829 milhões, decorrentes da realização de lucros registrados na reserva de lucros a realizar ("RLAR"). Desse valor:

   a. R$207 milhões estão previstos para serem pagos em dinheiro; e

   b. R$622 milhões estão previstos para serem pagos *in natura* (v. abaixo).

3. A distribuição fora aprovada pelo conselho de administração em reunião iniciada em 21.12.2018 e concluída em 26.12.2018.

4. Essa distribuição se insere no contexto de uma reestruturação societária mais ampla, descrita a seguir.

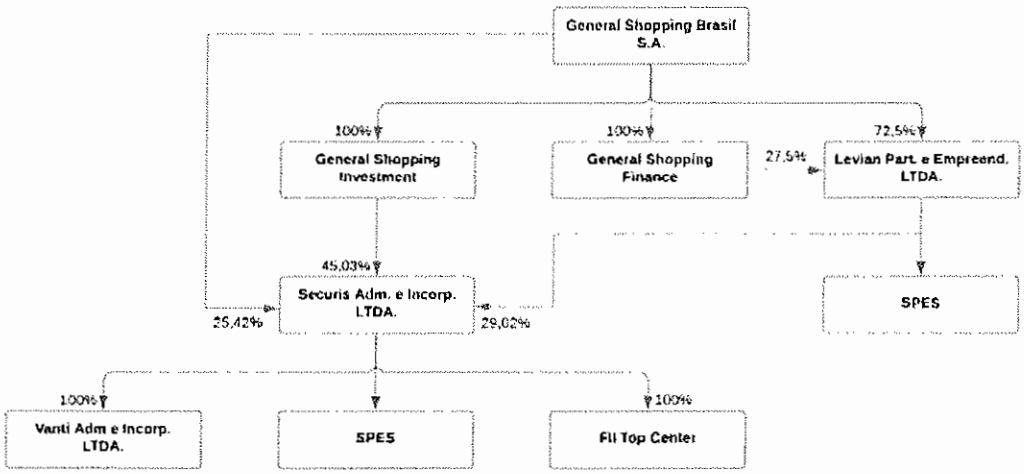
III. **Reestruturação**

5. A Companhia é detentora indireta de cotas de um fundo de investimento imobiliário denominado Fundo de Investimento Imobiliário Top Center ("FII").

6. A Companhia também é detentora direta ou indireta de participações societárias em 11 subsidiárias ("Subsidiárias Objeto" ou "SPES"), que por sua vez são detentoras de 11 shoppings ("Ativos"). Esses 11 shoppings representam mais de 2/3 dos shoppings em que a Companhia detém participação direta ou indireta, segundo demonstrações contábeis de 30.09.2018.

7. Segue o quadro societário da Companhia e suas controladas antes da realização da reestruturação societária:

Antes da realocação de ativos



8. Por meio de um compromisso de subscrição de cotas entre a Companhia e o FII ("Compromisso"), as participações da Companhia nas Subsidiárias Objeto foram conferidas ao FII, pelo seu valor de mercado, tal como registrado em demonstrações financeiras de 31.10.2018, ou seja, aproximadamente R$620 milhões. Também faz parte do Compromisso um aporte de cerca de R$2 milhões, a ser contribuído pela Companhia ou suas controladas, para fazer frente a custos e despesas referentes à manutenção do FII.

9. Antes da conferência dos Ativos ao FII, a Companhia promoveu uma realocação de ativos entre si e suas controladas Levian Participações e Empreendimentos Ltda. ("Levian") e Securis Administradora e Incorporadora Ltda ("Securis"). O objetivo dessa etapa foi fazer com que a Companhia passasse a deter participação direta nas Subsidiárias Objeto.

10. Em decorrência da conferência de Ativos, a Companhia reconheceu a realização de lucros até então registrados na RLAR, conforme balanço patrimonial de 31.12.2017, no montante de R$829 milhões.

11. Isso permitiu que o conselho de administração aprovasse a distribuição dos dividendos mencionados anteriormente, sendo R$207 milhões – o equivalente ao dividendo mínimo obrigatório – em dinheiro e R$622 milhões *in natura*.

12. A respeito dessa parcela *in natura*, há duas opções, a critério dos acionistas:

   a. o recebimento de cotas do FII, que serão listadas na B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão, nos termos e prazo da legislação e regulamentação aplicáveis; ou

   b. o uso dos créditos para subscrição de debêntures perpétuas, não conversíveis em ações, sem garantias, subordinadas, remuneradas apenas pela participação nos

lucros sociais e resgatáveis a qualquer tempo ("Debêntures Perpétuas").

13. Cabe destacar que a Companhia apresenta suas propriedades de investimento pelo valor justo, de modo que ganhos e perdas resultante dessas avaliações são reconhecidas no resultado do correspondente exercício. Tais avaliações são conduzidas por avaliadores externos e independentes, segundo as notas explicativas das demonstrações contábeis.

14. Esta política contábil passou a ser adotada em 31.12.2014 e, nesse momento, um lucro reconhecido de R$959 milhões foi retido na RLAR. Ainda de acordo com as demonstrações contábeis, à medida que as propriedades para investimento são baixadas, as reservas de lucros a realizar são transferidas para prejuízos acumulados.

15. Em 30.09.2018, as demonstrações contábeis consolidadas da General Shopping indicavam saldos de, aproximadamente, R$842 milhões na RLAR e de R$349 milhões em prejuízos acumulados.

IV. **Cronologia da reestruturação**

16. Para deliberar sobre a reestruturação societária acima, o conselho de administração se reuniu em 21.12.2018 e 26.12.2018, quando efetivamente a aprovou.

17. Também em 26.12.2018, as cotas de emissão da Vanti Administradora e Incorporadora Ltda. ("Vanti"), até então uma controlada da Securis, foram transferidas para a própria General Shopping. Como veio a ser comunicado em 17.01.2019, a Vanti foi a sociedade que efetivamente incorporou as parcelas cindidas da Levian e da Securis, isto é, as participações nas Sociedades Objeto.

18. O primeiro fato relevante sobre a reestruturação foi divulgado em 26.12.2018; comunicações subsequentes foram efetuadas em 28.12.2018.

19. Em 07.01.2019, as cotas representativas de 100% do patrimônio líquido do FII, que até então eram detidas pela Securis, foram transferidas para a Companhia.

20. Em 08.01.2019, como mencionado, a AGE foi convocada. A proposta apresentada contém informações especificamente referentes à ratificação da distribuição de dividendos, e não à reestruturação como um todo.

21. Em duas reuniões no dia 17.01.2019, o conselho de administração deliberou:

    a. a retificação pontual da data de referência para apuração da base acionária da Companhia para fins do direito ao recebimento dos dividendos;

    b. a ratificação de atos já praticados até o momento no tocante à reestruturação e a autorização à diretoria para prática de atos subsequentes; e

    c. a emissão das Debêntures Perpétuas.

22. Em 18.01.2019 foi divulgado comunicado ao mercado resumindo as medidas que já haviam sido adotadas até o momento.

23. Em 24.01.2019, a Companhia divulgou aviso de fato relevante para informar que havia sido citada nos autos de um pedido de tutela cautelar ajuizado por determinados detentores de títulos de dívida da General Shopping no exterior, grupo que inclui o Requerente.

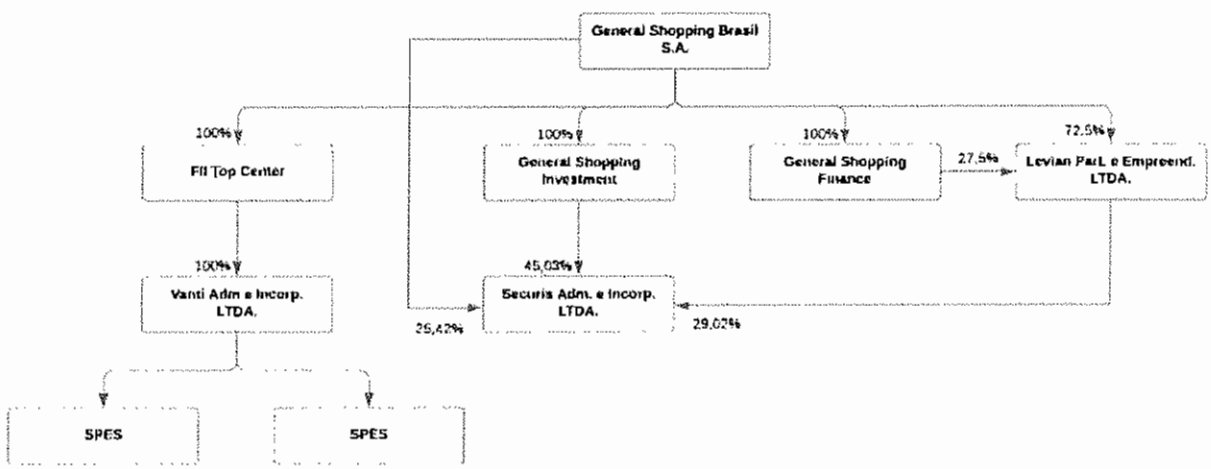
24. Tais investidores pleitearam a suspensão de efeitos das deliberações do conselho de administração na reunião iniciada em 21.12.2018 e concluída em 26.12.2018. Todavia, não havia sido proferida decisão a esse respeito, estando a Companhia, naquele momento, dentro do prazo que lhe fora concedido para manifestação.

25. Em 29.01.2019, foi realizada a assembleia geral de cotistas do FII, que deliberou, entre outras matérias, sobre a emissão das cotas do FII, as quais foram devidamente integralizadas pela General Shopping mediante a conferência das cotas representativas de 99,99% do capital social da Vanti.

26. Por último, em 30.01.2019, o conselho fiscal manifestou-se favoravelmente à distribuição dos dividendos.

27. Cumpridas as etapas da reestruturação, a estrutura societária passou a ter a seguinte forma:

Após a realocação de ativos



28. Cabe também destacar que, com o anúncio da reestruturação, esta Superintendência de Relações com Empresas ("SEP") instaurou por iniciativa própria, dentro do plano de supervisão baseado em risco, o processo 19957.011377/2018-51 para acompanhamento da operação.

V. **Pedido de interrupção**

29. O pedido de interrupção foi apresentado em 29.01.2018.

30. De forma geral, o Requerente alega (i) a potencial gravidade das consequências da aprovação das matérias, para os próprios acionistas, em vista do art. 115 da Lei 6.404/76, e também para a solvência e continuidade das operações da Companhia; e (ii) a falta de informações suficientes para o exercício do voto de maneira informada.

31. Mais especificamente quanto à falta de informação, o Requerente entende necessário ter acesso:

    a. ao Compromisso firmado entre a Companhia e o FII;

    b. ao protocolo e justificação da cisão parcial da Levian e da Securis;

    c. às demonstrações contábeis e aos laudos de avaliação das 11 Sociedades Objeto;

    d. a estudos sobre:

        i. alegados "benefícios fiscais e econômicos" a serem auferidos pela Companhia;

        ii. impactos sobre endividamento e continuidade dos negócios da Companhia;

iii. possibilidade de distribuir dividendos sem prévia absorção de prejuízos já existentes pela RLAR;

iv. impactos fiscais em decorrência da realização da RLAR; e

v. avaliação das cotas do FII, em complemento aos laudos de avaliação das Sociedades Objeto.

32. Para justificar a necessidade de acesso às informações acima, o Requerente menciona algumas de suas preocupações específicas, como, por exemplo:

a. a legislação tributária determina que o reconhecimento de lucro decorrente de avaliação de ativos a valor justo não é fato gerador de tributo, porém a realização deste lucro o é;

b. embora tenha apontado benefícios advindos da estrutura do FII, não estão claros quais benefícios a Companhia poderia alcançar, uma vez que as cotas estariam saindo do seu patrimônio e não há benefícios na legislação brasileira que aproveitem pessoas jurídicas cotistas de fundos imobiliários;

c. os lucros da RLAR foram alegadamente realizados em R$829 milhões, porém aparentemente os Ativos conferidos ao FII têm valor de R$620 milhões;

d. não se sabe se a conferência dos Ativos ao FII já ocorreu ou se Compromisso de que venha a sê-lo tem natureza vinculante, irrevogável e irretratável,

e. não são conhecidos os ativos e passivos que compunham as parcelas cindidas da Securis e da Levian ou tampouco se a Vanti será responsável solidária pelas obrigações dessas duas sociedades;

f. a transferência de ativos pode eventualmente ensejar vencimento antecipado de obrigações;

g. a Lei 6.404/76 prevê que reservas de lucros a realizar somente poderão ser utilizadas para pagamento de dividendo obrigatório e a distribuição dessas reservas na forma de dividendos somente pode ocorrer se os lucros não tiverem sido absorvidos por prejuízos em exercícios subsequentes; e

h. não há cláusula expressa permitindo pagamento de dividendos *in natura*, nem detalhando sua forma, os bens admitidos à distribuição e o respectivo critério de avaliação, em linha com manifestações anteriores da CVM [1].

33. Além disso, o Requerente menciona as deliberações do conselho de administração em 17.01.2019, que teriam modificado itens importantes quando a AGE já estava convocada.

34. Por tais razões, o Requerente pleiteia:

a. a interrupção do curso e aumento do prazo de antecedência da convocação da AGE, retomando-se o prazo apenas quando todas as informações solicitadas tenham sido disponibilizados; e

b. informação à Companhia de que a deliberação proposta à AGE viola dispositivos legais e regulamentares.

