

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

PRECEDENTES COMENTADOS

Organizadores

Gustavo Tavares Borba

Rodrigo Tavares Borba

José Gabriel Assis de Almeida

Alexandre Costa Rangel • Alexandre Trejos Vargas • Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto • Bianca Napoli Figueiredo • Carlos Alexandre Lobo • Carlos Augusto Junqueira • Carlos Eduardo Aranha • Carlos Martins Neto • Carolina Estarque da Cunha • Claudio Guerreiro • Daniel Kalansky • Eduardo Figueira de Brito • Eli Loria • Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França • Fabiano Marques Milani • Felipe Hanszmann • Fernanda Pereira Carneiro • Frederico Calmon Nogueira da Gama • Gabriela Codorniz • Gisela Sampaio da Cruz • Gustavo Tavares Borba • Henrique Vergara • Ivo Waisberg • João Laudo de Camargo • João Marcelo Sant'Anna da Costa • Jorge Hilário Gouveia Vieira • José Edwaldo Tavares Borba • José Gabriel Assis de Almeida • Julia Damazio Franco • Julia Hebling • Julian Fonseca Peña Chediak • Julio Ramalho Dubeux • Leandro Ravache • Leonardo Barros C. de Araújo • Luiz Antônio de Sampaio Campos • Marcelo Borja • Márcio Souza Guimarães • Marcos Galileu Lorena Dutra • Marcos Saldanha Proença • Marcus de Freitas Henriques • Maria Isabel do Prado Bocater • Mariana Pinto • Mariana Weguelin Vieira • Marlon Tomazette • Mauricio Moreira Menezes • Maurício Teixeira dos Santos • Norma Jonssen Parente • Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo • Paulo Cezar Aragão • Paulo Penna • Pedro Aurélio de Pessôa Filho • Pedro Wehrs do Vale Fernandes • Rafael Andrade • Rafael de Moura Rangel Ney • Raphael Manhães Martins • Renato Buranello • Ricardo Peres Freoa • Rodrigo Tavares Borba • Rodrigo Jesuino Bittencourt • Rodrigo R. Monteiro de Castro • Sérgio Campinho • Thaís Vianna Ferro • Thiago Saddi Tannous • Vitor Rozenthal • Viviane Muller Prado • Walfrido Jorge Warde Jr.



31842
6452716



O GEN | Grupo Editorial Nacional – maior plataforma editorial brasileira no segmento científico, técnico e profissional – publica conteúdos nas áreas de concursos, ciências jurídicas, humanas, exatas, da saúde e sociais aplicadas, além de prover serviços direcionados à educação continuada.

As editoras que integram o GEN, das mais respeitadas no mercado editorial, construíram catálogos inigualáveis, com obras decisivas para a formação acadêmica e o aperfeiçoamento de várias gerações de profissionais e estudantes, tendo se tornado sinônimo de qualidade e seriedade.

A missão do GEN e dos núcleos de conteúdo que o compõem é prover a melhor informação científica e distribuí-la de maneira flexível e conveniente, a preços justos, gerando benefícios e servindo a autores, docentes, livreiros, funcionários, colaboradores e acionistas.

Nosso comportamento ético incondicional e nossa responsabilidade social e ambiental são reforçados pela natureza educacional de nossa atividade e dão sustentabilidade ao crescimento contínuo e à rentabilidade do grupo.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS PRECEDENTES COMENTADOS

Organizadores

Gustavo Tavares Borba

Rodrigo Tavares Borba

José Gabriel Assis de Almeida

Alexandre Costa Rangel • Alexandre Trejos Vargas • Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto • Bianca Napoli Figueiredo • Carlos Alexandre Lobo • Carlos Augusto Junqueira • Carlos Eduardo Aranha • Carlos Martins Neto • Carolina Estarque da Cunha • Claudio Guerreiro • Daniel Kalansky • Eduardo Figueira de Brito • Eli Loria • Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França • Fabiano Marques Milani • Felipe Hanszmann • Fernanda Pereira Carneiro • Frederico Calmon Nogueira da Gama • Gabriela Codorniz • Gisela Sampaio da Cruz • Gustavo Tavares Borba • Henrique Vergara • Ivo Waisberg • João Laudo de Camargo • João Marcelo Sant'Anna da Costa • Jorge Hilário Gouveia Vieira • José Edwaldo Tavares Borba • José Gabriel Assis de Almeida • Julia Damazio Franco • Julia Hebling • Julian Fonseca Peña Chediak • Julio Ramalho Dubeux • Leandro Ravache • Leonardo Barros C. de Araújo • Luiz Antônio de Sampaio Campos • Marcelo Borja • Márcio Souza Guimarães • Marcos Galileu Lorena Dutra • Marcos Saldanha Proença • Marcus de Freitas Henriques • Maria Isabel do Prado Bocater • Mariana Pinto • Mariana Weguelin Vieira • Marlon Tomazette • Mauricio Moreira Menezes • Maurício Teixeira dos Santos • Norma Jonssen Parente • Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo • Paulo Cezar Aragão • Paulo Penna • Pedro Aurélio de Pessôa Filho • Pedro Wehrs do Vale Fernandes • Rafael Andrade • Rafael de Moura Rangel Ney • Raphael Manhães Martins • Renato Buranello • Ricardo Peres Freoa • Rodrigo Tavares Borba • Rodrigo Jesuino Bittencourt • Rodrigo R. Monteiro de Castro • Sérgio Campinho • Thais Vianna Ferro • Thiago Saddi Tannous • Vitor Rozenthal • Viviane Muller Prado • Walfrido Jorge Warde Jr.



■ O autor deste livro e a editora empenharam seus melhores esforços para assegurar que as informações e os procedimentos apresentados no texto estejam em acordo com os padrões aceitos à época da publicação, e todos os dados foram atualizados pelo autor até a data de fechamento do livro. Entretanto, tendo em conta a evolução das ciências, as atualizações legislativas, as mudanças regulamentares governamentais e o constante fluxo de novas informações sobre os temas que constam do livro, recomendamos enfaticamente que os leitores consultem sempre outras fontes fidedignas, de modo a se certificarem de que as informações contidas no texto estão corretas e de que não houve alterações nas recomendações ou na legislação regulamentadora.

■ Fechamento desta edição: 06.08.2020

■ O Autor e a editora se empenharam para citar adequadamente e dar o devido crédito a todos os detentores de direitos autorais de qualquer material utilizado neste livro, dispondo-se a possíveis acertos posteriores caso, inadvertida e involuntariamente, a identificação de algum deles tenha sido omitida.

■ Atendimento ao cliente: (11) 5080-0751 | faleconosco@grupogen.com.br

■ Direitos exclusivos para a língua portuguesa

Copyright © 2021 by

Editora Forense Ltda.

Uma editora integrante do GEN | Grupo Editorial Nacional

Travessa do Ouvidor, 11 – Térreo e 6º andar

Rio de Janeiro – RJ – 20040-040

www.grupogen.com.br

■ Reservados todos os direitos. É proibida a duplicação ou reprodução deste volume, no todo ou em parte, em quaisquer formas ou por quaisquer meios (eletrônico, mecânico, gravação, fotocópia, distribuição pela Internet ou outros), sem permissão, por escrito, da Editora Forense Ltda.

■ Capa: Aurélio Corrêa

■ CIP – BRASIL. CATALOGAÇÃO NA FONTE.

SINDICATO NACIONAL DOS EDITORES DE LIVROS, RJ.

C727

Comissão de Valores Mobiliários – precedentes comentados / organização Gustavo Tavares Borba, Rodrigo Tavares Borba, José Gabriel Assis de Almeida. – Rio de Janeiro: Forense, 2021.

Inclui bibliografia

ISBN 978-85-309-9104-3

1. Direito comercial – Brasil. 2. Comissão de Valores Mobiliários (Brasil). 3. Mercado de capitais. 4. Sociedades por ações – Brasil. I. Borba, Gustavo Tavares. II. Almeida, José Gabriel Assis de. III. Borba, Rodrigo Tavares.

20-63755

CDU: 347.7:336.76(81)

Méiri Gleice Rodrigues de Souza – Bibliotecária CRB-7/6439

ORGANIZADORES

GUSTAVO TAVARES BORBA
RODRIGO TAVARES BORBA
JOSÉ GABRIEL ASSIS DE ALMEIDA

AUTORES

Alexandre Costa Rangel	João Marcelo Sant'Anna da Costa	Mauricio Moreira Menezes
Alexandre Trejos Vargas	Jorge Hilário Gouveia Vieira	Maurício Teixeira dos Santos
Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto	José Edwaldo Tavares Borba	Norma Jonssen Parente
Bianca Napoli Figueiredo	José Gabriel Assis de Almeida	Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo
Carlos Alexandre Lobo	Julia Damazio Franco	Paulo Cezar Aragão
Carlos Augusto Junqueira	Julia Hebling	Paulo Penna
Carlos Eduardo Aranha	Julian Fonseca Peña Chediak	Pedro Aurélio de Pessôa Filho
Carlos Martins Neto	Julio Ramalho Dubeux	Pedro Wehrs do Vale Fernandes
Carolina Estarque da Cunha	Leandro Ravache	Rafael Andrade
Claudio Guerreiro	Leonardo Barros C. de Araújo	Rafael de Moura Rangel Ney
Daniel Kalansky	Luiz Antônio de Sampaio Campos	Raphael Manhães Martins
Eduardo Figueira de Brito	Marcelo Borja	Renato Buranello
Eli Loria	Márcio Souza Guimarães	Ricardo Peres Freoa
Erasmus Valladão Azevedo e Novaes França	Marcos Galileu Lorena Dutra	Rodrigo Tavares Borba
Fabiano Marques Milani	Marcos Saldanha Proença	Rodrigo Jesuino Bittencourt
Felipe Hanszmann	Marcus de Freitas Henriques	Rodrigo R. Monteiro de Castro
Fernanda Pereira Carneiro	Maria Isabel do Prado Bocater	Sérgio Campinho
Frederico Calmon Nogueira da Gama	Mariana Pinto	Thaís Vianna Ferro
Gabriela Codorniz	Mariana Weguelin Vieira	Thiago Saddi Tannous
Gisela Sampaio da Cruz	Marlon Tomazette	Vitor Rozenhal
Gustavo Tavares Borba		Viviane Muller Prado
Henrique Vergara		Walfrido Jorge Warde Jr.
Ivo Waisberg		
João Laudo de Camargo		

SOBRE OS AUTORES

Alexandre Costa Rangel

Advogado, sócio do Costa Rangel Advogados.