VI. **Manifestação da General Shopping**

35. Em sua manifestação, a General Shopping afirma, principalmente, que:

a. o Requerente estaria agindo em conflito de interesses para com a Companhia, visto que os questionamentos formulados visam a proteger somente sua posição como credor;

b. o pedido de interrupção não deve ser conhecido, pois os argumentos suscitados se referem somente a aspectos da reestruturação, que não têm relação com a ratificação da distribuição de dividendos a ser deliberada na AGE;

c. a realocação de ativos já foi deliberada, aprovada e implementada pelos órgãos competentes da Companhia, não cabendo questionar as requeridas informações no âmbito do pedido de interrupção;

d. os estudos e análises contratados e realizados pela administração da Companhia para seu conforto no processo decisório são internos da Companhia e de sua exclusiva propriedade – nem mesmo nos casos de que tratam os anexos 19 e 20-A da Instrução CVM nº 481/09, exige-se a divulgação de tais documentos;

e. não tem intenção de divulgar e discutir aspectos fiscais de suas operações com o mercado por se tratar de informação restrita à Companhia;

f. diante das circunstâncias atuais, faz sentido econômico que determinados ativos da Companhia sejam mantidos e operados dentro de uma estrutura de um fundo de investimento imobiliário, cujo investidor tem perfil mais alinhado com a renda estável e contínua proporcionada por esses ativos;

g. a realocação de ativos implementada por meio das incorporações não envolvem apenas os ativos em si, mas também os passivos associados;

h. a incorporação do patrimônio cindido da Securis e Levian pela Vanti não promoverá alterações nos direitos e obrigações associados às Subsidiárias Objeto, por força dos art. 229, §1º, e 233, parágrafo único, da Lei 6.404/76;

i. as etapas da reestruturação não ensejarão o vencimento antecipado de obrigações da Companhia;

j. não há risco de insolvência da Companhia, pois seu patrimônio líquido permanecerá positivo após a reestruturação;

k. o lucro registrado em reserva de lucros a realizar é um lucro já destinado anteriormente e, quando realizado, sua distribuição aos acionistas é imperiosa, não se admitindo outra destinação;

l. as companhias podem distribuir saldos de suas reservas de lucros a qualquer momento, inclusive os que ainda não tenham sido realizados – o mesmo vale para os saldos de reservas de lucros a realizar. não há por que imobilizar esse saldo se tiver havido melhora operacional que viabilize o pagamento dos dividendos;

m. os precedentes do Colegiado foram interpretados de forma equivocada pelo Requerente, dado que a CVM não se manifestou de forma contrária ao pagamento de dividendos *in natura* nem entendeu que para tanto é necessária previsão estatutária específica; e

n. o Requerente não apontou concretamente quais ilegalidades existiriam na matéria prevista na ordem do dia da AGE

VII. **Análise**

Tempestividade

36. O pedido é tempestivo, nos termos do art. 2º, §2º, da Instrução CVM nº 372/02.

Interesse do Requerente enquanto credor

37. O pedido deixa entrever, de fato, um interesse do Requerente na condição de credor, o que, a propósito, ele próprio não nega.

38. Porém, essa circunstância não é relevante para análise do pedido, uma vez que:

a. o Requerente é acionista e, portanto, cumpre o requisito de legitimidade previsto no art. 124, §5º, da Lei 6.404/76 para ter seu pedido analisado;

b. a aprovação pelos acionistas de matérias que lhes outorguem vantagem indevida em detrimento de credores pode sujeitá-los à responsabilização pessoal – por isso, mesmo que haja interesses primários de credores, o interesse dos acionistas na questão subsiste; e

c. de todo modo, a análise prevista no art. 124, §5º, da Lei 6.404/76 abrange qualquer potencial violação a dispositivos legais ou regulamentares sujeitos à supervisão da CVM, o que não necessariamente se restringe ou se confunde com a tutela de interesses exclusivos dos acionistas.

Alegada Inépcia do Pedido

39. O Requerente enumerou objetivamente as informações que entende estarem ausentes e serem indispensáveis para a decisão dos acionistas em assembleia. Além disso, suscitou dúvidas quanto à legalidade da realização da RLAR, sua distribuição sem prévia absorção de prejuízos e o pagamento dos dividendos *in natura*.

40. As questões do processo estão, portanto, definidas, de modo que entendemos não se tratar de pedido inepto, como alegado pela Companhia.

Escopo do Processo

41. A pauta da AGE prevê a ratificação da distribuição de dividendos já deliberada pelo conselho de administração. O pedido analisado no presente processo deve ater-se a eventuais ilegalidades e deficiências informacionais afetas a essa distribuição, e não à reestruturação como um todo, na extensão em que essas duas questões possam ser dissociadas.

42. Dito isso, no entanto, é inevitável reconhecer que a associação entre os temas é bastante forte. A distribuição de dividendos foi o modo eleito pela administração para concretizar a transferência de Ativos aos acionistas e essa transferência, por sua vez, é o cerne da reestruturação.

Suficiência das Informações

43. Esta subseção do relatório trata da suficiência das informações prestadas, no pressuposto de que as deliberações propostas são regulares. A regularidade propriamente dita dos itens incluídos na pauta da AGE será tratada adiante.

44. Quando chamada a influir no curso do prazo de antecedência de convocação de uma assembleia geral por conta de alegada deficiência de informações, a CVM só deve fazê-lo se a omissão apontada existir e for de tal ordem que realmente *inviabilize* o exercício do voto de maneira informada pelos acionistas.

45. A CVM não deve exercer as prerrogativas do art. 124, §5º, da Lei 6.404/76 apenas por avaliar que dados complementares seriam desejáveis para os investidores.

46. A distinção é importante porque há informações pretendidas pelo Requerente que se enquadram nesta última categoria, ou seja, aparentam refletir um desejo legítimo do investidor de se aprofundar nos temas a serem deliberados, mas não são informações cuja ausência seja interpretada como um impeditivo à decisão dos acionistas.

47. Este é o caso dos estudos sobre (i) viabilidade jurídica teórica dos dividendos *in natura*; e (ii) benefícios econômicos antevistos pela Companhia. É muito compreensível que acionistas desejem dados complementares sobre esses temas, mas a falta desses dados não basta para justificar a interrupção do prazo de uma assembleia.

48. Há outros casos, em que o que parece mover a intenção do Requerente em obter determinados documentos são suspeitas de que informações lhes possam estar sendo deliberadamente omitidas.

49. É o que ocorre nos pleitos de acesso (i) ao documento que instrumentaliza o Compromisso entre a Companhia e o FII; (ii) ao protocolo e justificação da cisão de controladas da General Shopping; e (iii) a estudos sobre impactos quanto ao endividamento e a continuidade dos negócios sociais.

50. Como fica claro no pedido, tais pleitos estão ligados a preocupações de (i) que o Compromisso dê margem para que a Companhia se exima da obrigação de aportar os Ativos; (ii) que o protocolo preveja obrigações não reveladas ou, ainda, (iii) que a transação acarrete vencimento antecipado de dívidas.

51. Se o propósito da disponibilização de informações aos acionistas fosse sanar desconfianças dessa natureza, de fato, a íntegra de cada documento assinado pelos administradores e de cada estudo realizado deveria ter que ser apresentada. Todavia, isso seria contraproducente na maioria dos casos e, por isso, não é como a prestação de informações é usualmente feita.

52. Os administradores têm liberdade para avaliar que informações devem ser divulgadas, estando sempre sujeitos ao dever de não omitir dados relevantes e à posterior verificação do cumprimento desse dever. Por isso, se nada foi dito na proposta da administração quanto às questões levantadas pelo Requerente, a presunção é de que inexistem informações relevantes a esse respeito.

53. Desse modo, as alegações do Requerente de falta de informações no tocante aos documentos acima mencionados não deve justificar a interferência da CVM no curso do prazo de antecedência para AGE.

54. Existem, por outro lado, outros dois itens que justificam essa medida.

55. O primeiro é a ausência de informações quanto a impactos fiscais da distribuição de proventos resultantes de resultado até então registrado na RLAR. Essa não é uma situação usual e é plausível imaginar que surjam dúvidas quanto a incidência de tributos sobre o lucro, ao menos na parte a ser distribuída em dinheiro, mas mesmo sobre os proventos como um todo.

56. Se todo o montante a ser distribuído sofrer incidência de tributos à alíquota de 34%, por exemplo, poderá ser criada para a Companhia uma obrigação equivalente a mais de 70% de seu valor de mercado, segundo as cotações de 01.02.2019. Trata-se, assim, de uma questão relevante para a decisão dos acionistas e que deveria ter sido abordada na proposta da administração.

57. Sobre a questão, a Companhia comentou sucintamente que não tinha interesse em expor tais questões de cunho fiscal ao mercado, por serem questões internas.

58. Todavia, as informações não podem ser vistas como estritamente internas se forem relevantes para o direito de voto e, nessa linha, vale frisar que a CVM exige em sua regulamentação a divulgação de dados de natureza fiscal, como, por exemplo, no item 5 do anexo 20-A à Instrução CVM nº 481/09, relativo a operações de fusão, cisão e incorporação.

59. A segunda ausência relevante de informações diz respeito aos Ativos. Em sendo admitido o pagamento de proventos *in natura*, na forma de outros valores mobiliários, que por sua vez podem representar exposição econômica a ativos reais, é necessário que a informação sobre esses ativos esteja absolutamente clara.

60. Afinal, os acionistas estarão deixando de receber um valor financeiro e sendo compulsoriamente transformados em investidores dos valores mobiliários que lhes forem atribuídos. As informações a lhes serem disponibilizadas não podem ser menos do que aquelas entendidas pela CVM como necessárias para uma decisão informada de investidores no contexto de eventual oferta pública de tais valores mobiliários.

61. No caso específico do FII e dos Ativos que o compõem, ao menos até 31.01.2019, (i) não haviam sido disponibilizados laudos de avaliação das Sociedades Objeto, detentoras dos Ativos; e (ii) tampouco encontravam-se disponíveis no sistema Fundos.Net informações que refletissem a situação do FII já após o aporte dos Ativos.

62. Em relação a esse último ponto, como o FII não vem desempenhando atividades operacionais, os documentos existentes, exigidos pela Instrução CVM nº 472/08, mostram uma realidade diversa da que presumivelmente passará a existir após a reestruturação.

63. Especialmente relevante, nesse sentido, é a ausência de um prospecto, documento que a própria CVM entendeu necessário para permitir a negociação de cotas de fundos de investimento fechados em mercado secundário entre investidores não qualificados após ofertas públicas distribuídas com esforços restritos, nos termos do art. 15, §2º, da Instrução CVM nº 476/09.

64. O prospecto conteria, por exemplo, o estudo de viabilidade econômico-financeira do FII e os fatores de risco da oferta (itens 3.7.1 e 4 do anexo III à Instrução CVM nº 400/03).

65. Em resumo, portanto:

    a. os acionistas da General Shopping estão sendo chamados a decidir sobre um investimento em cotas de fundo no pressuposto de que poderão negociá-lo em bolsa de valores;

    b. para isso será necessário um prospecto, que a Companhia já se comprometeu a elaborar; e

    c. esse prospecto estará disponível para auxiliar a decisão de potenciais investidores das cotas no mercado secundário, porém não está disponível para os próprios acionistas que estão tendo que, neste momento, decidir se ratificam proventos que poderão ser distribuídos como cota deste mesmo fundo.

66. Por esses motivos, entendemos justificado o aumento do prazo de antecedência de convocação da AGE, com fundamento no art. 124, §5º, I, da Lei 6.404/76, para até 30 dias a contar da data em que tenham sido disponibilizadas:

    a. informações sobre consequências fiscais da distribuição de proventos; e

    b. prospecto, contendo todas informações necessárias à avaliação do investimento em cotas do FII.

Regularidade das Propostas

Realização da RLAR

67. As dúvidas em torno da realização da RLAR envolvem dois aspectos:

a. se o saldo nela registrado poderia ser considerado realizado com base na transação entre subsidiárias da Companhia e um fundo de investimento por ela detido indiretamente; e

b. mesmo se superada a questão anterior, como lidar com a diferença entre o valor pelo qual os Ativos foram aportados no FII (R$620 milhões) e o saldo da RLAR que se

pretende distribuir (R$829 milhões).

68. Esses dois questionamentos assumem que o saldo da RLAR só pode ser distribuído se houver a realização do lucro por meio de efetiva e legítima alienação dos ativos cuja avaliação a valor justo ocasionou o correspondente lucro não realizado.

69. A Companhia contesta essa premissa alegando que, se a situação econômico-financeira permite a distribuição do lucro não realizado, essa distribuição pode ser feita.

70. Por um lado, o art. 202, III, prevê que os lucros registrados na reserva de lucros a realizar quando realizados e se não tiverem sido absorvidos por prejuízos em exercícios subsequentes, deverão ser acrescidos ao primeiro dividendo declarado após a realização.

71. Para além da leitura literal desse dispositivo, há um sentido em vincular a distribuição dos lucros ao evento de realização, pois foi a falta de realização que justificou a retenção de um dividendo que de outro modo seria obrigatório; suprimir essa vinculação daria à administração ingerência em relação ao pagamento de uma parcela do lucro que a Lei quis retirar do regime da discricionariedade da administração e da maioria acionária.

72. O receio em relação à discricionariedade da administração quanto ao saldo retido na reserva de lucros a realizar se justifica especialmente no caso em exame porque, até a alienação de cotas do FII pela General Shopping, não terá havido evento financeiro que *imporia*, nos termos da Lei 6.404/76 (inciso III do art. 202), a realização da reserva e a distribuição de seu saldo. Ou seja, a distribuição de dividendos não deve ser vista como uma consequência do mero aporte das Subsidiárias Objeto no FII.

73. Por outro lado, de fato, no regime da Lei 6.404/76, reservas de lucro a realizar são facultativas e buscam evitar o ônus financeiro sobre a Companhia do descasamento entre efetivos recebimentos de caixa e a obrigação de pagamento do dividendo obrigatório.

74. As companhias não são obrigadas a constituir essa reserva sempre que há lucro não realizado e, portanto, também é razoável questionar se faz sentido que elas sejam forçadas a manter retidos os saldos lá registrados.

75. Considerando (i) a inexistência de uma irregularidade flagrante, (ii) as limitações inerentes ao rito sumário pelo qual tramitam os pedidos fundamentados no art. 124, §5º, da Lei 6.404/76, concluímos que a questão da eventual não realização da RLAR não deve levar, por si só, a que o curso do prazo de convocação da AGE venha a ser interrompido, o que, no entanto, não deve ser interpretado como concordância desta SEP com o procedimento ou os argumentos trazidos pela Companhia.