Alexandre Trejos Vargas

Associado ao Cescon, Barrieu, Flesch & Barreto Advogados. Advogado no Rio de Janeiro. Graduado em Direito pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto

Sócio do escritório Warde Advogados e autor da obra *Lei das Sociedades por Ações Anotada* (5ª edição). Membro do Comitê de Auditoria da Alpargas e do Conselho Fiscal da Porto Seguro, da Itaú Seguros e da Azul Seguros.

Bianca Napoli Figueiredo

Associada de Rennó, Penteado, Reis & Sampaio Advogados.

Carlos Alexandre Lobo

Sócio do escritório Veirano Advogados.

Carlos Augusto Junqueira

Sócio do Cescon, Barrieu, Flesch & Barreto Advogados. Professor da Escola de Direito da Fundação Getulio Vargas – Rio de Janeiro. Advogado no Rio de Janeiro. Graduado em Direito pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio), cursou Law of Business Enterprises na Harvard University. Membro do Conselho de Administração da Gestora do Fundo Patrimonial / Endowment da PUC-Rio.

Carlos Eduardo Aranha

Associado de Rennó, Penteado, Reis & Sampaio Advogados.

Carlos Martins Neto

Doutorando e Mestre em Direito de Empresa e Atividades Econômicas pela UERJ. Professor do Programa de Pós-graduação da Fundação Getulio Vargas – FGV-Rio. Professor convidado do MBA em Finanças do COPPEAD/UF RJ. Advogado no Rio de Janeiro.

Carolina Estarque da Cunha

Advogada especializada em Direito Societário e Mercado de Capitais, segunda colocada no IV Prêmio de Monografias Prof. Alfredo Lamy Filho, realizado pelo

Departamento de Direito da PUC/RJ, ex-assessora do Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários.

Claudio Guerreiro

Sócio Sênior de Vieira, Rezende e Guerreiro Advogados. Bacharel em Direito pela Faculdade Nacional de Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ). Especializado em Direito Tributário e Empresarial pela Fundação Getulio Vargas (FGV/RJ).

Daniel Kalansky

Professor do Instituto de Ensino e Pesquisa – Insper. Mestre em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da USP. Presidente do Instituto Brasileiro de Direito Empresarial – IBRADEMP. Sócio de Loria e Kalansky Advogados.

Eduardo Figueira de Brito

Associado ao Cescon, Barriou, Flesch & Barreto Advogados. Advogado no Rio de Janeiro. Graduado em Direito pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio), pós-graduado em Finanças pelo Instituto COPPEAD de Administração da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ) e mestrando em Direito Societário pela Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getulio Vargas (FGV Direito – SP).

Eli Loria

Ex-diretor da Comissão de Valores Mobiliários. Doutor e Mestre em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da USP. Pós-graduado em Administração – Coppead/UFRJ. Bacharel em Administração Pública pela EBAP/FGV. Sócio de Loria e Kalansky Advogados.

Erasmio Valladão Azevedo e Novaes França

Professor-Associado e Ex-Chefe do Departamento de Direito Comercial da Faculdade de Direito da USP. Advogado.

Fabiano Marques Milani

Advogado.

Felipe Hanszmann

Sócio de Vieira, Rezende e Guerreiro Advogados. Membro da área técnica flutuante do Comitê de Aquisições e Fusões – CAF. Mestre em *Corporate and Securities Law* pela *London School of Economics and Political Science* – LSE. Professor convidado na FGV Direito Rio em matérias relacionadas a *takeover regulation*, Mercado de Capitais e Fusões & Aquisições. Professor coordenador do Laboratório de Assistência Jurídica a Novas Tecnologias – LAJUNT na FGV Direito Rio. Cofundador do Nós8, plataforma de *legal knowledge sharing* para empreendedores inovadores.

Fernanda Pereira Carneiro

Advogada.

Frederico Calmon Nogueira da Gama

Graduado em Direito pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro – PUC-Rio.

Gabriela Codorniz

Advogada. Mestre e doutoranda em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (USP). Pós-graduada em Direito Civil pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro (UERJ). Formação em mediação de conflitos. Professora da pós-graduação da FGV-Rio.

Gisela Sampaio da Cruz

Doutora (2008) e Mestre (2003) em Direito Civil pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro – UERJ. Professora Adjunta do Departamento de Direito Civil da UERJ. Professora de Direito Civil dos cursos de pós-graduação do CEPED/UERJ, da FGV e da PUC/Rio. Advogada.

Gustavo Tavares Borba

Mestre e Doutorando em Direito Comercial pela PUC/SP. Visiting Scholar em Columbia University (1º semestre de 2019). Professor Convidado da PUC/RJ. Ex-Diretor da CVM. Ex-Procurador Chefe da Junta Comercial/RJ. Sócio do Escritório Tavares Borba Advogados Associados.

Henrique Vergara

Advogado.

Ivo Waisberg

Livre-Docente em Direito Comercial, Doutor em Direito das Relações Econômicas Internacionais e Mestre em Direito Comercial pela PUC/SP. LL.M. em Direito da Regulação pela *New York University School of Law*. Professor de Direito Comercial da PUC/SP, na graduação e pós-graduação. Conselheiro do Instituto dos Advogados de São Paulo. Advogado, sócio no Thomaz Bastos, Waisberg, Kurzweil Advogados.

João Laudo de Camargo

Advogado, sócio de Bocater, Camargo, Costa e Silva, Rodrigues Advogados.

João Marcelo Sant’Anna da Costa

Advogado e sócio de J.G. Assis de Almeida & Associados – Sociedade de Advogados, doutorando e mestre em Direito pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro, especialista em regulação pela FGV-Rio.

Jorge Hilário Gouveia Vieira

Advogado, ex-Presidente da CVM e ex-Diretor do Departamento de Ciências Jurídicas da PUC/RJ.

José Edwaldo Tavares Borba

Sócio do escritório Tavares Borba Advogados Associados.

José Gabriel Assis de Almeida

Doutor em Direito pela Université Panthéon Assas – Paris II, Professor da Unirio (Universidade Federal do Estado do Rio de Janeiro) e da UERJ (Universidade do Estado do Rio de Janeiro), Advogado e Sócio de J.G. Assis de Almeida & Associados – Sociedade de Advogados.

Julia Damazio Franco

Graduada em Direito pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro – PUC-Rio, MBA em Finanças pelo Instituto Brasileiro do Mercado de Capitais.

Julia Hebling

Advogada. Bacharela em Direito e mestranda em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (USP).

Julian Fonseca Peña Chediak

Advogado e Professor da PUC/RJ.

Julio Ramalho Dubeux

Mestre em Direito pela PUC-Rio, ex-Procurador da CVM e Sócio de Rennó, Penteadó, Reis & Sampaio Advogados.

Leandro Ravache

Graduado em Direito e pós-graduado em Direito de Empresas pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro – PUC-Rio e mestrando em Mediação e Resolução de Conflitos pela Universidad Europea del Atlántico (Ueneatlantico) – Espanha. Foi Chefe do Departamento Jurídico de Mercado de Capitais do BNDES, Gerente Executivo Jurídico de Capital Empreendedor do BNDES, Assessor do Presidente do BNDES e do Diretor Jurídico e de *Compliance* do BNDES. Atualmente, é Ouvidor do Sistema BNDES.

Leonardo Barros C. de Araújo

Advogado de Monteiro de Castro, Setoguti Advogados. Mestrando em Direito Comercial pela PUC/SP. Especialista (LL.M.) em Direito Societário pelo Insper/SP. Bacharel em Direito pela Universidade Federal de Pernambuco – Faculdade de Direito do Recife.

Luiz Antônio de Sampaio Campos

Advogado.

Marcelo Borja

Advogado. Mestre em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo.

Márcio Souza Guimarães

Professor de Direito Comercial da Escola de Direito Rio da FGV – Fundação Getúlio Vargas. Doutor pela Université Toulouse 1 Capitole (Centre de Droit des Affaires). Professor visitante da Université Paris 2 Panthéon-Assas. Max Schmidheiny professor da Universidade de Saint Gallen (Suíça). Visiting scholar na Harvard Law School. Acadêmico fundador da Academia Brasileira de Direito Civil. Ex-membro do Ministério Público do Estado do Rio de Janeiro.

Marcos Galileu Lorena Dutra

Doutor em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da USP. Professor dos cursos de pós-graduação *lato sensu* da FGV Direito SP (GV LAW). Analista da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Marcos Saldanha Proença

Advogado, consultor do escritório Pinheiro Neto Advogados, com foco em operações de mercado de capitais.

Marcus de Freitas Henriques

Advogado e Sócio do escritório Eizirik Advogados.

Maria Isabel do Prado Bocater

Advogada.

Mariana Pinto

Advogada. Sócia do escritório Campinho Advogados. Doutora em Direito pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro – UERJ, na linha de pesquisa denominada Empresa e Atividades Econômicas.