Distribuição de resultados sem absorção de prejuízos

76. Como visto, a Companhia pretende distribuir proventos de R$828 milhões, invocando a realização de lucros registrados na RLAR, sem antes absorver prejuízos da ordem de R$349 milhões acumulados até 30.09.2018.

77. Essa pretensão contraria, em geral, o regime de destinação de resultado previsto na Lei 6.404/76 e o art. 189, parágrafo único, em particular.

78. Embora não tenha apresentado a questão nesses termos, a razão que aparentemente levou a General Shopping a desconsiderar a vedação legal tão claramente estabelecida no texto legal foi o uso das demonstrações contábeis de 31.12.2017, na qual não havia prejuízos acumulados. Desse modo, a Companhia teria entendido adequado usar demonstrações de encerramento de exercício, aprovadas pela assembleia geral, e desconsiderar os eventos posteriores retratados nas demonstrações até 30.09.2018.

79. Esse entendimento é equivocado, como o Colegiado da CVM esclareceu ao se manifestar sobre aquisições de ações de própria emissão ainda sob o regime da então vigente Instrução CVM nº 10/80.

80. Tal Instrução vedava a aquisição de ações de própria emissão quando elas requeriam "a utilização de recursos superiores ao saldo de lucros ou reservas disponíveis, constantes do último balanço".

81. Algumas companhias não dispunham de saldos suficientes segundo as demonstrações de encerramento do exercício anterior, porém, se considerado o resultado em formação ao longo do exercício mais recente, a aquisição seria possível, nos termos da norma.

82. Chamado a decidir a questão, o Colegiado deu razão à interpretação defendida por essas companhias, por entender, resumidamente, que o conceito de lucro é independente do intervalo temporal em que é apurado e, portanto, a referência legal ao termo "lucro" contempla o lucro de um exercício social em andamento. Neste sentido, vejam-se os processos RJ-2008-2535 e 2008-4587.

83. Pela mesma razão, o conceito de prejuízo também deve ser aplicado ao prejuízo acumulado ao longo do exercício em andamento.

84. De fato, ao editar a Instrução CVM nº 567/15, que revogou a Instrução CVM nº 10/80, a CVM consolidou expressamente esse posicionamento, no art. 7º, §1º, II e §3º. Na mesma norma, a CVM ainda ressaltou a necessidade de administradores considerarem não apenas o lastro contábil, mas também a efetiva situação financeira e a existência de fatos previsíveis ao longo do restante do exercício social capazes de comprometer os recursos disponíveis (art. 7º, §5º).

85. No caso em exame, para além do prejuízo contábil, não houve qualquer manifestação da administração sinalizando expectativa de reversão desse quadro até o encerramento do exercício social de 2018.

86. Desse modo, a referência às demonstrações de 31.12.2017 e a desconsideração das demonstrações contábeis posteriores vai contra o posicionamento da CVM. A distribuição não poderia ser feita sem considerar os prejuízos acumulados até 30.09.2018.

87. Note-se que não se trata apenas da inobservância a uma questão técnica pontual sobre uma ou outra data de referência para verificação dos resultados. Levar a efeito a distribuição de proventos antes da absorção dos prejuízos implica ruptura de um conceito basilar na estrutura das sociedades anônimas: o de que os acionistas têm direitos residuais (*residual claims*) sobre o resultado gerado, ou seja, são os últimos a receber sua parcela da exploração do objeto social.

88. Esse caráter residual dá aos acionistas o incentivo a orientar a companhia a atender os interesses dos demais agentes que com ela se relacionam, pois somente depois de cumpridas obrigações perante estes outros agentes é que eles, acionistas, terão seus próprios interesses satisfeitos.

89. Esse é um dos motivos pelos quais, embora sejam provedores de apenas um tipo específico de insumo necessário às atividades da companhia (ou seja, o capital sob a forma de participação patrimonial), os acionistas, ao contrário de empregados, fornecedores, clientes e outros credores, têm a prerrogativa de, na dicção usada pelo art. 121 da Lei 6.404/76, "decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e seu desenvolvimento".

90. Neste sentido, quando a Lei prevê a necessidade de absorção de prejuízos, ela está limitando o volume de recursos que pode ser vertido aos acionistas naquele exercício social. Sem essa limitação, em um cenário no qual a companhia passe por dificuldades, os acionistas terão o incentivo e os meios para atender seus próprios interesses em detrimento de outros agentes.

91. No caso concreto, se a General Shopping tivesse absorvido o prejuízo, ela teria R$349 milhões a menos para distribuir entre seus acionistas, ficando os ativos correspondentes a esse montante, consequentemente, retidos no patrimônio social e passíveis de serem alcançados por obrigações que a Companhia possua.

92. Em sua manifestação, a General Shopping pouco comenta sobre a necessidade de absorção de prejuízos e, em vez disso, faz diversas considerações sobre a natureza das reservas de lucros a realizar, sugerindo a imperatividade de sua distribuição, uma vez realizado o lucro, em detrimento de qualquer outra destinação. Para tanto, remete à redação dos art. 197, §2º, e 202, caput e III, todos da Lei 6.404/76.

93. A argumentação pela necessidade de distribuição é correta no contexto em que as alternativas cogitadas a essa distribuição seriam, por exemplo, manter os lucros retidos depois de já realizados ou dar-lhes outra destinação. De fato, como a reserva de lucros a realizar afeta a distribuição do dividendo obrigatório, uma vez realizado o lucro, ele deve ser distribuído.

94. Mas a discussão que se apresenta no caso não é essa, e sim a do uso da reserva para absorção de prejuízos supervenientes. Nesse contexto, a absorção é o único uso possível para a RLAR e, inclusive, foi o procedimento adotado pela Companhia em exercício anterior.

Distribuição de dividendos in natura

95. Em relação à admissibilidade, em tese, do pagamento de dividendos *in natura*, reconhecemos a existência de manifestações da Procuradoria Federal Especializada e de precedente do Colegiado, assim como de posições doutrinárias, favoráveis à pretensão da Companhia.

96. Embora entendamos que o tema possa ser revisitado pela CVM, entendemos também que:

a. a vedação de aplicação retroativa de nova interpretação, prevista no art. 2º, XIII, da Lei nº 9.784/99, obsta que eventual novo posicionamento da CVM seja aplicado já para o presente caso;

b. a natureza sumária do processo de interrupção de prazo de assembleia geral é incompatível com o aprofundamento que o tema demandaria; e

c. mesmo os precedentes favoráveis ao pagamento do dividendo *in natura* ressaltam a necessidade de análise das circunstâncias de cada caso, especialmente no

tocante ao bem específico distribuído aos acionistas em pagamento do dividendo.

97. Neste sentido, deixando de lado a discussão teórica e passando à análise da proposta de distribuição aos acionistas, cabe verificar se as cotas do FII e as Debêntures Perpétuas são meios legítimos para a Companhia cumprir a obrigação de pagamento de dividendos.

98. Quanto às cotas do FII, valores mobiliários admitidos à negociação em bolsa e que atendam os requisitos exigidos na regulamentação aplicável editada pela CVM são, em princípio, ativos passíveis de serem dados em pagamento aos investidores da Companhia.

99. Entretanto, as informações disponíveis sobre o FII não são adequadas para a decisão do investidor, pelas razões já descritas anteriormente. Como a existência de informações sobre o bem é um requisito essencial para que ele possa ser dado em pagamento dos dividendos, segundo os precedentes, a distribuição de cotas do FII aos acionistas da General Shopping, nesse momento, não poderia ocorrer.

100. Já com relação às Debêntures Perpétuas, vislumbramos óbice legal de caráter conceitual, que não é sanável pela mera prestação de informações adicionais.

101. De um lado, as Debêntures Perpétuas foram estruturadas de modo a se caracterizarem como instrumentos patrimoniais. Sobrepondo a essência à forma, as Debêntures Perpétuas podem ser vistas como ações e é assim que a Companhia aparentemente pretende que elas sejam vistas, inclusive para fins contábeis.

102. De outro lado, como a própria Companhia argumenta em sua manifestação, o saldo da reserva de lucros a realizar é devido aos acionistas e não pode ser usado para outro fim que não sua distribuição; o saldo não é passível sequer de capitalização.

103. Assim, embora a Companhia alegue estar distribuindo o saldo da RLAR por meio das Debêntures Perpétuas, essa descrição dos fatos resulta de um rearranjo de conceitos que não retrata a essência econômica da transação.

104. Na verdade, o "pagamento" por meio de títulos patrimoniais é um "não-pagamento"; é uma promessa de participação nos resultados sociais futuros, em moldes similares aos dos acionistas. O saldo da RLAR será eliminado em contrapartida a essa promessa de participação, exatamente como ocorreria se esse saldo estivesse sendo capitalizado. Em essência, essa reserva está sendo capitalizada.

105. Essa prática não pode ser admitida porque colide com o art. 197, §2º, da Lei 6.404/76. O saldo da reserva de lucros a realizar advém de resultado já apurado, que, por não ter sido realizado, deixou de ser pago ao acionista. Realizado esse resultado, o acionista deve ser pago, ainda que eventualmente com bens, mas não com ações e instrumentos patrimoniais que oferecem apenas a perspectiva de participar em resultados futuros. Para que se concretize o direito essencial do acionista de participar dos lucros sociais, é necessário que os rendimentos das ações não sejam apenas mais ações e títulos de natureza similar.

VIII. **Conclusão**

106. Diante do exposto acima, propomos a submissão do processo à Superintendência Geral, para posterior encaminhamento ao Colegiado, com recomendação de que:

a. com base no art. 124, §5º, II, da Lei 6.404/76, declare desde logo a ilegalidade da proposta submetida pela administração da General Shopping à AGE prevista para realizar-se em 08.02.2019, tendo em vista a iminente inobservância dos dispositivos 189, parágrafo único, e 197, §2º, ambos da Lei 6.404/76;

b. caso o Colegiado julgue necessário avaliar mais detidamente a legalidade das propostas, interrompa, por 15 dias o curso do prazo de antecedência da convocação da AGE para análise da questão, também com base no art. 124, §5º, II, da Lei 6.404/76;

c. caso não acolhidas as recomendações acima, determine, com base no art. 124, §5º, I, da Lei 6.404/76, o aumento do prazo de antecedência de publicação do anúncio de convocação da AGE para até 30 dias, a contar da data em que sejam disponibilizados: (i) o prospecto do FII e (ii) estimativa da administração sobre eventuais impactos fiscais decorrentes da realização da RLAR.

Atenciosamente,

Renato Reis de Oliveira
Analista/GEA-3

Raphael Souza
Gerente de Acompanhamento de Empresas 3

De acordo,
À SGE,

Fernando Soares Vieira
Superintendente de Relações com Empresas

Ciente.
À EXE, para as providências exigíveis.

Alexandre Pinheiro dos Santos
Superintendente Geral

[1] Pareceres CVM/SJU/ nº 3/83, 74/83 e 01/87.

Documento assinado eletronicamente por **Renato Reis de Oliveira, Analista**, em 05/02/2019, às 21:42, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015

Documento assinado eletronicamente por **Raphael Acácio Gomes dos Santos de Souza, Gerente**, em 05/02/2019, às 22:19, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015

Documento assinado eletronicamente por **Fernando Soares Vieira**, **Superintendente**, em 05/02/2019, às 22:39, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015

Documento assinado eletronicamente por **Alexandre Pinheiro dos Santos**, **Superintendente Geral**, em 06/02/2019, às 18:45, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015

A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **0679461** e o código CRC **EF499B35**
This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" 0679461 and the "Código CRC" EF499B35

General Shopping e Outlets do Brasil SA Shopping Malls

Credit Report 16 January 2019 Brazil

SUMMARY - INTERNATIONAL BONDS

Instrument	Currency	Coupon (%)	Maturity	Original amount (USD m)	Amount outstanding (USD m)	Price	Yield (%)	Z-spread (bps)	Rating: M/S&P/F
Senior Unsecured Perpetual Bond	USD	10%	Perpetual	250	115.9	92	10.87	849	Caa2 / NR / CCC+
Subordinated Perp. Bond (Including interest deferral)	USD	(1)	Perpetual	150	165.1	45	31.20	2,779	Ca / NR /CCC-

Source: *Debtwire*, company filings, Thomson Reuters as of 15 January 2019.

Note (1): Coupon at 5-year US Treasury Rate plus 11.052%. Deferred Interest amounts bear interest at 1% above the applicable rate.

DIVIDEND WILL LEAD TO NEGATIVE CASH FLOW, ON LOWER GROSS LEASABLE AREA, EBITDA

General Shopping e Outlets do Brasil (GSB) announced on 26 December that it planned to distribute dividends equaling an unrealized profit reserve within shareholders' equity of BRL 829m. The dividend consists of BRL 207m in cash, and BRL 622m in assets to be contributed to the Top Center Real Estate Investment Fund FII at market value. Management noted that the market value was recorded in the financial statements of the company as of 31 October 2018, which were not disclosed.

The assets to be distributed to Fund FII consist of 11 malls in which the company holds ownership interests ranging from 48% to 100% (See Table 1). The company held interests in 15 malls as of 30 September 2018. It added a 16th on 6 November with the purchase of a 50% interest in Outlet Fashion Fortaleza. Fund FII is wholly owned by GSB, but is not a guarantor for either of General Shopping's two international perpetual bonds.

Gross Leasable Area (GLA), including Outlet Fashion Fortaleza, totals 192,576 square meters (m2). The transfer of assets to Fund FII will result in a reduction in GSB's owned GLA of 131,572 m2 (68%) to 61,005 m2. Estimated EBITDA based on GSB's LTM 3Q18 EBITDA per m2 of BRL 761 would decline to BRL 46.4m (USD 12.2m) from BRL 146.6m (USD 38.5m) prior to the transfer.

The company faces an estimated annual cash flow deficit of BRL 52.5m (USD 13.8m) subsequent to the transfer of assets (See Table 2). Estimated LTM EBITDA of BRL 46.4m for remaining assets would not be sufficient to cover interest expense of BRL 72m, consisting of (i) the 10% coupon on the senior perpetual bonds with principal of USD 115.9m; (ii) interest on other bonds, loans and debentures with principal of BRL 144.8m assuming a weighted average rate of 10% [rates range from fixed 3.5% to floating based on Selic, CDI, IPCA and TJLP with a high of 13.8% (6.8% + 7% TJLP)]; and (iii) interest of 9.9% + TR on the remaining real estate credit (CCI) balance of BRL 134.5m for Internacional Shopping Guarulhos. In addition, annual capital expenditures for remaining malls are estimated at BRL 27m based on their proportion of 31.7% of total GLA applied to capital expenditures totaling BRL 85m for the LTM 3Q18.

The cash flow computation assumes that the company transfers to Fund FII a balance of BRL 297m as of 30 September, in outstanding CCIs linked to six properties included in the dividend. CCIs are secured by a fiduciary sale or statutory lien on assets. The company would also continue to defer interest payments on the subordinated perpetual bonds. The current rate on these bonds equals the 5-Year US Treasury plus 11.052%. The indenture gives the issuer the option to defer interest at any time, although the interest rate on deferrals equals the effective rate plus 100bps. There is no limit to the amount of interest that GSB may defer or to the duration of the deferral.

CASH BALANCE SUBSEQUENT TO DIVIDEND AND ASSET TRANSFER

The company's cash balance is estimated at BRL 349m (USD 92m) subsequent to the dividend payment of BRL 207m. The company had an unrestricted cash balance of BRL 461m as of 30 September and a restricted cash balance of BRL 295m. The 3Q18 interim statements note that BRL 150m (USD 39m) of the Guarulhos CCIs were subsequently settled on 8 October.

According to the 3Q18 interim financial statements, a restricted cash balance of BRL 295m (USD 77m) served as an additional guarantee for BRL 349m in CCIs and BRL 30m in loans and debentures. Guarantees for CCIs corresponded to BRL 284m for Guarulhos and BRL 65m for Outlet Premium Rio de Janeiro. Applying a proportion for the guarantee of Outlet Premium Rio de Janeiro, which is included in the asset transfer, would result in a reduction in restricted cash of BRL 50m assuming that its share of the restricted cash balance is transferred with the asset.

LATIN AMERICA CREDIT RESEARCH

Marcelo Burone
Credit Analyst
+1 212-500-1392
Marcelo.burone@acuris.com

RECENT *DEBTWIRE* COVERAGE

General Shopping bondholders hire Pinheiro Guimaraes as local legal advisor (11-Jan-19)
General Shopping placed on negative watch on proposed asset transfer - Fitch (10-Jan-19)
General Shopping: Pimco, Moneda, Odisea prepare lawsuit to stop dividend payment (09-Jan-19)
General Shopping placed on review for downgrade - Moody's (08-Jan-19)
General Shopping bondholders question asset transfer and dividend payment (07-Jan-19)

Subsequent to the dividend and asset transfer, shareholders' equity as per 30 September 2018 interim financial statements would decline to BRL 47m from BRL 876m, subsequent to the dividend equaling the unrealized profit reserve of BRL 829m. General Shopping's total debt would decline to BRL 1.57bn from BRL 1.87bn (see Table 3), assuming that the company transfers to Fund FII the balance of BRL 297m in CCIs linked to six properties included in the dividend.

The asset portion of the dividend could be assigned a value of BRL 919m based on market value assigned by GSB of BRL 622m, according to 31 October financial statements not provided, and BRL 297m in CCIs of properties transferred. Accordingly, the fair value of investment properties would decline to BRL 1.3bn from BRL 2.23bn recorded in the 30 September financial statements.

TABLE 1: ANALYSIS OF TRANSFER TO FII INVESTMENT FUND

Shopping Mall / Outlet	Ownership Interest %	Total Gross Leasable Area (Square Meters)	Owned GLA (Square Meters)	Transfer to FII Fund	Remaining Owned GLA	CCI Transfer (BRL 000s)	CCI Remaining (BRL 000s)
Poli Shopping Guarulhos	50.0%	4,527	2,264	2,264			
Internacional Shopping	9.8%	77,080	7,554		7,554		284,483
Auto Shopping	100.0%	11,477	11,477		11,477		
Suzano Shopping	100.0%	19,583	19,583	19,583		32,754	
Cascavel JL Shopping	85.5%	8,877	7,590		7,590		
Shopping do Vale	84.4%	16,882	14,248		14,248		
Unimart Shopping Campinas	100.0%	15,819	15,819	15,819		61,898	
Outlet Premium Sao Paulo	50.0%	22,903	11,452	11,452		45,557	
Parque Shopping Barueri	48.0%	37,420	17,962	17,962		58,223	
Outlet Premium Brasilia	50.0%	16,105	8,053	8,053		32,871	
Shopping Boncucesso	63.5%	24,437	15,517	15,517			
Outlet Premium Salvador	52.0%	14,964	7,781	7,781			
Parque Shopping Sulacap	51.0%	28,770	14,673	14,673			
Parque Shopping Maia	63.5%	31,711	20,136		20,136		
Outlet Premium Rio de Janeiro	50.0%	20,936	10,468	10,468		65,295	
Outlet Fashion Fortaleza	50.0%	16,000	8,000	8,000			
Total Gross Leasable Area (GLA - Square Meters)	**52.4%**	**367,491**	**192,576**	**131,572**	**61,005**	**296,598**	**284,483**
GSB's LTM 3Q18 EBITDA per square meter (BRL)			761	761	761		
Estimated LTM 3Q18 EBITDA (BRL m)			146.6	100.1	46.4		
Exchange Rate BRL to USD 1/2/19			3.81	3.81	3.81		
Estimated LTM 3Q18 EBITDA (USD m)			38.5	26.3	12.2		

Source: *Debtwire*, company filings

TABLE 2: ESTIMATED ANNUAL FREE CASH FLOW (BRL m / USD m)

	BRL m	USD m
Estimated LTM EBITDA	46.4	12.2
Interest on Senior Perpetual Bonds (USD 115.9m @ 10%)	(44.2)	(11.6)
Interest on Other Debt (BRL 144.8 @ avg. rate 10%)	(14.5)	(3.8)
Interest on Guarulhos CCI (BRL 134,5m @ 9,9% + TR)	(13.3)	(3.5)
Capital Expenditures (LTM 3Q18 BRL 85m x 31.7% GLA)	(27)	(7.1)
Estimated Annual Free cash flow	**(52.6)**	**(13.8)**

Source: *Debtwire*, company filings

DISTRIBUTION OF FUND II QUOTAS TO EXISTING SHAREHOLDERS

Fund FII quotas will be delivered to GSB's shareholders in the proportion of their respective interest in the company's stock or, alternatively, with the subscription of debentures to be issued by the company. The perpetual debentures would be subordinated to all GSB existing debt including the international subordinated perpetual bonds. The perpetual debentures would have an indefinite term, maturing only in the event of liquidation, and the company would have the right to defer the payment of compensation to debenture holders.

It is unlikely that GSB's shareholders would opt to receive deeply subordinated debentures of the company instead of shares of Fund II which will hold interest in 11 malls. Golf Participacoes owns

69.5% (48.27m shares) of total outstanding GSB shares of 69.44m. The shareholders of Golf Participacoes are GSB CEO Victor Poli Verenezi (33.3%), and siblings Alessandro Poli Verenezi (33.4%) and Ana Beatriz Poli Verenezi (33.3%).

RESTAMENT OF INVESTMENT PROPERTIES IN 2014 IS PRINCIPAL SOURCE OF UNREALIZED RESERVE

A change in accounting policies regarding the measurement of investment properties led to a restatement for opening balances reflected in the 2014 audited financial statements. The value of investment properties increased to BRL 3.04bn at 31 December 2014, from BRL 1.63bn at 31 December 2013. The increase led to the elimination of accumulated losses totaling BRL 250m as of 31 December 2013. The company recorded BRL 1.33bn in accumulated profit retained by the company to set up the account for the unrealized profit reserve. Net losses totaling BRL 373m for the years 2013 and 2014 lowered the unrealized reserve amount to BRL 959m.

The realization of reserves totaling BRL 194m for the years 2015 and 2016 lowered the unrealized amount to BRL 765m at 31 December 2016. The recognition of profits totaling BRL 239m for 2017, partially offset by realization of reserves for BRL 175m, resulted in an increase in the unrealized amount to BRL 829m at 31 December 2017. The unrealized profit reserve remained at BRL 829m at 30 September 2018 as per the interim financial statements. The statements reflect an accumulated loss of BRL 349m for the nine month period, leading to a decline in shareholders' equity to BRL 876m at 30 September 2018 from BRL 1.22bn at 31 December 2017.

APPRAISALS NOTED IN FINANCIAL STATEMENTS EXCEED VALUE FOR ASSET DIVIDEND

The fair value of investment properties declined to BRL 2.23bn at 30 September 2018 subsequent to addition and disposals completed during 2018, including the disposal of a 10.2% interest in Internacional Shopping Guarulhos (BRL 102m). A fair value of BRL 2.23bn applied to 68% of owned GLA included in the asset portion of the dividend results in value of BRL 1.52bn, substantially exceeding the market value of BRL 622m assigned by the company to the asset dividend as per 31 October 2018 statements.

The notes to the 30 September 2018 financial statements note that fair value for each investment property in operation is assessed at the end of each year, and that the appraisal for 2017 was determined by the specialist independent firm CB Richard Ellis. As of 31 December 2017, the fair value of the assets was BRL 2.27bn. During 2017, the company had transferred the value of BRL 995m corresponding to a 70% interest in Internacional Shopping Guarulhos, to the current account of 'investment property held for sale'.

The accounting firm BDO determined the fair value assessment of investment properties as a 'key audit matter' in its audit of the 2017 financial statements. Audit procedures included (i) the use of specialists to assist in the examination and evaluation of the premises; (ii) evaluation of the calculation of fair value in accordance with practices used in the market; and (iii) a comparison of discounted rates, vacancy and GLA with data available in the market from other appraisers for similar properties. BDO determined that based on these audit procedures the fair value prepared by third party experts of BRL 2.27bn was acceptable.

SQUARE METER COMPARISONS LOWER THAN INTERNACIONAL SHOPPING GUARULHOS SALE

GSB agreed in December 2017 to sell a 70% interest in Guarulhos representing GLA of 53,956 m2. The transaction closed on 2 April for BRL 937m which translates to BRL 17,366 per m2. Based on LTM 4Q17 EBITDA per m2 of 741, the transaction implied an EBITDA multiple of 23.4x.

The m2 values derived from the Guarulhos transaction are considerably higher than those derived from the transfer of assets. The dividend of BRL 622m for owned GLA of 131,572 m2 translates to BRL 4,727 per m2. Based on LTM 3Q18 EBITDA per m2 of 761, the asset transfer implies an EBITDA multiple of 6.2x.

TRANSACTION REVIEWED BY CVM; BONDHOLDERS PLAN TO SUE

The transaction is being reviewed by the Securities and Exchange Commission of Brazil (CVM - Comissao de Valores Mobiliarios). The B3 stock exchange extended the date for shares to be negotiated without dividend rights to 8 February. GSB had originally established 3 January as the ex-dividend date, meaning that shares had to be purchased on 26 December for shareholders to have them on 2 January.

Pimco, Moneda and Inversiones Odise, which collectively hold more than 80% of outstanding subordinated perpetual bond, have retained law firm Pinheiro Guimaraes Advogados to prepare a lawsuit against the company, according to a *Debtwire* report. The group planned to request an injunction in Brazil to block the transfer, and to file a suit in the US.

Bondholders had consulted with lawyers regarding the structure of the transfer of assets to Fund FII and whether GSB will continue to benefit from the flows of these assets. Bondholders are under the impression that GSB will transfer a large portion of its assets directly to shareholders through the fund, which would compromise the company's flow of future results.

The transfer of assets could shield the company from future enforcement attempts by the company's creditors in case of default. The transfer may be illegal, depending on the interpretation of the terms of the indenture specifically when it comes to whether or not a deferral corresponds to a default, in terms of preventing the company to pay dividends. A complete interpretation of the material fact, disclosed by the company on 26 December, must be made together with the terms of the indenture, specifically those regarding the 'events of default', 'dividend stopper' and 'interest deferral' Sections.

TABLE 3: SUMMARY - CAPITAL STRUCTURE (30 SEPTEMBER 2018)

Instrument	Currency	Coupon (%)	Maturity	Amount outstanding (USD m)	Amount outstanding (BRL m)
Senior Unsecured Perpetual Bond	USD	10%	Perpetual	115.9	470.2
Subordinated Perpetual Bond (including deferred interest)	USD	(1)	Perpetual	165.1	669.8
Senior USD Bond	USD	10% / 12% PIK Notes	10-Aug-2026	8.9	36.2
Real Estate Credit Bills (CCIs)	BRL	6.5%+IPCA - 11%+TR	2018 - 2027	143.2	581.1
Bank Loans	BRL	3.5% - 6.8%+TJLP	2019 - 2025	16.2	65.8
Debentures	BRL	2.7%+CDI- 7.5%+IPCA	2022	10.5	42.8
Total Debt				459.8	1,865.9

Source: *Debtwire*, company filings

Note (1): Coupon at 5-year US Treasury Rate plus 11.052%. Deferred Interest amounts bear interest at 1% above the applicable rate.