Mariana Weguelin Vieira

Advogada do BNDES.

Marlon Tomazette

Sócio do escritório Tomazette, Franca & Cobucci Advogados Associados. Mestre em Direito pelo Centro Universitário de Brasília (2007). Doutor em Direito pelo Centro Universitário de Brasília (2014). Procurador da Procuradoria-Geral do Distrito Federal. Professor titular do Centro Universitário de Brasília. Professor da Escola Superior do Ministério Público do Distrito Federal e Territórios e Professor do Instituto Brasiliense de Direito Público.

Mauricio Moreira Menezes

Professor Titular de Direito Comercial da Universidade do Estado do Rio de Janeiro – UERJ. Advogado.

Maurício Teixeira dos Santos

Sócio fundador do Cescon, Barriou, Flesch & Barreto Advogados. Advogado no Rio de Janeiro e em São Paulo. Graduado em Direito pela Universidade de São Paulo, Mestre em Direito (LL.M.) pela Universität Tübingen (Alemanha) e MBA Executivo (EMBA) pelo INSEAD.

Norma Jonssen Parente

Professora de Mercado de Capitais e Direito Societário no Departamento de Direito da PUC-Rio. Advogada e Parecerista. Foi Diretora da CVM e Procuradora do Estado do Rio de Janeiro.

Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo

Doutorando em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da USP. Ex-Conselheiro do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. Professor contratado e convidado da FGV Direito Rio. Professor da Escola da Magistratura do Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. Advogado.

Paulo Cezar Aragão

Ex-superintendente jurídico da Comissão de Valores Mobiliários. Vice-Presidente da Câmara de Arbitragem do Mercado da B3 – Brasil Bolsa Balcão S.A. Advogado.

Paulo Penna

Professor de Direito Empresarial no Departamento de Direito da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Mestre em Direito Comercial pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. Advogado, sócio de Novotny, Ney, Saldanha, Penna, Ponte, Vianna & Corrêa Advogados.

Pedro Aurélio de Pessoa Filho

Graduado em Direito pela Universidade Federal do Rio de Janeiro – UFRJ.

Pedro Wehrs do Vale Fernandes

Doutorando e Mestre em Direito da Empresa pela UERJ. Pós-graduado em Direito Societário e Mercado de Capitais pela FGV. Pós-graduado em Direito Tributário pelo IBET. Bacharel em Direito pela UERJ. Professor de Direito Societário e Mercado de Capitais na FGV. Advogado.

Rafael Andrade

Advogado sênior no L. Dias Advogados. Mestrando em Direito dos Negócios e Desenvolvimento Econômico e Social pela Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (FGV Direito SP). Graduado em Direito pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro – PUC-Rio (2017). Foi assessor do Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários – CVM (2016-2017) e assistente técnico na Superintendência

de Relações com Empresas – SEP da CVM (2011-2016). Vencedor do XV Prêmio ANBIMA de Mercado de Capitais (2019).

Rafael de Moura Rangel Ney

Advogado no Rio de Janeiro e em São Paulo, sócio de Novotny, Ney, Saldanha, Penna, Ponte, Vianna & Correia Advogados.

Raphael Manhães Martins

Advogado.

Renato Buranello

Doutor e Mestre em Direito Comercial pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC/SP). Professor Coordenador do curso de Direito do Agronegócio do Insper. Professor do Instituto Educacional B3. Diretor da Associação Brasileira de Agronegócio (ABAG). Membro da Câmara de Crédito, Comercialização e Seguros do Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento (MAPA) e do Conselho Superior de Agronegócio (COSAG) da FIESP.

Ricardo Peres Freoa

Advogado.

Rodrigo Tavares Borba

Mestre em Direito pela UERJ. Presidente da Comissão de Mercado de Capitais da OAB/RJ. Ex-Assessor Chefe de Departamento do Gabinete da Presidência do BNDES. Assessor da Diretoria de Mercado de Capitais do BNDES.

Rodrigo Jesuino Bittencourt

Advogado em São Paulo. Bacharel em Direito e Mestrando em Direito Comercial pela Universidade de São Paulo (USP).

Rodrigo R. Monteiro de Castro

Advogado, sócio de Monteiro de Castro, Setoguti Advogados. Doutor, mestre e especialista em Direito Comercial pela PUC/SP. MBA pelo Insper/SP. Professor no Ibmec/SP. Professor de Direito Comercial na Universidade Presbiteriana Mackenzie (até 2018). Fundador e Presidente, de 2004 a 2010, do IDSA – Instituto de Direito Societário Aplicado.

Sérgio Campinho

Advogado. Sócio do Escritório Campinho Advogados. Professor de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro – UERJ.

Thaís Vianna Ferro

Advogada, associada ao Costa Rangel Advogados.

Thiago Saddi Tannous

Doutor em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da USP. Advogado.

Vitor Rozenthal

Associado do escritório Veirano Advogados.

Viviane Muller Prado

Professora da FGV Direito SP. Doutora em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da USP.

Walfrido Jorge Warde Jr.

Advogado em São Paulo. Sócio Fundador do Warde Advogados. Bacharel em Direito e em Filosofia pela Universidade de São Paulo (USP). Master of Laws (LL.M.) pela New York University (NYU). Doutor em Direito Comercial pela Universidade de São Paulo (USP). Pesquisador bolsista no Max-Planck Institut em Hamburgo. Presidente do Instituto para Reforma das Relações entre Estado e Empresa (IREE).

PREFÁCIO

Foi com muito prazer que recebi o convite do Gustavo Borba para escrever o prefácio desta obra. Penso que assim posso me redimir – ao menos parcialmente – por não ter podido participar como um dos colaboradores do livro, por absoluta falta de tempo à época.

É sempre muito bom nos depararmos com uma obra inovadora, principalmente no meio jurídico nacional. E aqui temos um livro que de fato inova, ao propiciar a seus leitores análises de questões complexas do direito societário e da regulação do mercado de capitais, a partir de casos concretos decididos pela CVM.

Ora, é inegável que a CVM vem construindo, ao longo de sua profícua atividade, uma jurisprudência administrativa da maior importância. Seja em resposta às consultas, seja em decisões de processos sancionadores, a CVM tem atuado na “linha de frente” do direito das companhias abertas e do mercado de capitais.

Assim, o estudo de tais ramos do direito não pode prescindir hoje da análise dos casos decididos pela CVM. Basta, aliás, lermos o sumário desta obra para constatarmos tal fato. Ali estão enumerados casos tratando de assuntos da maior importância, como, por exemplo: as ações “superpreferenciais”; incorporações de ações com parte do pagamento em dinheiro; eleição de membro do conselho fiscal por acionista minoritário; dever de diligência do administrador de companhia aberta; aplicação do *business judgment rule* no direito brasileiro; operações com “partes relacionadas” e impedimento do voto; caracterização do benefício particular; *insider trading* em instituição financeira; manipulação de preços; *churning*; *spoofing* e *layering*, como novas formas de manipulação de preços; retenção de lucros com base em orçamento de capital; tantos outros.

Os casos são apresentados de forma relativamente padronizada, seguidos de uma análise crítica do autor. O estabelecimento de um limite ao número de páginas orientou os autores para uma exposição objetiva e concisa.

Os casos aqui narrados e sua análise são de extrema utilidade, pois transmitem ao leitor uma experiência “viva” do direito, confrontando as normas jurídicas com a realidade dos fatos.

Assim, é com entusiasmo que recomendo esta obra.

Nelson Eizirik

SUMÁRIO

PARTE I

DIREITO DOS ACIONISTAS

- 1 DISCUSSÃO SOBRE O DIREITO DE PREFERÊNCIA PREVISTO NO ART. 253 – PAS CVM RJ 2010/9078
Ivo Waisberg..... 3
Principais Temas Abordados: a) Direito de preferência na alienação de ações da subsidiária integral (art. 253 da LSA); b) Subsidiária integral: análise formalista ou finalística; c) Limitação do direito de preferência à hipótese em que a subsidiária integral é resultado de incorporação de ações.
- 2 PROCESSO RJ-2013-5993: AS SUPERORDINÁRIAS
Raphael Manhães Martins..... 19
Principais Temas Abordados: a) O limite de alavancagem societária dos acionistas: a quantidade de direito que pode ser atribuída a um acionista à luz do capital por ele investido; b) A interpretação dos limites do Artigo 15, § 2º, da Lei nº 6.404, de 1976, isto é, a abrangência da limitação do número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não poder ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas; c) A interpretação restritiva e literal do dispositivo, no sentido de que o limite ali estabelecido trata apenas do número de ações emitidas.
- 3 A AQUISIÇÃO DO DIREITO DE VOTO PELAS AÇÕES PREFERENCIAIS SEM VOTO EM SOCIEDADE DE ECONOMIA MISTA
José Edwaldo Tavares Borba 29
Principais Temas Abordados: a) Responsabilidade por falha informacional em prospecto de distribuição pública; b) Direito de voto da ação preferencial sem voto em cenário de não distribuição de dividendo prioritário (art. 111, § 1º, da LSA): I) momento da aquisição; e II) aplicação da regra em Sociedade de Economia Mista; c) Conflito de interesse do controlador público em Sociedade de Economia Mista.

- 4 NEGÓCIO JURÍDICO COMPLEXO NO DIREITO SOCIETÁRIO: UMA ANÁLISE DO CASO FIBRIA E SUZANO
Mariana Weguelin Vieira e Marcelo Borja 37
- Principais Temas Abordados:** a) Princípio da autonomia da vontade; b) princípio da flexibilidade empresarial; c) princípio majoritário; d) negócio jurídico complexo; e) reorganização societária em múltiplas etapas; f) pagamento em dinheiro nas operações de incorporação; g) emissão de ações preferenciais resgatáveis nas operações de incorporação; h) resgate de ações; i) controle do nível de diluição acionária; j) abuso de poder de controle.