TABLE 4 : FINANCIAL INFORMATION (BRL M) - CONSOLIDATED

	FY16	FY17	LTM 3Q17	LTM 3Q18	Δ % (LTM 3Q18 - LTM 3Q17)	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	Δ % 3Q18 -3Q17
Gross Revenue from Rents	207	199	200	171	(14.7%)	55	48	49	48	54	48	33	35	(26.3%)
Gross Revenue from Services	90	88	85	88	3.9%	21	20	21	23	24	21	20	23	-
Deductions	(38)	(34)	(34)	(31)	(8.8%)	(10)	(8)	(8)	(9)	(10)	(8)	(6)	(7)	(20.9%)
Net Operating Revenues	259	252	251	228	(9.2%)	66	60	62	63	68	62	47	52	(17.6%)
Cost of rent and services	(37)	(28)	(29)	(27)	(6.2%)	(8)	(6)	(7)	(8)	(7)	(6)	(7)	(7)	(12.7%)
SG&A Expense	(59)	(52)	(54)	(54)	-	(17)	(12)	(13)	(12)	(15)	(12)	(14)	(13)	11.8%
Other Operating Inc. (Exp.)	34	256	47	181	284.0%	51	1	(5)	1	259	(37)	(41)	-	-
Financial Income	506	135	194	276	42.2%	71	56	6	62	12	55	81	129	107.6%
Interest Expense	(226)	(197)	(199)	(206)	3.5%	(52)	(49)	(51)	(46)	(51)	(48)	(51)	(56)	21.7%
Other Financial Expense	(262)	(193)	(213)	(512)	139.9%	(89)	(39)	(59)	(27)	(69)	(73)	(211)	(159)	495.9%
Income Tax (Exp) / Benefit	(33)	78	(30)	58	-	(13)	(6)	(6)	(5)	96	(4)	(27)	(7)	22.2%
Net Income (Loss)	**183**	**251**	**(33)**	**(57)**	**74.8%**	**9**	**4**	**(73)**	**27**	**293**	**(65)**	**(223)**	**(61)**	-
Total Assets	**3,300**	**3,560**	**3,259**	**3,165**	**(2.9%)**	**3,300**	**3,331**	**3,281**	**3,259**	**3,560**	**3,434**	**3,439**	**3,165**	
Current Assets	225	1,197	180	845	370.6%	225	255	221	180	1,197	1,192	1,143	845	
Cash and ST Investments	73	109	88	755	758%	73	54	90	88	109	108	1,057	755	
Trade Receivables	66	66	62	58	(6.3%)	66	57	61	62	66	60	55	58	
Investment Property for Sale	0	996	0	0	-	0	0	0	0	996	996	0	0	
Other Current Assets	86	26	30	32	7%	86	144	70	30	26	28	31	32	
Non-Current Assets	3,076	2,363	3,080	2,320	(24.7%)	3,076	3,076	3,060	3,080	2,363	2,242	2,296	2,320	
Related Parties	54	56	55	50	(8.6%)	54	56	56	55	56	49	50	50	
Investment Property	2,969	2,269	2,983	2,227	(25.3%)	2,969	2,971	2,963	2,983	2,269	2,151	2,204	2,227	
PP&E	15	4	8	3	(58.4%)	15	13	8	8	4	4	3	3	
Other Non-Current	37	35	34	39	14.7%	37	36	33	34	35	39	39	39	
Total Liabilities	**2,326.9**	**2,336**	**2,327**	**2,289**	**(1.6%)**	**2,327**	**2,353**	**2,376**	**2,327**	**2,336**	**2,274**	**2,502**	**2,289**	
Current Liabilities	342	253	341	308	(9.6%)	342	347	341	341	253	271	302	308	
Loans and Financing	74	48	39	38	(1.0%)	74	68	39	39	48	47	47	38	
Real Estate Credit Notes-CCI	60	33	64	50	(20.8%)	60	66	71	64	33	40	44	50	
Other Current Liabilities	209	173	239	220	(7.9%)	209	213	231	239	173	185	211	220	
Non-Current Liabilities	1,985	2,083	1,986	1,982	(0.3%)	1,985	2,007	2,035	1,986	2,083	2,004	2,201	1,982	
Loans and Financing	1,143	1,259	1,134	1,247	9.9%	1,143	1,121	1,173	1,134	1,259	1,268	1,454	1,247	
Real Estate Credit Notes-CCI	542	561	568	531	(6.5%)	542	590	574	568	561	550	540	531	
Oher LT Liabilities	301	263	283	204	(28.2%)	301	296	289	283	263	186	207	204	
Shareholders' Equity	**973**	**1,225**	**932**	**876**	**(6.1%)**	**973**	**978**	**905**	**932**	**1,225**	**1,160**	**937**	**876**	
Adjusted EBITDA	180	181	179	163	(8.7%)	47	44	44	45	49	45	33	36	(19.8%)
EBITDA (% of net revenues)	69.5%	71.8%	71.2%	71.6%	40 bps	70.2%	72.5%	70.4%	71.8%	72.5%	72.4%	71.0%	69.9%	(190 bps)
Net Debt to LTM Adj. EBITDA	9.7x	9.9x	9.6x	6.8x		9.7x	10.1x	10.1x	9.6x	9.9x	9.8x	6.0x	6.8x	
LTM Adj EBITDA LTM Int Exp	0.8	0.9	0.9	0.8		0.8	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8	

Disclaimer
We have obtained the information provided in this report in good faith from publicly available data as well as Debtwire data and intelligence, which we consider to be reliable. This information is not intended to provide tax, legal or investment advice. You should seek independent tax, legal and/or investment advice before acting on information obtained from this report. We shall not be liable for any mistakes, errors, inaccuracies or omissions in, or incompleteness of, any information contained in this report, and not for any delays in updating the information.
We make no representations or warranties in regard to the contents of and materials provided on this report and exclude all representations, conditions, and warranties, express or implied arising by operation of law or otherwise, to the fullest extent permitted by law. We shall not be liable under any circumstances for any trading, investment, or other losses which may be incurred as a result of use of or reliance on information provided by this report. All such liability is excluded to the fullest extent permitted by law.
Any opinions expressed herein are statements of our judgment at the date of publication and are subject to change without notice. Reproduction without written permission is prohibited. For additional information call Debtwire Analytics at +1 212-574-7873.
Copyright 2019 S&P Capital IQ (and its affiliates, as applicable). This may contain information obtained from third parties, including ratings from credit ratings agencies such as Standard & Poor's. Reproduction and distribution of third party content in any form is prohibited except with the prior written permission of the related third party. Third party content providers do not guarantee the accuracy, completeness, timeliness or availability of any information, including ratings, and are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, or for the results obtained from the use of such content. Third party content providers give no express or implied warranties, including, but not limited to, any warranties of merchantability or fitness for a particular purpose or use. Third party content providers shall not be liable for any direct, indirect, incidental, exemplary, compensatory, punitive, special or consequential damages, costs, expenses, legal fees. Or losses (including lost income or profits and opportunity costs or losses caused by negligence) in connection with any use of their content, including ratings. Credit ratings are statements of opinions and are not statements of fact or recommendations to purchase, hold or sell securities. They do not address the suitability of securities or the suitability of securities for investment purposes, and should not be relied on as investment advice.

MARIANA SANTOS RÊGO
Tradutora Pública Juramentada e Intérprete Comercial
Inglês/Português - JUCERJA Nº. 242 - CPF: 098.714.677-70
Tradução: 11.620/19 Livro: 71 Página: 1

Eu, abaixo assinada, Mariana Santos Rêgo, Tradutora Pública Juramentada e Intérprete Comercial do idioma inglês, matriculada sob o nº 242 na Junta Comercial do Estado do Rio de Janeiro (JUCERJA), República Federativa do Brasil, com CPF nº 098.714.677-70, certifico que me foi apresentado um documento *original*, no idioma inglês, para ser traduzido para o vernáculo, o que cumpri em razão de meu ofício na forma que se segue: ----------

[Logotipo]
Debtwire
"Uma Empresa Acuris"
General Shopping e Outlets do Brasil SA
Centros Comerciais [Shopping Malls]
Relatório de Crédito datado de 16 de janeiro de 2019 - Brasil
Atualização de Crédito DW-LA datada de 16 de janeiro de 2019.
[Páginas:] 6

Rua Pompeu Loureiro, 99 / 302 - Copacabana - RJ - CEP: 22061-000
Tel: + 55 21 2551-6653 / + 55 21 9897-3373 -
E-mail: marianarego@juramentada.com

SUMÁRIO - DEBÊNTURES INTERNACIONAIS									
Instrumento	Moeda	Cupom (%)	Vencimento	Montante Original (em milhões de dólares norte-americanos)	Montante pendente (em milhões de dólares norte-americanos)	Preço	Rendimento (%)	Spread Z (pontos básicos)	Classificação M/S&P/F
Debênture perpétua prioritária sem garantia	Dólar Norte-americano	10%	Perpétua	250	115.9	92	10,87	849	Caa2 / NR / CCC-
Debênture perpétua subordinada (incluindo o diferimento de juros)	Dólar Norte-americano	(1)	Perpétua	150	165.1	45	31,20	2.779	Ca / NR /CCC-

Fonte: Debtwire, registros da empresa, Thomson Reuters em 15 de janeiro de 2019.

Nota (1): Cupom na Taxa do Tesouro dos EUA de 5 anos mais 11,052%. Os juros diferidos estão sujeitos à taxa de 1% acima da taxa aplicável.

DIVIDENDO CONCORRERÁ PARA FLUXO DE CAIXA NEGATIVO, EM MENOR ÁREA BRUTA LOCÁVEL, EBITDA ["Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization", Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização]

A General Shopping e Outlets do Brasil (GSB) anunciou, em 26 de dezembro, que planejava distribuir dividendos equivalentes a uma reserva de lucros a realizar no patrimônio líquido de 829 milhões de reais. O dividendo consiste em 207

milhões de reais em dinheiro e 622 milhões de reais em ativos a serem contribuídos a valor de mercado para o Fundo de Investimento Imobiliário Top Center FII. A Administração observou que o valor de mercado foi registrado nas demonstrações financeiras da empresa em 31 de outubro de 2018, que não foram divulgadas.

Os ativos a serem distribuídos ao Fundo FII consistem em 11 centros comerciais ["malls"] nos quais a empresa detém participações societárias entre 48% e 100% (vide tabela 1). A empresa detinha participações em 15 centros comerciais em 30 de setembro de 2018. Acrescentou o 16º em 6 de novembro com a compra de uma participação de 50% no Outlet Fashion Fortaleza. O Fundo FII é totalmente detido pela GSB, mas não é garantidor de nenhum dos dois títulos perpétuos internacionais da General Shopping.

A Área Bruta Locável (ABL), incluindo o Outlet Fashion Fortaleza, totaliza 192.576 metros quadrados (m^2). A transferência de ativos para o Fundo FII resultará em uma redução na ABL da GSB de 131.572 m^2 (68%) para 61.005 m^2. O EBITDA estimado com base no EBITDA LTM 3T18 da GSB por m^2 de 761

reais cairia para 46,4 milhões de reais (12,2 milhões de dólares norte-americanos), de 146,6 milhões de reais (38,5 milhões de dólares norte-americanos) antes da transferência.

A empresa enfrenta um déficit estimado de fluxo de caixa anual de 52,5 milhões de reais (13,8 milhões de dólares norte-americanos) após a transferência de ativos (vide tabela 2). O EBITDA LTM estimado de 46,4 milhões de reais para os ativos remanescentes não seria suficiente para cobrir a despesa de juros de 72 milhões de reais, consistindo (i) no cupom de 10% sobre os títulos de dívida (*bonds*) perpétuos prioritários com principal de 115,9 milhões de dólares norte-americanos; (ii) juros sobre outros títulos de dívida (bonds), empréstimos e debêntures com principal de 144,8 milhões de reais, assumindo uma taxa média ponderada de 10% (taxas variando de 3,5% fixo a flutuante baseado em Selic, CDI, IPCA e TJLP com alta de 13,8% (6,8% + 7% TJLP)); e (iii) juros de 9,9% + TR sobre o saldo remanescente das cédulas de crédito imobiliário (CCI) de 134,5 milhões de reais para o Internacional Shopping Guarulhos. Além disso, os investimentos anuais de capital para os shoppings remanescentes são estimados em 27 milhões de reais, com base em sua

proporção de 31,7% da ABL total aplicada a investimentos de capital, totalizando 85 milhões de reais para o LTM 3T18.

O cálculo do fluxo de caixa supõe que a empresa transfira para o Fundo FII um saldo de 297 milhões de reais em 30 de setembro, em CCIs em aberto, vinculadas a seis propriedades incluídas no dividendo. As CCIs são garantidas por alienação fiduciária de imóveis ou de recebíveis. A empresa também continuaria a diferir os pagamentos de juros dos títulos de dívida (*bonds*) perpétuos subordinados. A taxa atual sobre esses títulos é igual à taxa do Tesouro dos EUA de 5 anos mais 11,052%. A escritura dá ao emissor a opção de diferir juros a qualquer momento, embora a taxa de juros nos diferimentos seja igual à taxa efetiva acrescida de 100 pontos base. Não há limite para o montante de juros que a GSB poderá adiar ou para a duração do diferimento.

SALDO DE CAIXA SUBSEQUENTE AO DIVIDENDO E À TRANSFERÊNCIA DE ATIVOS

O saldo de caixa da empresa é estimado em 349 milhões de reais (92 milhões de dólares norte-americanos) após o pagamento do dividendo de 207

milhões de reais. A empresa tinha um saldo de caixa irrestrito de 461 milhões de reais em 30 de setembro e um saldo de caixa restrito de 295 milhões de reais. As demonstrações financeiras intermediárias do 3T18 demonstram que 150 milhões de reais (39 milhões de dólares norte-americanos) das CCIs de Guarulhos foram liquidados em 8 de outubro.

De acordo com as demonstrações financeiras intermediárias do 3T18, um saldo de caixa restrito de 295 milhões de reais (77 milhões de dólares norte-americanos) servia como garantia adicional de 349 milhões de reais em CCIs e 30 milhões de reais em empréstimos e debêntures. As garantias para as CCIs correspondiam a 284 milhões de reais para Guarulhos e 65 milhões de reais para o Outlet Premium Rio de Janeiro. A aplicação de uma proporção para a garantia do Outlet Premium Rio de Janeiro, que é incluída na transferência de ativos, resultaria em uma redução no caixa restrito de 50 milhões de reais, assumindo que sua participação no saldo de caixa restrito seja transferida com o ativo.

PESQUISA DE CRÉDITO NA AMÉRICA LATINA

Marcelo Burone

Analista de crédito

+1 212-500-1392

Marcelo.burone@acuris.com

COBERTURA RECENTE DA DEBTWIRE

Debenturistas da General Shopping contratam Pinheiro Guimarães como consultor jurídico local (11 de janeiro de 2019)

General Shopping colocada sob vigilância negativa sobre proposta de transferência de ativos - Fitch (10 de janeiro de 2019)

General Shopping: Pimco, Moneda e Odisea preparam ação para impedir pagamento de dividendos (9 de janeiro de 2019)

General Shopping colocada sob revisão para rebaixamento - Moody's (8 de janeiro de 2019)

Detentores de títulos de dívida (*bonds*) da General Shopping questionam transferência de ativos e pagamento de dividendos (7 de janeiro de 2019)

Após a distribuição dos dividendos e transferência dos ativos, o patrimônio líquido, de acordo com as demonstrações financeiras intermediárias de 30 de setembro de 2018, diminuiria para 47 milhões de reais, de 876 milhões de reais, subsequente ao

dividendo equivalente à reserva de lucros a realizar de 829 milhões de reais.

A dívida total da General Shopping diminuiria para 1,57 bilhão de reais, de 1,87 bilhão de reais (vide Tabela 3), assumindo que a empresa transferisse para o Fundo FII o saldo de 297 milhões de reais em CCIs vinculadas a seis propriedades incluídas nos dividendos.

A parcela de ativos distribuídas nos dividendos poderia ser avaliada a 919 milhões de reais com base no valor de mercado atribuído pela GSB de 622 milhões de reais, de acordo com as demonstrações financeiras de 31 de outubro não fornecidas, e 297 milhões de reais nas CCIs de imóveis transferidos. Dessa forma, o valor justo das propriedades de investimento cairia para 1,3 bilhão de reais, de 2,23 bilhões de reais registrados nas demonstrações financeiras de 30 de setembro.

TABELA 1: ANÁLISE DA TRANSFERÊNCIA PARA O FUNDO DE INVESTIMENTOS FII

Shopping / Outlet	Participação Acionária (%)	Área Bruta Locável Total (metros quadrados)	ABL própria (metros quadrados)	Transferência para o Fundo FII	ABL própria restante	Transferência CCI (milhões de reais)	CCI restante (milhões de reais)

Rua Pompeu Loureiro, 99 / 302 - Copacabana - RJ - CEP: 22061-000
Tel: + 55 21 2551-6653 / + 55 21 9897-3373 -
E-mail: marianarego@juramentada.com

Poli Shopping Guarulhos	50,0%	4.527	2.264	2.264			
Internacional Shopping	9,8%	77.080	7.554		7.554		284.483
Auto Shopping	100,0%	11.477	11.477		11.477		
Suzano Shopping	100,0%	19.583	19.583	19.583		32.704	
Cascavel JL Shopping	65,5%	8.877	7.590		7.590		
Shopping do Vale	84,4%	16.880	14.248		14.248		
Unimart Shopping Campinas	100,0%	15.819	15.819	15.819		61.868	
Outlet Premium São Paulo	50,0%	22.903	11.452	11.452		45.557	
Parque Shopping Barueri	48,0%	37.430	17.962	17.962		58.223	
Outlet Premium Brasília	50,0%	16.105	8.053	8.053		32.671	
Shopping Boncucesso (sic)	65,5%	24.437	15.517	15.517			
Outlet Premium Salvador	52,0%	14.964	7.781	7.781			
Parque Shopping Sulacap	51,0%	28.770	14.673	14.673			
Parque Shopping Maia	63,5%	31.711	20.136		20.136		
Outlet Premium Rio de Janeiro	50,0%	20.936	10.468	10.468		69.295	
Outlet Fashion Fortaleza	50,0%	16.000	8.000	8.000			
Área Bruta Locável Total (ABL - metros quadrados)	**52,4%**	**367.491**	**192.576**	**131.572**	**61.005**	**296.598**	**284,483**
EBITDA LTM 3T18 da GSB por metro quadrado (real)			761	761	761		

Rua Pompeu Loureiro, 99 / 302 - Copacabana - RJ - CEP: 22061-000
Tel: + 55 21 2551-6653 / + 55 21 9897-3373 -
E-mail: marianarego@juramentada.com

EBITDA LTM 3T18 estimado (milhões de reais)			146,6	100,1	46,4		
Taxa de Câmbio de real para dólar norte-americano em 02/01/2019			3,81	3,81	3,81		
EBITDA LTM 3T18 estimado (milhões de dólares norte-americanos)			38,5	26,3	12,2		

Fonte: Debtwire, arquivos da empresa

TABELA 2: FLUXO DE CAIXA LIVRE ANUAL ESTIMADO		
	Reais (milhões)	**dólares norte-americanos (milhões)**
EBITDA LTM estimado	46,4	12,2
Juros sobre títulos de dívida (*bonds*) Perpétuos Prioritários (115,9 milhões de dólares norte-americanos a 10%)	(44,2)	(11,6)
Juros sobre outras dívidas (144,8 de reais a taxa média de 10%)	(14,5)	(3,8)
Juros sobre o CCI Guarulhos (134,5 milhões de reais a 9,9% + TR)	(13,3)	(3,5)
Investimentos de capital (LTM 3T18 85 milhões de reais x 31,7% da ABL)	(27)	(7,1)
Fluxo de caixa livre anual estimado	**(52,6)**	**(13,8)**

Fonte: Debtwire, arquivos da empresa

Rua Pompeu Loureiro, 99 / 302 - Copacabana - RJ - CEP: 22061-000
Tel: + 55 21 2551-6653 / + 55 21 9897-3373 -
E-mail: marianarego@juramentada.com

DISTRIBUIÇÃO DAS QUOTAS DO FUNDO II AOS ACIONISTAS EXISTENTES

As quotas do Fundo FII serão entregues aos acionistas da GSB na proporção de sua respectiva participação nas ações da empresa ou, alternativamente, com a subscrição de debêntures a serem emitidas pela empresa. As debêntures perpétuas seriam subordinadas a todas as dívidas existentes da GSB, incluindo os títulos de dívida (*bonds*) perpétuos subordinados internacionais. As debêntures perpétuas teriam prazo indeterminado, vencendo apenas em caso de liquidação, e a empresa teria o direito de diferir o pagamento de remuneração aos debenturistas.

É improvável que os acionistas da GSB optem por receber debêntures profundamente subordinadas da empresa, em vez de ações do Fundo II, que terão participação em 11 centros comerciais. A Golf Participações detém 69,5% (48,27 milhões de ações) do total de ações da GSB de 69,44 milhões.

Os acionistas da Golf Participações são o CEO da GSB, Victor Poli Verenezi (33,3%), e os irmãos Alessandro Poli Verenezi (33,4%) e Ana Beatriz Poli Verenezi (33,3%).

MARIANA SANTOS RÊGO
Tradutora Pública Juramentada e Intérprete Comercial
Inglês/Português - JUCERJA Nº. 242 - CPF: 098.714.677-70
Tradução: 11.620/19 Livro: 71 Página: 12

A REAVALIAÇÃO DE PROPRIEDADES DE INVESTIMENTO EM 2014 É A PRINCIPAL FONTE DE RESERVA A REALIZAR

Uma alteração nas políticas contábeis em relação à mensuração das propriedades de investimento levou a uma reavaliação dos saldos iniciais refletidos nas demonstrações financeiras auditadas de 2014. O valor das propriedades de investimento aumentou para 3,04 bilhões de reais em 31 de dezembro de 2014, de 1,63 bilhão de reais em 31 de dezembro de 2013. O aumento levou à eliminação de perdas acumuladas no total de 250 milhões de reais em 31 de dezembro de 2013. A empresa registrou 1,33 bilhão de reais no lucro acumulado, retido pela empresa para constituição da conta de reserva de lucros a realizar. Perdas líquidas totalizando 373 milhões de reais para os anos de 2013 e 2014 diminuíram o valor da reserva a realizar para 959 milhões de reais.

A realização de reservas no valor de 194 milhões de reais nos anos de 2015 e 2016 diminuiu o montante não realizado para 765 milhões de reais em 31 de dezembro de 2016. O reconhecimento de lucros que totalizam 239 milhões de reais em 2017, parcialmente compensados pela realização de reservas de 175 milhões de reais, resultou em um

Rua Pompeu Loureiro, 99 / 302 - Copacabana - RJ - CEP: 22061-000
Tel: + 55 21 2551-6653 / + 55 21 9897-3373 -
E-mail: marianarego@juramentada.com

aumento no valor não realizado de 829 milhões de reais em 31 de dezembro de 2017. A reserva de lucros a realizar se manteve em 829 milhões de reais em 30 de setembro de 2018, de acordo com as demonstrações financeiras intermediárias. As demonstrações refletem uma perda acumulada de 349 milhões de reais no período de nove meses, levando a uma queda no patrimônio líquido para 876 milhões de reais em 30 de setembro de 2018, de 1,22 bilhão de reais em 31 de dezembro de 2017.

AVALIAÇÕES REGISTRADAS NAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS EXCEDEM VALOR PARA DIVIDENDO DE ATIVOS

O valor justo das propriedades de investimento caiu para 2,23 bilhões de reais em 30 de setembro de 2018, após aquisições e alienações concluídas durante 2018, incluindo a alienação de uma participação de 10,2% no Internacional Shopping Guarulhos (102 milhões de reais). Um valor justo de 2,23 bilhões de reais, aplicado a 68% da ABL própria incluída nos ativos distribuídos nos dividendos, resulta no valor de 1,52 bilhão de reais, superando substancialmente o valor de mercado de 622 milhões de reais atribuído pela empresa aos ativos distribuídos como dividendo de

acordo com as demonstrações de 31 de outubro de 2018.

As notas explicativas às demonstrações financeiras de 30 de setembro de 2018 referem que o valor justo para cada propriedade de investimento em operação é avaliado no final de cada ano e que a avaliação para 2017 foi determinada pela empresa independente especializada CB Richard Ellis. Em 31 de dezembro de 2017, o valor justo dos ativos era de 2,27 bilhões de reais.

Durante o ano de 2017, a empresa havia transferido o valor de 995 milhões de reais correspondentes a 70% de participação no Internacional Shopping Guarulhos, na conta corrente de "propriedades de investimento mantidas para venda".

A firma de contabilidade BDO determinou a avaliação do valor justo das propriedades de investimento como um "assunto de auditoria principal" em sua auditoria das demonstrações financeiras de 2017. Os procedimentos de auditoria incluíram (i) o uso de especialistas para auxiliar no exame e avaliação das instalações; (ii) avaliação do cálculo do valor justo de acordo com as práticas utilizadas no mercado; e (iii) uma comparação de taxas de desconto, vacância e ABL com dados disponíveis no

mercado de outros avaliadores para propriedades semelhantes. A EDO determinou que, com base nesses procedimentos de auditoria, o valor justo elaborado por especialistas terceirizados de 2,27 bilhões de reais era aceitável.

COMPARAÇÕES DE METROS QUADRADOS MAIS BAIXAS DO QUE A VENDA DO INTERNACIONAL SHOPPING GUARULHOS

A GSB concordou, em dezembro de 2017, em vender 70% da participação em Guarulhos, representando uma ABL de 53.856 m^2. A transação foi concluída em 02 de abril em 937 milhões de reais, o que se traduz em 17.366 reais por m^2. Com base no EBITDA LTM 4T17 por m^2 de 741, a transação implicou em um EBITDA múltiplo de 23,4x.

Os valores de metros quadrados derivados da transação de Guarulhos são consideravelmente maiores do que aqueles derivados da transferência de ativos.

O dividendo de 622 milhões de reais para ABL própria de 131.572 m^2 se traduz em 4.727 reais por m^2. Com base no EBITDA LTM 3T18 por m^2 de 761, a transforência de ativos implica um EBITDA múltiplo de 6,2x.

MARIANA SANTOS RÊGO
Tradutora Pública Juramentada e Intérprete Comercial
Inglês/Português - JUCERJA Nº. 242 - CPF: 098.714.677-70
Tradução: 11.620/19 Livro: 71 Página: 16

TRANSAÇÃO ANALISADA PELA CVM; DEBENTURISTAS PLANEJAM MOVER AÇÃO

A transação está sendo analisada pela CVM - Comissão de Valores Mobiliários.

A bolsa de valores B3 estendeu a data para as ações serem negociadas sem direito a dividendos até 8 de fevereiro. Inicialmente, a GSB havia estabelecido o dia 3 de janeiro como a data ex-dividendo, o que significa que as ações tiveram que ser compradas em 26 de dezembro para os acionistas as terem em 2 de janeiro.

Pimco, Moneda e Inversiones Odise, que coletivamente detêm mais de 80% dos títulos de dívida (*bonds*) perpétuos subordinados em aberto, contrataram o escritório de advocacia Pinheiro Guimarães Advogados para preparar uma ação contra a empresa, de acordo com um relatório da Debtwire. O grupo planejava pedir uma liminar no Brasil para bloquear a transferência e entrar com uma ação nos EUA.

Os detentores dos títulos de dívida (*bonds*) consultaram os advogados sobre a estrutura da transferência de ativos para o Fundo FII e se a GSB continuará a se beneficiar dos fluxos desses ativos. Os detentores dos títulos de divida (*bonds*)

Rua Pompeu Loureiro, 99 / 302 - Copacabana - RJ - CEP: 22061-000
Tel: + 55 21 2551-6653 / + 55 21 9897-3373 -
E-mail: marianarego@juramentada.com

têm a impressão de que a GSB transferirá uma grande parte de seus ativos diretamente aos acionistas por meio do fundo, o que comprometeria o fluxo de resultados futuros da empresa.

A transferência dos ativos poderia proteger a empresa de futuras tentativas de execução pelos credores da empresa em caso de inadimplência. A transferência pode ser ilegal, dependendo da interpretação dos termos da escritura especificamente quando se trata de um adiamento corresponder ou não a uma inadimplência, em termos de impedir a empresa de pagar dividendos. Uma interpretação completa do fato relevante, divulgada pela empresa em 26 de dezembro, deve ser feita em conjunto com os termos da escritura, especificamente aqueles relacionados às seções "eventos de inadimplemento", "restrição de dividendos" e "diferimento de juros".