PARTE II

ELEIÇÕES

- 5 INTERPRETAÇÃO DO ART. 161, § 4º, DA LEI DAS SOCIEDADES POR AÇÕES
Luiz Antônio de Sampaio Campos e Fernanda Pereira Carneiro 55
- Principais Temas Abordados:** a) Discussão sobre a necessidade de o percentual de 10% do capital votante, previsto do art. 161, § 4º, da LSA, precisar ou não estar presente na assembleia para que seja possível exercer o direito de eleição em separado do conselho fiscal; b) Equilíbrio na relação societária; c) Opinião crítica à novel interpretação do Colegiado da CVM.
- 6 POSSIBILIDADE DE DESISTÊNCIA DO PEDIDO DE VOTO MÚLTIPLO ATÉ O MOMENTO DE REALIZAÇÃO DA ASSEMBLEIA GERAL
Marcus de Freitas Henriques 67
- Principais Temas Abordados:** a) Possibilidade de acionista que tenha previamente solicitado a adoção do sistema de voto múltiplo para a eleição dos membros de Conselho de Administração posteriormente requerer o cancelamento de tal pedido; b) Discussão sobre se haveria algum prazo máximo, em relação à data de realização da assembleia geral, para que o requerimento de cancelamento do voto múltiplo fosse aceito pela Companhia e vinculasse os demais acionistas; c) Sistemas de eleição dos membros do Conselho de Administração: majoritário ou proporcional.
- 7 CASO SARAIVA X GWI: A ILEGALIDADE DA CONVOCAÇÃO DE ASSEMBLEIA GERAL SEM PAUTA DELIBERATIVA, A POSSIBILIDADE DE A ASSEMBLEIA GERAL DESTITUIR MEMBRO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO ELEITO NA FORMA DO ART. 141, § 4º, E A NECESSIDADE DE REVISÃO DO PROPÓSITO DO ART. 120. PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM 19957.004743/2016-53
Rodrigo R. Monteiro de Castro e Leonardo Barros C. de Araújo 79
- Principais Temas Abordados:** a) Análise sobre a possibilidade de a assembleia geral destituir membro do conselho de administração eleito na forma do art.

141, § 4º; b) Análise acerca do instituto da suspensão de direitos de acionistas (art. 120 da LSA); c) Discussão sobre o âmbito de competência da Assembleia Geral e a possibilidade de se pautar matérias vazias.

PARTE III

DEVERES FIDUCIÁRIOS

- 8 ANÁLISE DO DEVER DE DILIGÊNCIA DO ADMINISTRADOR DE COMPANHIA – CASO TELEMIG (PAS CVM 24/2006)
João Laudo de Camargo 97
- Principais Temas Abordados:** a) Dever de Diligência (art. 153 da LSA); b) Controles internos; c) Falhas na observância dos procedimentos de pagamento; d) “Diretor” não estatutários que se reporta a Diretor Estatutário; e) Dever de fiscalizar diante da transferência de poderes executivos a subordinados; f) Questão da adequação e razoabilidade dos procedimentos instituídos; g) Extensão do dever de assegurar o fluxo informacional nos sistemas de controle; f) Falhas sistemáticas ou totais.
- 9 CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO, DEVER DE DILIGÊNCIA E SISTEMAS DE CONTROLE – CASO SADIA – PAS 18/08
Gustavo Tavares Borba e Carolina Estarque da Cunha 109
- Principais Temas Abordados:** a) Operações com contrato futuro de dólar; b) Desenquadramento com a política financeira da companhia; c) Responsabilidade do Conselho de Administração; d) Adequação das estruturas de controle interno; e) Dever de Diligência quanto à adequação dos controles internos; f) Fluxo informacional e os subdeveres de se informar e de monitorar; g) Direito de confiar nas informações de terceiros; h) Regra da decisão negocial; i) Questão da racionalidade do design do sistema de controle; j) Relação entre a relevância estratégica da questão e o nível de monitoramento; j) Distinção de responsabilidade entre os membros do Conselho de Administração.
- 10 ANÁLISE DA PRÁTICA DE ATOS DE LIBERDADE EM SUBSIDIÁRIAS: CASO INEPAR – PAS CVM RJ 2013/7923
Marlon Tomazette 127
- Principais Temas Abordados:** a) Doação de ações de subsidiária fechada para administradores de companhia aberta controladora da subsidiária fechada doadora; b) Competência da CVM para avaliar e punir doação de ações de propriedade de uma companhia fechada, controlada com uma companhia aberta; c) Limites dos atos de liberalidade (artigo 154, § 2º, a da Lei n. 6.404/1976); d) Dever de lealdade (art. 155 da Lei n. 6.404/1976); e) Distribuição do ônus da prova.

- 11 ENTRE MEIOS E FINS: APLICAÇÃO DA *BUSINESS JUDGMENT RULE* AO ART. 154 DA LSA: CASO HRT (*SEVERANCE PACKAGE*)
Eli Loria e Daniel Kalansky 139
- Principais Temas Abordados:** a) Responsabilidade dos Conselheiros de Administração; b) Atuação no interesse da companhia (art. 154 da LSA); c) Deliberação do Conselho de Administração sobre benefícios em que os conselheiros possuem interesse; d) Tomada hostil de controle; e) Pacote de indenização em caso de desligamento de administrador (*severance package*); f) Limites à atuação dos conselheiros em discussão sobre benefícios; g) Possibilidade de diferenciação de responsabilidade dos membros do Conselho de Administração; h) Padrão de revisão das decisões alegadamente proferidas com desvio de poder.
- 12 ABUSO NA FIXAÇÃO DA REMUNERAÇÃO INDIVIDUAL PELOS PRÓPRIOS MEMBROS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO – CASO WLM (PAS CVM RJ2014/5099)
Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto 151
- Principais Temas Abordados:** a) Fixação da remuneração dos administradores pelo Conselho de Administração (art. 156 da LSA); b) Decisão interessada; c) Situações de abuso, desvio de finalidade e artificialidade; d) Remuneração exorbitante; e) Importância da integridade do processo decisório; f) Inaplicabilidade da regra da decisão negocial; g) Conceitos abertos constantes do art. 156 da LSA; h) Limites para interferência da CVM na análise das questões remuneratórias.
- 13 O DUPLO REGRAMENTO DO DEVER DE INFORMAR NAS SOCIEDADES DE ECONOMIA MISTA
Walfrido Jorge Warde Jr. e Rodrigo Jesuino Bittencourt 159
- Principais Temas Abordados:** a) A atuação dos administradores de sociedade de economia mista em prol do interesse público que justificou a criação da companhia e a infração do seu dever de lealdade com a companhia; b) O dever de informar entre as sociedades de economia mista e a sua distinção com relação àquele a que se submetem as companhias em geral (um regime de mercado acoplado a um regime político da informação).
- 14 O ACIONISTA CONTROLADOR TEM O DEVER DE SACRIFICAR OS PRÓPRIOS INTERESSES EM FAVOR DOS INTERESSES DA COMPANHIA, NO CONTEXTO DE UMA RELAÇÃO CONTRATUAL?
Erasmio Valladão Azevedo e Novaes França e Thiago Saddi Tannous 173
- Principais Temas Abordados:** a) Crédito de subsidiária em face da controladora: análise do conceito de dever de lealdade dos acionistas controladores previsto no art. 116, parágrafo único, da Lei das S.A.; b) Análise acerca da possibilidade de se extrair do dever de lealdade um dever geral de, inclusive por meio de atos comissivos, sacrificar os próprios interesses em favor dos interesses da Companhia; c) Negócio entre partes relacionadas.

PARTE IV

CONFLITO DE INTERESSE

- 15 OPERAÇÕES COM PARTES RELACIONADAS, INTERESSE CONFLITANTE E IMPEDIMENTO DE VOTO, PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM RJ 2009/13179 – CASO TRACTEBEL ENERGIA S.A.
Fabiano Marques Milani e Ricardo Peres Freoa 183
- Principais Temas Abordados:** a) Aquisição de controle de subsidiária da controladora; b) Conflito de interesse e benefício particular; c) Conflito formal e material; d) Impedimento de voto; e) Comitê independente e com poderes para negociar; f) Grau de evidência do conflito; g) Benefícios pecuniários e não pecuniários; h) Negociação com parte beneficiária; i) Espécies de “desvio de valor”; j) Estratégias regulatórias; j) Questões de legitimidade e validade.
- 16 OI X PORTUGAL TELECOM – ANÁLISE DA EXISTÊNCIA DE BENEFÍCIO PARTICULAR E CONSEQUENTE IMPEDIMENTO DE VOTO DO GRUPO CONTROLADOR NO ÂMBITO DE OPERAÇÃO DE REESTRUTURAÇÃO SOCIETÁRIA (PROCESSO CVM 2013/10913)
Claudio Guerreiro e Felipe Hanszmann 213
- Principais Temas Abordados:** a) Reestruturação societária complexa; b) Socialização das dívidas dos controladores; c) Uniformização da base acionária em ações ordinárias; d) Definição de “Benefício Particular”; e) Impedimento de voto; f) Direito de recesso em decorrência de incorporação que promove substituição de ações preferenciais por ações ordinárias; g) Momento da aferição dos requisitos de dispersão e liquidez para fins de exercício do direito de recesso.
- 17 O ESTADO ENQUANTO ACIONISTA CONTROLADOR DE COMPANHIA ABERTA: CONFLITO ENTRE OS INTERESSES PÚBLICOS E OS INTERESSES PRIVADOS OU O CUSTO DA INTERVENÇÃO DO ESTADO NA ECONOMIA
José Gabriel Assis de Almeida 233
- Principais Temas Abordados:** a) Conflito de interesse formal e material; b) Renúncia de direito pela companhia; c) Voto do Estado como acionista controlador; e) Conceito de Interesse público que justifica a criação de uma Sociedade de Economia Mista; f) Interpretação do art. 238 da LSA; e g) Separação entre Estado regulador e Estado controlador de companhia.
- 18 O VOTO DO ACIONISTA CONTROLADOR NA APROVAÇÃO DE SUAS CONTAS COMO ADMINISTRADOR
Henrique Vergara 247
- Principais Temas Abordados:** a) O acionista controlador e seu poder de orientar o funcionamento dos órgãos de administração; b) A aprovação,

pela assembleia geral, das demonstrações financeiras e das contas da administração; c) O acionista controlador que ocupa cargo de administração e o impedimento de voto de que tratam os arts. 115, § 1º, e 134, § 1º, da Lei das S.A.