TABELA 3: RESUMO - ESTRUTURA DE CAPITAL (30 DE SETEMBRO DE 2018)

Instrumento	Moeda	Cupom (%)	Vencimento	Montante pendente (milhões de dólares norte-americanos)	Montante pendente (milhões de reais)
Títulos de	dólar norte-	10¼	Perpétua	115,9	470,2

Rua Pompeu Loureiro, 99 / 302 - Copacabana - RJ - CEP: 22061-000
Tel: + 55 21 2551-6653 / + 55 21 9897-3373 -
E-mail: marianarego@juramentada.com

MARIANA SANTOS RÊGO
Tradutora Pública Juramentada e Intérprete Comercial
Inglês/Português - JUCERJA Nº. 242 – CPF: 098.714.677-70

Divida (bonds) perpétuos prioritário sem garantia	americano				
Titulos de Divida (bonds) Subordinado (incluindo juros diferidos)	dólar norte-americano	(1)	Perpétua	165,1	669,8
Titulos de Divida (bonds) prioritário em dólar norte-americanos	dólar norte-americano	10% / 12% Notas de juros de pagamento em espécie	10 de agosto de 2026	8,9	36,2
Contas de Crédito Imobiliário (CCIs)	real	6,5%+IPCA - 11%+TR	2018 - 2027	143,2	581,1
Empréstimos bancários	real	3,5% - 6,8%+TJLP	2019 - 2025	16,2	65,8
Debêntures	real	2,7%+CDI-7,5%+IPCA	2022	10,5	42,8
Divida total				**459,8**	**1.865,9**

Fonte: Debtwire, arquivos da empresa

Nota (1): Cupom na Taxa do Tesouro dos EUA de 5 anos mais 11,052%. Os juros diferidos estão sujeitos a juros de 1% acima da taxa aplicável.

TABELA 4: INFORMAÇÕES FINANCEIRAS (MILHÕES DE REAIS) - CONSOLIDADAS							
	FY16	**FY17**	**LTM 3T17**	**LTM 3T18**	**Δ % (LTM 3T18 - LTM 3T17)**	**4T16**	**1T17**
Receita bruta de locações	207	199	200	171	(14,7%)	55	48
Receita bruta de serviços	92	88	85	88	3,9%	21	20
Deduções	(38)	(34)	(34)	(31)	(8,0%)	(10)	(8)
Receitas operacionais liquidas	259	252	251	228	(9,2%)	66	60

Rua Pompeu Loureiro, 99 / 302 – Copacabana – RJ – CEP: 22061-000
Tel: + 55 21 2551-6653 / + 55 21 9897-3373 –
E-mail: marianarego@juramentada.com

Custo de locação e serviços	(37)	(28)	(29)	(27)	(6,2%)	(6)	(6)
Despesas com vendas, administrativas e gerais	(55)	(52)	(53)	(54	-	(17)	(12)
Outras receitas operacionais (*Exp.*)	34	256	47	181	264,6%	51	1
Receitas financeiras	506	135	194	276	42,2%	71	56
Despesas com juros	(226)	(157)	(199)	(206)	3,5%	(52)	(43)
Outras despesas financeiras	(262)	(132)	(213)	(512)	139,9%	(65)	(39)
Imposto de Renda (*Exp*) / Benefício	(33)	76	(30)	58	-	(13)	(6)
Lucro Líquido (Prejuízo)	**183**	**251**	**(33)**	**(57)**	**74,8%**	**9**	**4**
Ativos Totais	**3.300**	**3.560**	**3.259**	**3.165**	**(2,9%)**	**3.300**	**3.331**
Ativos circulantes	225	1.197	180	846	370,6%	225	255
Caixa e investimentos ST	73	169	88	755	758%	73	94
Contas comerciais a receber	66	66	62	56	(6,3%)	66	57
Propriedade de investimento para venda	0	946	0	0	-	0	0
Outros ativos circulantes	86	26	37	42	7%	86	144
Ativos não-circulantes	3.076	2.363	3.080	2.326	(24,7%)	3.076	3.076
Partes relacionadas	54	56	55	50	(8,6%)	54	56
Propriedade de Investimento	2.969	2.265	2.962	2.227	(25,3%)	2.969	2.971
Ativo imobilizado	15	4	5	2	(58,8%)	15	13
Outros não-circulantes	37	35	34	39	14,7%	37	36
Passivos totais	**2.326,9**	**2.336**	**2.327**	**2.289**	**(1,6%)**	**2.327**	**2.353**
Passivo circulante	342	353	341	306	(9,6%)	342	347
Empréstimos e financiamentos	74	45	39	38	(1,6%)	74	69
Notas de Crédito Imobiliário -	62	32	64	50	(20,8%)	62	66

MARIANA SANTOS RÊGO

Tradutora Pública Juramentada e Intérprete Comercial

Inglês/Português - JUCERJA Nº. 242 – CPF: 098.714.677-70

Tradução: 11.620/19 Livro: 71 Página: 20

CCI							
Outros passivos circulantes	249	173	239	320	(7,5%)	299	21%
Passivos não-circulantes	1.983	2.033	1.994	1.962	(0,1%)	1.985	2.007
Empréstimos e financiamentos	1.143	1.250	1.106	1.247	9,9%	1.144	1.121
Notas de Crédito Imobiliário - CCI	542	541	508	531	(2,5%)	542	590
Outros passivos *LT*	301	243	283	204	(26,2%)	301	296
Patrimônio Líquido	973	1.225	952	876	(6,1%)	975	978
EBITDA Ajustado	183	181	179	163	(2,7%)	57	44
EBITDA (% da receita líquida)	68,5%	72,8%	71,2%	(1,6%	40 pontos básicos	70,2%	72,5%
Dívida Líquida em LTM do EBITDA ajustado	5,7x	5,9x	5,6x	6,8x		5,7x	10,1x
LTM do EBITDA ajustado, LTM *Int Exp*	6,8	6,9	6,9	5,8		6,8	6,8
	2T17	**3T17**	**4T17**	**1T18**	**2T18**	**3T18**	**Δ % 3T18-3T17**
Receita bruta de locações	49	49	54	48	35	35	(28,3%)
Receita bruta de serviços	21	23	24	21	20	25	-
Deduções	(8)	(3)	(10)	(8)	(6)	(7)	(20,9%)
Receitas operacionais líquidas	62	69	68	62	47	52	(17,6%)
Custo de locação e serviços	(7)	(8)	(7)	(6)	(7)	(7)	(12,7%)
Despesas com vendas, administrativas e gerais	(13)	(12)	(15)	(17)	(14)	(13)	11,9%
Outras receitas operacionais (*Exp.*)	(5)	1	259	(37)	(41)	-	-
Receitas financeiras	6	62	12	55	61	125	190,6%
Despesas com juros	(51)	(46)	(61)	(48)	(51)	(56)	21,7%
Outras despesas financeiras	(59)	(27)	(65)	(75)	(211)	(159)	496,9%
Imposto de	(1)	(8)	96	(4)	(27)	(7)	22,2%

Rua Pompeu Loureiro, 99 / 302 – Copacabana – RJ – CEP: 22061-000

Tel: + 55 21 2551-6653 / + 55 21 9897-3373 –

E-mail: marianarego@juramentada.com

MARIANA SANTOS RÊGO

Tradutora Pública Juramentada e Intérprete Comercial

Inglês/Português - JUCERJA Nº. 242 - CPF: 098.714.677-70

Renda (*Exp*) / Benefício							
Lucro Líquido (Prejuízo)	(73)	27	253	(69)	(222)	(67)	-
Ativos Totais	3.281	3.259	3.560	3.434	3.439	3.165	
Ativos circulantes	221	159	1.197	1.192	1.344	645	
Caixa e investimentos ST	99	86	109	109	1.057	755	
Contas comerciais a receber	43	42	66	60	55	58	
Propriedade de investimento para venda	0	0	956	956	0	0	
Outros ativos circulantes	70	30	26	26	31	32	
Ativos não-circulantes	3.060	3.084	2.363	2.242	2.095	2.520	
Partes relacionadas	56	[illegible]	58	49	56	50	
Propriedade de Investimento	2.963	2.983	2.259	2.157	2.004	2.227	
Ativo imobilizado	8	6	4	4	3	3	
Outros não-circulantes	33	34	35	39	39	39	
Passivos totais	2.376	2.327	2.336	2.274	2.502	2.289	
Passivo circulante	343	341	293	271	302	306	
Empréstimos e financiamentos	39	39	48	47	47	33	
Notas de Crédito Imobiliário - CCI	41	44	53	40	44	56	
Outros passivos circulantes	231	238	173	185	211	220	
Passivos não-circulantes	2.034	1.986	2.043	2.004	2.201	1.982	
Empréstimos e financiamentos	1.175	1.134	1.255	1.266	1.456	1.247	
Notas de Crédito Imobiliário - CCI	574	566	561	556	540	531	
Outros passivos *LT*	269	263	263	186	207	204	
Patrimônio Líquido	905	932	1.224	1.160	937	876	
EBITDA Ajustado	44	45	49	43	33	36	(18,8%)
EBITDA (% da	70,4%	71,9%	72,5%	72,4%	71,0%	69,9%	(190

Rua Pompeu Loureiro, 99 / 302 - Copacabana - RJ - CEP: 22061-000

Tel: + 55 21 2551-6653 / + 55 21 9897-3373 -

E-mail: marianarego@juramentada.com

receita líquida)							pontos básicos)
Dívida Líquida em LTM do EBITDA ajustado	10,1x	9,6x	9,0x	9,0x	9,0x	8,8x	
LTM do EBITDA ajustado, LTM *Int Exp*	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8	

Termo de Isenção de Responsabilidade

Obtivemos as informações fornecidas neste relatório de boa-fé a partir de dados disponíveis publicamente, bem como dados e informações da Debtwire, que consideramos confiáveis. Estas informações não se destinam a fornecer aconselhamento fiscal, jurídico ou de investimento. Você deve procurar aconselhamento fiscal, jurídico e/ou investimento independente antes de agir de acordo com as informações obtidas a partir deste relatório. Não nos responsabilizamos por quaisquer equívocos, erros, imprecisões ou omissões, ou incompletude de qualquer informação contida neste relatório, e nem por quaisquer atrasos na atualização da informação.

Não fazemos declarações nem garantias quanto ao conteúdo e aos materiais fornecidos neste relatório e excluímos todas as declarações, condições e garantias, expressas ou implícitas, decorrentes da operação da lei ou de outra forma, na máxima extensão permitida por lei. Não seremos responsáveis, em nenhuma circunstância, por

quaisquer perdas comerciais, de investimento ou outras que possam ser incorridas como resultado do uso ou confiança nas informações fornecidas por este relatório. Toda essa responsabilidade é excluída em toda a extensão permitida por lei.

Quaisquer pareceres expressos neste instrumento são declarações do nosso julgamento na data da publicação e estão sujeitos a alterações sem aviso prévio. A reprodução sem permissão por escrito é proibida.

Para informações adicionais, ligue para a Debtwire Analytics em + 1 212-574-7873.

Copyright 2019 S&P Capital IQ (e suas afiliadas, conforme aplicável). Pode conter informações obtidas de terceiros, incluindo classificações de agências de classificação de crédito, como a Standard & Poor's. A reprodução e distribuição de conteúdo de terceiros em qualquer formato é proibida, exceto com a permissão prévia por escrito do terceiro relacionado. Os provedores de conteúdo de terceiros não garantem a precisão, integridade, tempestividade ou disponibilidade de qualquer informação, incluindo classificações, e não são responsáveis por quaisquer erros ou omissões

(negligentes ou não), independentemente da causa, ou pelos resultados obtidos com o uso de tal conteúdo. Os provedores de conteúdo de terceiros não oferecem garantias expressas ou implícitas, incluindo, sem limitação, quaisquer garantias de comercialização ou adequação a uma finalidade ou uso específico. Os provedores de conteúdo de terceiros não serão responsáveis por quaisquer danos diretos, indiretos, incidentais, exemplares, compensatórios, punitivos, especiais ou consequenciais, custos, despesas honorárias legais ou perdas (incluindo perda de receita ou lucros e custos de oportunidade ou perdas causadas por negligência) em conexão com qualquer uso de seu conteúdo, incluindo classificações. As classificações de crédito são declarações de parecer e não são declarações de fato ou recomendações para comprar, manter ou vender títulos. Não abordam a adequação de valores mobiliários ou a adequação de valores mobiliários para fins de investimento, e não devem ser consideradas como uma consultoria de investimento.

Rua Pompeu Loureiro, 99 / 302 - Copacabana - RJ - CEP: 22061-000
Tel: + 55 21 2551-6653 / + 55 21 9897-3373 -
E-mail: marianarego@juramentada.com

MARIANA SANTOS RÊGO
Tradutora Pública Juramentada e Intérprete Comercial
Inglês/Português - JUCERJA Nº. 242 - CPF: 098.714.677-70
Tradução: 11.620/19 Livro: 71 Página: 25

MARIANA SANTOS RÊGO
JUCERJA MATR. 242
INGLÊS - PORTUGUÊS
TRADUTORA PÚBLICA

Esta tradução não implica julgamento sobre a forma, a autenticidade e/ou o conteúdo do documento traduzido. Nada mais continha o referido documento, que conferi, achei conforme e dou fé. ----------

Rio de Janeiro, 22 de janeiro de 2019.

MARIANA SANTOS RÊGO

Mariana Santos Rêgo
Tradutora Pública e
Intérprete Comercial
CPF 098.714.677-70

Rua Pompeu Loureiro, 99 / 302 - Copacabana - RJ - CEP: 22061-000
Tel: + 55 21 2551-6653 / + 55 21 9897-3373 -
E-mail: marianarego@juramentada.com

GENERAL SHOPPING E OUTLETS DO BRASIL S.A.