- 19 A ANÁLISE DO CONFLITO DE INTERESSE DO VOTO DOS ACIONISTAS-ADMINISTRADORES EM AGE QUE DELIBERA SOB PROPOSITURA DE AÇÃO DE RESPONSABILIDADE CIVIL CONTRA OS ADMINISTRADORES: CASO FORJAS TAURUS
Leandro Ravache e Rodrigo Tavares Borba..... 261
- Principais Temas Abordados:** a) O impedimento do acionista-administrador de companhia aberta de votar na deliberação relativa à propositura de ação de responsabilidade civil contra si próprio, nos termos do artigo 159 da Lei de S/A.; b) O exercício de direito de voto pelo acionista-administrador por meio de pessoa jurídica intermediária como forma de afastar eventual impedimento de voto.
- 20 A AQUISIÇÃO EXCEPCIONAL DE VOTO PARA VIABILIZAR A TOMADA DE DECISÃO EM ASSEMBLEIA GERAL NA QUAL ACIONISTAS COM VOTO ESTÃO IMPEDIDOS – CASO EMAE 2
Norma Jonssen Parente 277
- Principais Temas Abordados:** a) Acordo entre sociedades controladas pelo Estado de São Paulo; b) Conflito de interesse; c) Impedimento de voto: análise *a priori* ou *a posteriori*; d) Ações preferenciais sem voto; e) Estado titular de 100% das ações ordinárias; f) Consequência do impedimento da totalidade dos acionistas com voto; g) Exercício excepcional de voto pelo preferencialistas; h) Competência do Conselho de Administração; e i) Repercussão da aprovação em assembleia na responsabilidade do Conselho de Administração.

PARTE V

INSIDER TRADING

- 21 *INSIDER TRADING*, PRESUNÇÕES E ÔNUS PROBATÓRIO: UM OLHAR ADIANTE
Viviane Muller Prado e Marcos Galileu Lorena Dutra..... 293
- Principais Temas Abordados:** a) A alocação do ônus probatório entre a acusação e o acusado, consoante a disciplina do artigo 13 da Instrução CVM 358/2002; b) As presunções de existência dos diferentes elementos do ilícito de uso de informação privilegiada.
- 22 CASO BTG: *INSIDER TRADING* EM INSTITUIÇÃO FINANCEIRA
Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo 305

Principais Temas Abordados: a) Teoria da “Mente Corporativa”; b) *Chinese Wall*: segregação de atividades em banco multisserviços e sua importância como meio de prova; c) Oscilações atípicas de operações de mercado; d) Operação de *Risk Arbitrage*; e) *Insider Trading*: elementos configuradores; f) Operação de venda autorizada pelo *compliance* da vendedora; g) Princípio do *disclosure or refrain from trading*; h) Ônus da prova no *insider* primário e secundário.

- 23 MANIPULAÇÃO DECORRENTE DE DIVULGAÇÃO DE FATO RELEVANTE – CASO OGX (PAS CVM RJ 2014/6517)
Maria Isabel do Prado Bocater 319
- Principais Temas Abordados:** a) Manipulação em cotações de mercado; b) Fatos Relevantes com conteúdo excessivamente otimista; c) Divulgação de fatos com caráter negativo; d) Indução a erro por meio de artifício; e) Modalidades de fraude ao mercado; f) Distinção entre manipulação com divulgação fato relevante e mera divulgação defeituosa de informação (art. 14 da ICVM 480); g) Requisitos subjetivos e objetivos da manipulação; f) Dolo e nexos de causalidade; g) Vantagem para o agente e prejuízo a investidores.
- 24 *INSIDER TRADING* PRATICADO POR ACIONISTA CONTROLADOR E ADMINISTRADOR DE COMPANHIA ABERTA: CASO EIKE BATISTA (PAS RJ2014/578)
Carlos Martins Neto 335
- Principais Temas Abordados:** a) Ilícito de *insider trading* praticado por Presidente do Conselho de Administração e controlador; b) Presunções do art. 13 da ICVM n.º 358; c) Contrato de “Put” cujos detalhes não foram divulgados ao mercado; d) Alienação de ações da companhia antes da divulgação de fato relevante com viés negativo; e) Publicações otimistas no Twitter; f) Manipulação de preços; g) Responsabilidade por ato praticado por meio de pessoa jurídica.
- 25 ÔNUS DA PROVA, PRESUNÇÕES E INDÍCIOS EM CASOS DE *INSIDER TRADING* EM PROCESSOS SANCIONADORES DA CVM
Julio Ramalho Dubeux, Bianca Napoli Figueiredo e Carlos Eduardo Aranha 349
- Principais Temas Abordados:** a) *Insider trading*, regime de presunções e inversão do ônus da prova; b) Autonomia ou dependência do *blackout period* em relação ao *insider trading*; c) Acesso a relatórios financeiros com informações usadas para elaboração de ITRs e *insider trading*; e d) Ausência de vantagem indevida (lucro obtido ou perda evitada) e existência de histórico de negociações anteriores como contraíndícios da prática de *insider trading*.

PARTE VI

OUTRAS IRREGULARIDADES NO MERCADO DE CAPITAIS

- 26 VENDA DE GRANDES LOTES DE AÇÃO NO MERCADO SECUNDÁRIO – INQUÉRITO CVM 004/80
Jorge Hilário Gouveia Vieira 367
Principais Temas Abordados: a) Movimento especulativo de 1971; b) Criação da CVM; c) Venda pela União de ações da Vale em lotes historicamente atípicos e em grandes volumes; d) Sistema especial de negociação (circular CVM 303); e) Divulgação de Informações ao mercado; f) Natureza do processo administrativo sancionador; g) Funções da CVM; h) Obrigações dos intermediários para com o mercado em geral; i) Intuito doloso para configuração da hipótese de condições artificiais de demanda.
- 27 A MANIPULAÇÃO DE PREÇOS CONFORME PREVISTO NA ALÍNEA B DO INCISO II DA INSTRUÇÃO CVM 8, DE 8 DE OUTUBRO DE 1979: O CASO VINCI (PAS CVM RJ 2012-9808)
Julian Fonseca Peña Chediak 377
Principais Temas Abordados: a) Manipulação de preço (“b”, II, da ICVM 8-79); b) Montagem de posição em ações com pouca liquidez; c) Venda de pequenos lotes para frear movimento irracional de alta das cotações; d) Ação defensiva sem intenção de induzir o comportamento de investidores; e) Empate de votos em processo sancionador; f) Intenção de fraudar; g) Utilização de artifício.
- 28 ADMINISTRAÇÃO IRREGULAR DE CARTEIRA E OPERAÇÃO FRAUDULENTA (CHURNING)
João Marcelo Sant’Anna da Costa 385
Principais Temas Abordados: a) Elementos caracterizadores de *Churning* (operações fraudulentas); b) Elementos caracterizadores de administração de carteira de valores mobiliários sem a prévia autorização da CVM (administração irregular de carteira por agente autônomo); c) Análise de indícios de *churning*: *turn-over ratio*, *cost-equity*, giro excessivo, excesso de taxa de corretagem, negociações sem lógica econômica e incompatíveis com o perfil etc.; d) Análise de indícios de gestão irregular de carteira: tipo de investimentos, frequência, habitualidade, acesso quase diário ao home broker pelo investidor como contra indício etc.; e) Aplicação do princípio do *in dubio pro réu*; f) Análise da responsabilidade da corretora pelos atos de seus empregados.
- 29 RESPONSABILIDADE DO PRESIDENTE DA MESA EM ASSEMBLEIA GERAL DE COMPANHIA ABERTA NO ÂMBITO DA CVM
Rafael de Moura Rangel Ney 395
Principais Temas Abordados: a) Precedentes da CVM sobre a matéria; b) Os sujeitos passivos do poder disciplinar da Autarquia; c) A extensão do

conceito de “demais participantes do mercado”; d) A interpretação do art. 9º, incisos V e VI, da Lei nº 6.385/76.

- 30 SPOOFING E LAYERING, AS NOVAS FORMAS DE MANIPULAÇÃO DE PREÇOS
Marcos Saldanha Proença 403
Principais Temas Abordados: a) O *spoofing* e o *layering* e manipulação de preço no mercado de valores mobiliários; b) Os parâmetros para a configuração do *spoofing* e do *layering*.

PARTE VII

ASPECTOS CONTÁBEIS

- 31 RESERVA ESTATUTÁRIA E CLÁUSULA MÓVEL
Sérgio Campinho e Mariana Pinto 417
Principais Temas Abordados: a) Requisitos legais para a formação da reserva estatutária do artigo 194 da LSA; b) Critérios para determinar a parcela anual do lucro líquido do exercício que será destinada à reserva estatutária; c) Regra estatutária que adota faixa de percentuais, dentro da qual flutuará, a cada exercício, a fração do lucro líquido a ser destinada à reserva estatutária (cláusula móvel).
- 32 A REDUÇÃO DE CAPITAL POR PREJUÍZO NO CASO CATAGUASES
Paulo Cezar Aragão e Gisela Sampaio da Cruz 431
Principais Temas Abordados: a) Redução de capital; b) Discussão sobre a possibilidade de utilização de balanço intermediário, que demonstre os prejuízos acumulados antes do fim do exercício social, para fins de redução de capital; c) Desnecessidade de utilização da reserva de capital para absorção de prejuízos acumulados antes redução de capital; d) Desnecessidade de realização de assembleia especial de preferencialista; e) Distinção entre reservas de lucros e reserva de capital; f) Inaplicabilidade de direito de recesso.
- 33 CASO COMPANHIA INDUSTRIAL CATAGUASES: RETENÇÃO DE LUCROS COM BASE EM ORÇAMENTO DE CAPITAL (ART. 196 DA LSA)
Pedro Wehrs do Vale Fernandes 447
Principais Temas Abordados: a) A natureza jurídica da retenção de lucros prevista no art. 196 da LSA; b) A discricionariedade e flexibilidade dos administradores para definirem o orçamento de capital e a estrutura de capital adotada pela companhia; c) A inaplicabilidade da regra prevista no art. 199 da LSA à retenção de lucro com base em orçamento de capital de que trata o art. 196.

PARTE VIII

OFERTA PÚBLICA DE AÇÕES

- 34 INCORPORAÇÃO DE COMPANHIA ABERTA E PROTEÇÃO DO ACIONISTA MINORITÁRIO
Mauricio Moreira Menezes 463
Principais Temas Abordados: a) *Tag along* (art. 254-A, da Lei nº 6.404/76) no caso de reestruturação da companhia cujo resultado produza a alteração substancial no bloco de controle da companhia incorporadora; b) Distinção entre alienação de controle e incorporação; c) Distinção entre aquisição originária e aquisição derivada.
- 35 CASO TIM PARTICIPAÇÕES: O DIREITO AO TAG ALONG NA ALIENAÇÃO DE CONTROLE MINORITÁRIO E A LEI APLICÁVEL PARA A DEFINIÇÃO DO CONTROLE EM OPERAÇÕES ENVOLVENDO SOCIEDADE ESTRANGEIRA
Paulo Penna 473
Principais Temas Abordados: a) A lei aplicável para definir o controle quando o evento que enseja a alteração do comando da companhia aberta brasileira é a mudança no controle de sociedade domiciliada fora do país; b) A incidência, ou não, do art. 254-A da LSA na alienação de controle minoritário.
- 36 CASO CPFL – OPA POR ALIENAÇÃO INDIRETA DE CONTROLE
Carlos Alexandre Lobo e Vitor Rozenthal 489
Principais Temas Abordados: a) Determinação do preço da OPA por alienação indireta de controle; b) Demonstração justificada do preço atribuído às ações da controlada como parte do valor global da aquisição das ações da controladora; c) Grau de relevância do valor atribuído às ações da controlada no negócio de alienação das ações do bloco de controle; d) Questão da razoabilidade da demonstração justificada de preço; e) Critérios diferentes de avaliação para as companhias controladora e controlada; f) A questão da igualdade de tratamento; g) Limites ao poder da CVM de interferir nos trabalhos do avaliador; h) Realização de teste de consistência sobre o valor atribuído na OPA de alienação indireta de controle; i) Questão da subjetividade na definição do preço das ações da controlada alienada indiretamente; j) Limites à interferência da CVM.
- 37 CASO ELETROPAULO: AQUISIÇÃO HOSTIL DE CONTROLE POR MEIO DE OPA CONCORRENTE SEGUIDA DE CANCELAMENTO DO REGISTRO DE COMPANHIA ABERTA
Maurício Teixeira dos Santos, Carlos Augusto Junqueira, Eduardo Figueira de Brito e Alexandre Trejos Vargas 503
Principais Temas Abordados: a) OPA para Aquisição de Controle Concorrente: i) envelope fechado *versus* disputa a viva-voz; ii) interferências

compradoras no leilão e o risco de vantagem competitiva indevida; b) Cancelamento de Registro por procedimento diferenciado: i) cômputo das adesões à OPA para aquisição de controle para fins de verificação do quórum de sucesso da OPA para cancelamento de registro, inclusive para validação do critério de “preço justo e (ii) o resgate das ações remanescentes (“squeeze out”).

PARTE IX

FUNDOS DE INVESTIMENTO

- 38 FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS
Alexandre Costa Rangel e Thaís Vianna Ferro 523
Principais Temas Abordados: a) Obrigações e responsabilidades do Administrador de FIDC; b) Obrigações e responsabilidades do Custodiante de FIDC; c) Renegociação de direitos creditórios; d) liquidação financeira dos créditos; e) Delegação da atividade de cobrança e de guarda dos documentos comprobatórios; f) Efeitos do deferimento pela CVM do registro do regulamento do FIDC.
- 39 POSSIBILIDADE DE AQUISIÇÃO DE CRÉDITOS DE SOCIEDADES EMPRESÁRIAS EM REGIME DE RECUPERAÇÃO JUDICIAL E EXTRAJUDICIAL POR FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS
Márcio Souza Guimarães 541
Principais Temas Abordados: a) Conceito de “direitos creditórios originados de empresas em processo de recuperação judicial ou extrajudicial”, previsto no artigo 1º, § 1º, V, da Instrução Normativa da CVM nº 444/06; b) Possibilidade de FIDC padronizado adquirir créditos cedidos por sociedade em regime de recuperação judicial ou extrajudicial, ainda que seu PRJ não esteja definitivamente aprovado; c) Discussão sobre a possibilidade de FIDC padronizado adquirir créditos cedidos por um credor, cuja obrigação seja garantida por coobrigação de uma sociedade em regime de recuperação judicial ou extrajudicial; d) Evolução jurisprudencial no âmbito da CVM; e) Análise dos impactos do art. 47; 66; 74; 129; 130; 136, § 1º, todos da Lei 11.101/2005 (LFR).
- 40 LEGALIDADE E EFEITOS DO REGISTRO NA CVM DE FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO DESTINADOS À DISTRIBUIÇÃO PÚBLICA
Rafael Andrade 553
Principais Temas Abordados: a) A existência na legislação de um registro de emissor para os fundos de investimento; b) Os efeitos do registro na CVM de fundos de investimento cujas cotas não são destinadas à distribuição pública.

PARTE X

“NOVOS” VALORES MOBILIÁRIOS

- 41 ANÁLISE DOS SISTEMAS AGROINDÚSTRIAS E FINANCIAMENTO NO ÂMBITO DO MERCADO DE CAPITAIS – ESTUDO DO CASO BURGER KING PROCESSO SEI 19957.001669/2016-13
Renato Buranello 569
Principais Temas Abordados: a) A evolução da atividade de produção rural e a formação dos sistemas agroindustriais; b) O conceito de Direito Creditório do Agronegócio: aspectos objetivos e subjetivos; c) O Processo CVM n. RJ2012/12177; d) Estudo do caso Burger King.
- 42 CONSULTA CRI DE REEMBOLSO – PROCESSO CVM 19957.001522/2017-12
Julia Damazio Franco, Frederico Calmon Nogueira da Gama e Pedro Aurélio de Pessôa Filho 591
Principais temas Abordados: a) Evolução do conceito de “crédito imobiliário” nos precedentes da CVM; b) Características e benefícios da estruturação de Certificados de Recebíveis Imobiliário (“CRI”) com lastro em crédito imobiliário “por destinação” que envolva o reembolso de despesas incorridas no setor imobiliário anteriormente à emissão do CRI; c) Requisitos de elegibilidade de despesas aptas a serem reembolsadas por meio da emissão dos CRI de Reembolso.
- 43 CONDO-HOTÉIS: A EVOLUÇÃO DO ENTENDIMENTO DA CVM À LUZ DO CASO SETIN
Gabriela Codorniz e Julia Hebling 599
Principais Temas Abordados: a) Enquadramento dos condo-hotéis no conceito de contrato de investimento coletivo; b) Evolução da assimilação dos agentes de mercado sobre a natureza dos condo-hotéis e das regras aplicáveis à oferta dessa modalidade de investimento; c) Responsabilidade de incorporadoras e operadoras hoteleiras e de seus administradores em razão da oferta pública irregular de condo-hotéis: os marcos temporais definidos pelo Colegiado.

PARTE I

DIREITO DOS ACIONISTAS

Em síntese, parece-nos, em tese, serem válidas tanto a adoção de uma faixa de percentuais, com limites razoáveis, dentro da qual flutuará, a cada exercício, a parcela do lucro líquido a ser efetivamente destinada à reserva estatutária, deixando a definição do correspondente montante a cargo da assembleia geral, como a adoção de um percentual máximo para tal fim, porquanto a lei não limita a adoção de qualquer critério. De todo modo, como foi destacado, o exame estruturado do caso concreto poderá revelar abuso do direito por parte do acionista controlador.

32

A REDUÇÃO DE CAPITAL POR PREJUÍZO NO CASO CATAGUASES

PAULO CEZAR ARAGÃO

Ex-superintendente jurídico da Comissão de Valores Mobiliários. Vice-Presidente da Câmara de Arbitragem do Mercado da B3 – Brasil Bolsa Balcão S.A. Advogada.