CNPJ n.º 08.764.621/0001-53
NIRE: 35.300.340.833

ASSEMBLEIA GERAL ORDINÁRIA
30 DE ABRIL DE 2019

MANIFESTAÇÃO DE VOTO
(Instalação e Eleição de Membros do Conselho Fiscal)

Ao Presidente da Mesa

INVERSIONES ODISEA, holding de investimentos com sede na Avenida Apoquindo, 3000, 17º andar, na cidade de Santiago, Chile, inscrita no Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica do Ministério da Economia ("CNPJ") sob o n.º 28.852.878/0001-74 ("Signatária"), neste ato representada de acordo com seus atos constitutivos por seus procuradores, conforme instrumento de procuração apresentado, na qualidade de acionista da GENERAL SHOPPING E OUTLETS DO BRASIL S.A., companhia aberta, com sede na cidade de São Paulo, Estado de São Paulo, na Avenida Angélica, 2466, 24º andar, conjunto 241, inscrita no CNPJ sob o n.º 08.764.621/0001-53 ("Companhia"), vem, pela presente, solicitar a instalação do Conselho Fiscal e, consequentemente, indicar membros à composição de tal órgão.

Vencidos os mandatos dos membros do Conselho Fiscal, a Signatária requer a instalação do Conselho Fiscal até a Assembleia Geral Ordinária que deliberar as contas do exercício social de 2019.

A Signatária indica como membro titular do Conselho Fiscal o Sr. João de Saint-Brisson Paes de Carvalho, brasileiro, divorciado, administrador, portador da cédula de identidade RG n.º 01.961.483-3 DETRAN/RJ e inscrito no Cadastro de Pessoas Físicas do Ministério da Economia ("CPF") sob o n.º 039.543.587-00, com endereço na cidade do Rio de Janeiro, Estado do Rio de Janeiro, na Rua Raul Pompéia, 53, apto. 601, Copacabana e, como membro suplente, o Sr. Conrado Lamastra Pacheco, brasileiro, solteiro, economista e contador, portador da cédula de identidade RG n.º 011.661.427-2 SSP/RJ, inscrito no CPF sob o n.º 054.232.677-90, com endereço na cidade do Rio de Janeiro, Estado do Rio de Janeiro, na Av. Vieira Souto 258/701.

O presente instrumento de Manifestação de Voto é entregue neste momento ao Presidente da Mesa desta Assembleia Geral Ordinária em 2 (duas) vias de igual teor e forma para seu recebimento e arquivamento na forma de anexo à ata desta Assembleia Geral Ordinária.

INVERSIONES ODISEA
(p.p. João Pedro R. Nascimbeni)

Recebido e autenticado pela mesa:

CONRADO LAMASTRA PACHECO

conradolpacheco@gmail.com
+55 11 98548-9898 | 38 anos

Perfil profissional

Economista, contador e MBA pela IE Business School de Madri, com mais de dezessete anos de experiência na área de finanças corporativas. Nove anos na PricewaterhouseCoopers, em auditoria de demonstrações financeiras e na área de finanças corporativas, em trabalhos de avaliação e reestruturação de empresas e assessoria em processos de fusões e aquisições. Seguido de experiências em planejamento estratégico e consultoria de finanças corporativas para pequenas e médias empresas familiares. Últimos seis anos dedicados à governança corporativa, como membro de conselhos de administração, conselhos fiscais e comitês de auditoria de empresas nacionais de grande porte. Experiência nas áreas de gestão, estratégia, finanças corporativas e governança corporativa.

Formação acadêmica

IE Business School — Madri, Espanha
Master of Business Administration (MBA) — 2015

Universidade Candido Mendes – UCAM — Rio de Janeiro, Brasil
Bacharel em Ciências Contábeis — 2006

Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais – IBMEC — Rio de Janeiro, Brasil
Bacharel em Ciências Econômicas — 2005

Experiência profissional

Viver Incorporadora e Construtora S.A. — **São Paulo, Brasil**
Vice-presidente do Conselho de Administração — janeiro 2019 – presente

Companhia brasileira de capital aberto, listada no Novo Mercado (VIVR3), para o desenvolvimento de empreendimentos de incorporação imobiliária e prestação de serviços de gestão de empreendimentos imobiliários.

Dommo Energia S.A. — **Rio de Janeiro, Brasil**
Membro do Conselho de Administração — outubro 2017 – presente

Companhia brasileira de capital aberto (DMMO3), do setor de energia, para o desenvolvimento de atividades de exploração e produção de petróleo.

Helicópteros do Brasil S.A. - Helibras — **Minas Gerais, Brasil**
Membro do Conselho Fiscal — maio 2017 – presente

Empresa responsável no Brasil pela produção, desenvolvimento de tecnologia, venda e pós-venda das aeronaves da Airbus Helicopters, a maior fornecedora mundial do setor, controlada pela Airbus Group.

Companhia Müller de Bebidas S.A. — **São Paulo, Brasil**
Membro do Conselho de Administração — outubro 2013 – presente

Com sessenta anos de atividades, a empresa é a líder em vendas no mercado nacional e a maior e mais importante produtora de cachaças do Brasil e do mundo, através da marca 51.

Prumo Logística S.A. — **Rio de Janeiro, Brasil**
Membro Suplente do Conselho Fiscal — maio 2017 – abril 2018

Companhia atuante nos setores de energia e infraestrutura brasileiros. Desenvolve e opera um dos mais complexos porto-indústria do mundo, o Porto do Açu, localizado no norte do Estado do Rio de Janeiro.

Bionexo do Brasil Ltda. **São Paulo, Brasil**
Membro Suplente do Conselho Fiscal junho 2013 – agosto 2016

Empresa líder nacional em soluções digitais para compras, vendas e gestão de processos de comércio eletrônico para o setor de saúde, cobrindo uma comunidade de mais de vinte mil agentes do mercado.

GT Consulting **São Paulo, Brasil**
Diretor Comercial e de Projetos março 2012 – janeiro 2013

Consultoria financeira dedicada ao mercado de pequenas e médias empresas familiares, com serviços de assessoria em processos de fusões e aquisições, projetos de investimentos, avaliação de empresas, reestruturação de dívidas e planejamento estratégico. Responsável pelos projetos de avaliação financeira, fusões e aquisições e pela estratégia comercial do escritório.

Hospfar Indústria e Comércio de Produtos Hospitalares Ltda. **Goiás, Brasil**
Consultor Independente agosto 2011 – dezembro 2011

Consultoria estratégica na empresa que está entre as quatro maiores do mercado de distribuição de medicamentos e materiais médicos para o segmento hospitalar nacional. Trabalho diagnóstico de gestão nas áreas de estratégia, mercados, operações e finanças da empresa, base para o processo de reestruturação e adoção de melhores práticas de governança corporativa.

PricewaterhouseCoopers Corporate Finance & Recovery **São Paulo, Brasil**
Senior Associate junho 2008 – julho 2011

Experiência em project finance, assessoria em fusões e aquisições e avaliação de empresas, com destaque para os setores de autopeças, agronegócio e farmacêutico. Responsável pela modelagem financeira, research, market screening e participação em roadshows. Membro do grupo setorial farmacêutico da PwC, desenvolvendo e gerenciando práticas comerciais e participação nas atividades de prospecção de clientes e de originação de negócios.

PricewaterhouseCoopers Auditores Independentes **Rio de Janeiro, Brasil**
Senior Associate setembro 2002 – junho 2008

Experiência em auditoria de demonstrações financeiras de acordo com as práticas contábeis brasileiras, padrão IFRS e trabalhos de controles internos relacionados à Lei Sarbanes-Oxley. Destaque para os segmentos de navegação, energia elétrica e oil&gas. Responsável pelos trabalhos de campo nos clientes, seleção, treinamento e gerenciamento da equipe de auditoria e coordenação do trabalho em sua totalidade, interagindo com as equipes de impostos e de sistemas da informação.

Idiomas

Português, Inglês e Espanhol.

Outras qualificações e treinamentos técnicos

Conselho Fiscal na Prática Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC, Brasil (2013)
Gestão de Marketing Fundação Getúlio Vargas - FGV, Brasil (2011)
Bloomberg Terminals Bloomberg, Brasil (2002 e 2010)
Demonstrações dos Fluxos de Caixa PricewaterhouseCoopers, Brasil (2009)
Valuation, Financial Modelling & Cost of Capital PricewaterhouseCoopers, Brasil (2009)
Avaliação de Empresas Andima, Brasil (2008)
Reorganização Societária PricewaterhouseCoopers, Brasil (2008)
IFRS Advanced Training PricewaterhouseCoopers, Brasil (2007)
Imposto de Renda e Contribuição Social PricewaterhouseCoopers, Brasil (2007)
Equivalência Patrimonial PricewaterhouseCoopers, Brasil (2006)
Derivativos PricewaterhouseCoopers, Brasil (2004)
Previdência Social PricewaterhouseCoopers, Brasil (2003)

JOÃO DE SAINT BRISSON PAES DE CARVALHO

Brasileiro, nascido em 1947
Rua Raul Pompéia, 53, apto 601
CEP 22080-001, Copacabana, Rio de Janeiro, Brazil
+55 21 98162-3445

E-mail: jsbpc@biznessbrazil.biz

PERFIL

- Sólida experiência em Administração, Finanças, Desenvolvimento de Negócios e participação em Conselhos.
- Personalidade dinâmica, pensamento estratégico, persistente, objetivo e trabalhador em equipe.
- Experiência e aptidão para lidar com culturas diversas.
- Fluente em inglês, francês e espanhol.

EXPERIÊNCIA PROFISSIONAL

Março de 2006 até o presente - **BiznessBrazil - "Interligando Parceiros - Bridging Partnerships"**

Consultoria e Negócios
Consultoria, intermediação de negócios. Conselheiro de Administração e Conselheiro Fiscal. Análise financeira, business plans, administração geral. Inserção nos mercados nacional e internacional para empresas em áreas relacionadas à biotecnologia, bioenergia, alimentos e meio ambiente.

DOMMO ENERGIA S.A. – Conselheiro Fiscal, Presidente (desde 2018)
SOUTH AMERICAN LIGHTING PARTICIPAÇÕES S.A. – Conselheiro de Administração (desde 2018)
COMPANHIA MULLER DE BEBIDAS S.A. – Conselheiro de Administração (desde 2013)
PRUMO LOGÍSTICA S.A. – Conselheiro Fiscal, Presidente (2017-2018)
COMPANHIA MULLER DE BEBIDAS S.A.– Conselheiro Fiscal (2012-2013)
BIONEXO DO BRASIL – Conselheiro Fiscal – (2013 – 2016)

Janeiro de 2000 a Março de 2006
ABRABI – Associação Brasileira das Empresas de Biotecnologia
Associação de classe.

Diretor Executivo – Responsável por todas as áreas de atuação da Associação, envolvendo a coordenação das ações políticas junto aos governos e aos legislativos federais, estaduais e municipais, a organização de congressos e seminários para networking de negócios, no Brasil e no Exterior, a administração financeira, comercial e associativa. Criação do Portal Mercado Brasileiro de Biotecnologia. Palestrante em diversas conferências e seminários no Brasil e no Exterior.

Março de 1999 a Novembro de 2001
EXTRACTA MOLÉCULAS NATURAIS S/A
Empresa de pesquisas biotecnológicas baseadas na biodiversidade brasileira.
Diretor Financeiro / Diretor de Desenvolvimento de Negócios -
Responsável pelas áreas de finanças e controle da empresa, desenvolvimento e preparação do Business Plan, atração e captação de investidores.
Responsável pela área comercial e de desenvolvimento de oportunidades de negócio.

Novembro de 1998 a Janeiro de 2000
ESTRATÉGIA INVESTIMENTOS S/A
Corretora de Valores
Consultor- Desenvolvimento de negócios em diversas áreas, negociação de financiamentos, auditorias financeira e operacional.
e
SIMAB S/A
Exportadora
Consultor – Preparação do Plano de Negócios da reorganização da empresa e negociação com fornecedores e bancos para concessão e/ou prorrogação de linhas de crédito.

Fevereiro de 1992 a Novembro de 1998
OMNITEC ELETRÔNICA LTDA / ZYKS ELETRÔNICA LTDA
Fabricação e comercialização de equipamentos eletrônicos de consumo.
Sócio-gerente- Responsável por todos os aspectos do negócio.

Julho de 1984 a Fevereiro de 1992
ELETROCOLOR ACABAMENTOS INDUSTRIAIS LTDA
Serviços de pintura eletrostática.
Sócio-gerente- Responsável por todos os aspectos do negócio.

Julho de 1983 a Junho de 1984
MASTER BUILDERS DO BRASIL ADITIVOS PARA CONCRETO LTDA
(Subsidiária de Martin Marietta Corp/Lockeed Martin Co, atual BASF.)
Fabricação e comercialização de aditivos para concreto, cimento especial e produtos químicos para construção.
Sócio-gerente- Responsável por administração, finanças, controle, produção e co-responsável por marketing e vendas.

Abril de 1979 a Junho de 1983
RIOQUIMA S/A
(Subsidiária de Martin Marietta Corp/Lockeed Martin Co, atual SANDOZ.)
Fabricante de corantes para fibras celulósicas e aditivos para concreto.
Diretor Financeiro- Responsável pelas áreas administrativa e financeira.

Experiências anteriores:
Banco Garantia S/A – Novos Negócios
SAUER-HANSEN Redutores - Gerente Financeiro
EMPLA EMBALAGENS PLÁSTICAS S/A - Diretor Administrativo e Financeiro
ARTHUR ANDERSEN - Auditor

ESCOLARIDADE

MSc em Engenharia Ambiental pela Escola Politécnica da UFRJ – 2012

Mestrado em Administração de Empresas (MBA) - Classe de 1972
Amos Tuck School of Business Administration,
Dartmouth College, NH, EUA

Bacharelado - Classe de 1969
Faculdade de Administração de Empresas da UFRJ

Diversos cursos e seminários voltados principalmente para planejamento, administração e organização (Stanford University) e contabilidade e auditoria (Arthur Andersen).

Conselho Fiscal na Prática – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) - 2013

OUTRAS ATIVIDADES

Diretor da ABTELECOM – Associação Brasileira de Telecomunicações
Diretor da ABINEE - Associação Brasileira da Indústria Eletro-Eletrônica
Diretor da ABPOL – Associação dos Produtores de Fibras Poliolefínicas

IDIOMAS

Inglês – fala, lê e escreve fluentemente
Francês – fala e lê fluentemente, escreve medianamente
Espanhol – fala e lê fluentemente, escreve bem