GISELA SAMPAIO DA CRUZ

Doutora (2008) e Mestre (2003) em Direito Civil pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro – UERJ. Professora Adjunta do Departamento de Direito Civil da UERJ. Professora de Direito Civil dos cursos de pós-graduação do CEPED/UERJ, da FGV e da PUC/Rio. Advogada.

Processo Administrativo Sancionador	CVM RJ2004/4558, RJ2004/4559, RJ2004/4569 e RJ2004/4583
Principais Temas Abordados	<ul style="list-style-type: none"> • Redução de capital; • Discussão sobre a possibilidade de utilização de balanço intermediário, que demonstre os prejuízos acumulados antes do fim do exercício social, para fins de redução de capital; • Desnecessidade de utilização da reserva de capital para absorção de prejuízos acumulados antes redução de capital; • Desnecessidade de realização de assembleia especial de preferencialista; • Distinção entre reservas de lucros e reserva de capital; e • Inaplicabilidade de direito de recesso.

1. CIRCUNSTÂNCIAS FÁTICAS

1.1 Breve apresentação do caso¹

O caso Cataguases, tão bem explorado pelos Processos CVM RJ2004/4558, RJ2004/4559, RJ2004/4569 e RJ2004/4583², é um marco nas discussões da CVM sobre questões envolvendo o tema da redução de capital. A riqueza de detalhes do caso e a quantidade de matérias discutidas demanda uma atenção especial. No entanto, pelo longo tempo transcorrido desde o pronunciamento da autarquia, que aconteceu em 21 de setembro de 2004, a decisão e as discussões por ela geradas precisam ser lembradas. Com este artigo, procuraremos destacar e analisar os pontos mais relevantes dessa decisão levando em consideração os aspectos destacados pela CVM.

Tratou-se, o referido caso, do julgamento de um conjunto de recursos interpostos (i) pela Companhia Força e Luz Cataguases-Leopoldina (Processo RJ 2004/4583); (ii) por sua acionista Alliant Energy Holdings do Brasil Ltda. (Processo RJ 2004/4569); (iii) por seus acionistas Sr. Victor Adler e outros (Processo RJ 2004/4559); e por seu ex-conselheiro fiscal Sr. Marcelo Antônio Gonçalves Souza (Processo RJ 2004/4558). Analisados em conjunto pela autarquia, tais recursos tiveram como objetivo questionar, sob a ótica de diferentes entendimentos, uma manifestação da Superintendência de Relações com Empresas (SEP) relativa à Assembleia Geral Extraordinária (AGE) da Cataguases realizada em 09.12.2003, bem como sobre os atos societários posteriores à essa assembleia. A análise que será aqui empreendida diz respeito, de modo mais específico, aos aspectos e discussões relacionadas à referida AGE.

1.2 A AGE da Cataguases de 09.12.2003

Na época da realização da AGE, no final de 2003, a situação financeira da Companhia não era positiva. Além de prejuízos acumulados de mais de R\$ 74 milhões entre 2001

¹ O caso envolve uma operação de redução de capital social sendo ampla a bibliografia sobre o tema. Na doutrina, cf.: BLANCO, Antonio Pérez de La Cruz. *La reducción del capital en sociedades anónimas y de responsabilidad limitada*. Zaragoza: Publicaciones del Real Colegio de España en Bolonia, 1973; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Finanças e demonstrações financeiras da companhia: conceitos fundamentais*. Rio de Janeiro: Forense, 1989; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Imposto sobre a renda: pessoas jurídicas*. Rio de Janeiro: Justec, 1979. v. 2; CARDOSO, Fernando. *Redução do capital social das sociedades anônimas*. Lisboa: Livraria PortugalMundo, 1989; CARVALHO DE MENDONÇA, J. X. *Tratado de direito comercial brasileiro*. Atualizada por Ruymar de Lima Nucci. Campinas: Bookseller, 2001. t. II, v. 2; FENGHI, Francesco Fenghi. *La riduzione del capitale*. Milano: Giuffrè, 1974; LAMY FILHO, Alfredo. *A Lei das S.A.* 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2; MIRANDA VALVERDE, Trajano de. *Sociedades por ações*. Rio de Janeiro: Forense, 1941. v. 1; THALLER, Edmond. *La réduction du capital d'une société anonyme par suite de pertes en face d'actions de priorité*. Annales de droit commercial français, étranger et international. Paris: Arthur Rousseau, 1911. Na CVM, há precedentes relevantes sobre o tema: Processo CVM RJ 2003/2367, Rel. Dir. Luiz Antonio Sampaio Campos, j. 04.11.2003; Processo CVM 96/2617, Rel. Dir. Rogerio Bruno Crissiuma Martins, j. 01.10.1997.

² CVM, Processos RJ2004/4558, RJ2004/4559, RJ2004/4569 e RJ2004/4583, Rel. Dir. Eli Loria, j. 21.09.2004, v.m.

e 2002, a Companhia já estava há dois anos sem pagar dividendos. A fim de evitar um terceiro ano consecutivo sem geração de lucros e, consequentemente, sem o pagamento dos dividendos, a Companhia teve de submeter-se a uma reestruturação financeira.

Essa reestruturação teve início com a referida AGE, na qual foi deliberada a redução do capital social da Companhia no montante total de R\$ 74.358.513,23, para fins de absorção dos prejuízos acumulados (art. 173 da Lei 6.404/76 ou “LSA”), conforme balanço especial intermediário com data base de 30.09.2003. Esse montante, além de ter sido deduzido do capital social da Companhia a despeito da existência, à época, de uma reserva de capital de mais de R\$ 31 milhões, representava a soma dos prejuízos acumulados no exercício de 2002 com os prejuízos apurados no próprio exercício de 2003, até a data de 30.09.2003. Além disso, deliberou-se também pela inclusão, no Estatuto Social, de capítulo de “disposições transitórias”, conferindo às ações preferenciais classes A e B uma vantagem de pagamento de dividendos cumulativos à conta das reservas de capital, quando o lucro fosse insuficiente, apenas nos exercícios sociais de 2003 e 2004, retornando ao *status* anterior a partir de 01.01.2005.

Em 29.06.2004, a SEP emitiu manifestação, por meio do Ofício/CVM/SEP/GEA-3/nº269/04, sobre as diversas reclamações formuladas contra a Cataguases por acionistas minoritários e outros interessados. Os seguintes pontos explicitados na manifestação foram questionados nos Recursos: (a) impossibilidade da utilização do prejuízo apurado até 30.09.2003 na redução do capital social pelo fato de o resultado intermediário não ser o relativo ao exercício social e, consequentemente, não pode ter uma destinação definitiva no balanço intermediário; (b) redução excessiva do capital social; (c) obrigatoriedade da utilização da reserva de capital na absorção dos prejuízos acumulados; (d) deliberação sobre a destinação do resultado do exercício e da aquisição do direito de voto pelos acionistas preferencialistas a partir da AGO de 30.04.2004 e; (e) da contabilização da receita não operacional decorrente da venda das Centrais Hidroelétricas Grapon S.A. no exercício social de 2003.

2. PRINCIPAL(IS) QUESTÃO(ÕES) ANALISADA(S) PELA CVM

As principais questões decididas pela CVM relacionaram-se, de fato, à redução do capital deliberada na AGE de 09.12.2003 e abordaram os seguintes temas: (i) (im) possibilidade de consideração dos prejuízos acumulados antes do fim do exercício social para fins de redução de capital, ponto no qual se analisou a definitividade ou não do balanço intermediário; (ii) obrigatoriedade ou não da utilização da reserva de capital para a absorção dos prejuízos acumulados; e (iii) existência ou não de prejuízos às vantagens das ações preferenciais decorrentes das deliberações da AGE.

3. DECISÃO DA CVM

Como em todo caso paradigmático, o julgamento foi repleto de discussões e entendimentos díspares por parte dos Diretores envolvidos, o que culminou em uma votação por maioria. As decisões sobre cada um dos itens analisados foram tomadas de maneira apartada. Além do voto do Diretor Relator Eli Loria, houve manifestação de votos dos Diretores Marcelo Trindade e Norma Parente. Para compreender a posição efetivamente adotada pela CVM, trataremos brevemente acerca dos entendimentos

dos Diretores em relação aos temas discutidos, na medida em que forem relevantes aos comentários que pretendemos oferecer sobre o julgado.

3.1 Utilização dos prejuízos acumulados antes do fim do exercício social para fins de redução de capital

Ao tratar da possibilidade de cômputo dos prejuízos acumulados até 30.09.2003 na redução de capital deliberada na referida AGE, bem como sobre os reflexos destes prejuízos nas demonstrações financeiras de 31.12.2003, o Colegiado, por maioria, acompanhou o voto do Diretor Presidente Marcelo Trindade no sentido de que a contabilização dos prejuízos acumulados nos três primeiros trimestres de 2003 seria lícita. O Diretor levou em consideração o fato de já existir precedente explícito sobre o tema na CVM, bem como a existência de sete assembleias entre 1999 e 2003 em que companhias abertas deliberaram reduzir seu capital com base em prejuízos apurados em balanços intermediários, sem que tais atos societários fossem impugnados pela autarquia. Assim, lhe pareceu mais prudente observar a regra do art. 2º, parágrafo único, XIII, da Lei 9.784/1999 segundo o qual deverá ser adotada a “interpretação da norma administrativa da forma que melhor garanta o atendimento do fim público a que se dirige, vedada aplicação retroativa de nova interpretação”.

O Diretor Presidente ressaltou que poderia concordar com a corrente que compreende que os prejuízos apurados em balanço intermediário não serviriam à redução de capital, como compreendeu o Diretor Relator, mas sublinhou que este entendimento representaria aplicação retroativa de nova interpretação e estaria, portanto, vedado nos termos do art. 2º da Lei 9.784/1999.

3.2 Utilização da reserva de capital para absorção de prejuízos acumulados

Outro ponto discutido pelo Colegiado foi a obrigatoriedade, ou não, de utilização da reserva de capital para absorção de prejuízos acumulados, prevalecendo, também por maioria, o voto do Diretor Presidente, vencida a Diretora Norma Parente.

Em suas considerações, o até então Diretor Marcelo Trindade ressaltou que, embora nem todas as hipóteses de utilização das reservas de capital, previstas pelo art. 200 da Lei 6.404/1976, sejam *faculdades*, a compensação de prejuízos com a reserva de capital dependeria de prévia aprovação assemblear e, portanto, não poderia ser tida como de uso obrigatório, como no caso do inciso V do referido artigo.

A Diretora Norma Parente discordou desse entendimento, porque, em sua visão, a utilização da reserva de capital para absorção dos prejuízos como *faculdade* atentaria contra o princípio da preservação do capital social. O Diretor Relator, ao seu turno, entendeu que a absorção da reserva de capital seria consequência inevitável do ajuste contábil proposto.

3.3 Prejuízos às vantagens das ações preferenciais decorrentes das deliberações da AGE de 09.12.2003

A discussão desse ponto foi iniciada pelas considerações acerca da existência, ou não, de prejuízo às vantagens das ações preferenciais decorrentes das deliberações

da AGE de 09.12.2003, e sobre a conseqüente necessidade, ou não, de realização da assembleia de preferencialistas para a confirmação das deliberações tomadas. Tal discussão teve como origem a reclamação dos titulares de ações preferenciais relacionada ao fato de que o valor mínimo ou fixo dos dividendos das ações preferenciais era calculado a partir de percentuais sobre o capital social, de forma que a redução dessa base de cálculo afetaria os valores efetivamente pagos aos acionistas. Tal modificação já consistiria, na opinião deles, num prejuízo às vantagens das ações preferenciais, o que ensejaria a necessidade de ratificação pelos prejudicados em assembleia especial, nos termos do art. 136, § 1º, da LSA.

Nesse ponto, o Colegiado da CVM, em votação majoritária, acompanhou o voto do Diretor Relator, que, ratificando os posicionamentos da SEP e da PFE sobre o tema, não vislumbrou um prejuízo essencial às vantagens ou preferências outorgadas às ações preferenciais da Cataguases, mas apenas prejuízo reflexo, financeiro, e conseqüentemente externo às vantagens originalmente atribuídas. Desse modo, o Relator afastou a necessidade de realização da assembleia especial prevista no art. 136, § 1º, da LSA e considerou não preenchidas as condições para concessão de direito de retirada a esses acionistas, na forma do art. 137, I, da LSA. Além disso, foi ressaltado que as alterações estatutárias implementadas garantiriam o recebimento dos dividendos dos preferencialistas, em razão da instituição de dividendos cumulativos.

Divergindo da posição majoritária, a Diretora Norma Parente foi favorável à realização da assembleia de preferencialistas, pois entendeu que houve esvaziamento da vantagem econômica dos preferencialistas.

4. ANÁLISE CRÍTICA

O caso Cataguases trouxe à tona o tema da redução de capital, o qual, apesar de ocupar papel indevidamente secundário nas discussões acerca das modificações no capital social das companhias³, revela questões de extremo valor que merecem um maior aprofundamento⁴. Assim, a despeito de o sistema brasileiro continuar ancorado no conceito de capital social como garantia dos credores e contrapartida necessária da responsabilidade limitada dos acionistas, se determinados cuidados forem adotados e o procedimento legal for corretamente seguido, a redução de capital revela-se como instrumento útil em diversas situações práticas. A absorção de prejuízos acumulados é uma delas.

³ Se, de um lado, a redução de capital não recebe o devido exame, de outro as operações de aumento de capital têm sido objeto de estudos de alto nível científico e grande profundidade, corroborando a existência de um sistema jurídico que mantém ainda o conceito de capital como o fulcro de todo o arcabouço jurídico das sociedades anônimas.

⁴ A menor atenção ao tema não é peculiaridade do direito brasileiro. A doutrina italiana também destaca o fato de que se trata de “instituto negligenciado pela doutrina, que sobre ele oferece uma interpretação simplista e puramente literal, dedicando-lhe poucas páginas nos manuais mais difundidos, e pela própria jurisprudência, que recebe mecanicamente as indicações fornecidas pela praxe societária” (FENGHI, Francesco. *La riduzione del capitale*. Milano: Giuffrè, 1974. p. 1).

Dentre as causas de redução, a redução para absorção de perdas é uma das mais recorrentes⁵, embora não seja a única⁶. É utilizada quando, por força de prejuízos acumulados, a companhia se encontra impedida de distribuir dividendos a seus acionistas. Também denominada saneamento financeiro, essa forma de redução contábil do capital pressupõe, portanto, a existência de prejuízos, daí decorrendo a redução do capital para mantê-lo em posição de equilíbrio com o patrimônio real da companhia. O valor patrimonial da companhia em si em nenhum momento é afetado.

Como na redução de capital para absorção de prejuízos não existe devolução de recursos aos acionistas, a LSA não a submete à exigência prévia da deliberação dos credores, podendo verificar-se tão somente por força de deliberação assemblear. Nesse cenário, admite a lei a possibilidade de que a assembleia geral delibere reduzir o capital da companhia, de modo que ela volte a distribuir dividendos, pondo fim a uma ficção de capital aparente⁷.

O pressuposto da redução de capital para absorção de prejuízos, então, será a inexistência, na contabilidade da sociedade, de lucros acumulados e reservas de lucros. Isto porque, uma vez verificado que o exercício resultou em prejuízo, a companhia não poderá distribuir desde logo dividendos a seus acionistas, devendo, antes, proceder à absorção dos prejuízos pelos lucros acumulados, pelas reservas de lucros e pela reserva legal nesta ordem, conforme dispõe o parágrafo único do art. 189 da LSA⁸, já que essas reservas resultam diretamente do desempenho da companhia. Nada impede, todavia,

⁵ Vale mencionar que, diversamente das sociedades anônimas, para as sociedades limitadas a redução de capital para absorção de prejuízos pressupõe “perdas irreparáveis”, bem como que a verificação do excesso do montante do capital social se dê tendo em conta o “objeto da sociedade” (Código Civil, art. 1.082, I e II), exigências não aplicáveis às sociedades anônimas.

⁶ Outros casos de redução do capital ocorrem (i) quando o capital social é considerado excessivo (art. 173 da Lei 6.404/1976); (ii) no pagamento aos acionistas dissidentes, em caso de exercício do direito de recesso, se não houver lucros ou reservas livres na sociedade e as ações reembolsadas a débito do capital social não forem vendidas no prazo de 120 dias a contar da publicação da ata da assembleia geral (Lei 6.404/1976, art. 45, §§ 6º e 7º); e (iii) no caso das ações caídas em comisso, pela não realização do preço de subscrição por parte do investidor, sendo mal sucedida a companhia tanto na execução judicial quanto na venda em leilão especial (Lei 6.404/1976, art. 107, § 4º). Em interessante, Alain Couret questiona a existência, além das formas tradicionais, de uma terceira via de redução de capital, a qual abarcaria, entre outras, as seguintes hipóteses: (i) sociedade que recolheu seus próprios títulos de capital sob condição de devolução universal; (ii) sociedade que comprou certo número de seus títulos e deseja conservá-los em portfólio; (iii) sociedade que comprou certo número de seus títulos sob compromisso de anulação; (iv) a reaqusição com vistas a facilitar certas operações; (v) exercício por um sócio do direito de recesso (COURET, Alain. In: COURET, Alain; LA NABASQUE, Hervé (coord.). *Quel avenir pour le capital social?* Paris: Dalloz, 2004. p. 85-99).

⁷ Como explica Fernando Cardoso: “o interesse público de que as sociedades não se apresentem com um capital nominal a que não corresponda uma efetiva cobertura do patrimônio” (CARDOSO, Fernando. *Redução do capital social das sociedades anônimas*. Lisboa: Livraria PortugalMundo, 1989. p. 57-58).

⁸ Lei 6.404/1976, art. 189, parágrafo único: “(...) Parágrafo único. O prejuízo do exercício será obrigatoriamente absorvido pelos lucros acumulados, pelas reservas de lucros e pela reserva legal, nessa ordem”.

que a redução de capital se verifique quando a sociedade dispõe ainda de reservas de capital. Nesse ponto, portanto, estamos de pleno acordo com a decisão final da CVM no caso em análise.

A chamada “reserva de capital”, diferentemente das reservas de lucros, tem origem nos recursos recebidos pela companhia, isto é, é constituída por transferências de capital recebidas pela companhia que não provieram de suas operações⁹. Os recursos que a compõem, portanto, não transitam pela conta de resultados da companhia. Revela-se, assim, como uma reserva *externa corporis societatis*, que, por ser formada por valores resultantes de ingressos e contribuições de terceiros, não se sujeita à exigência de compensação dos prejuízos, prevista no parágrafo único do art. 189 da LSA.

Nota-se que o legislador sequer incluiu a reserva de capital no elenco de reservas em que há obrigatoriedade de compensação com prejuízos. E isto é assim por uma razão lógica: prejuízo compensa-se com lucros. Logo, não seria razoável impor a compensação de transferências patrimoniais que não constituem lucro da companhia – isto é, recursos que constituem a reserva de capital – com o eventual prejuízo do exercício. Do contrário, a situação econômico-financeira da sociedade e seu desempenho e resultados poderiam ser facilmente mascarados, o que causaria a falsa impressão de que a companhia é rentável.

Além disso, o art. 200 da LSA, ao disciplinar que as reservas de capital *poderão* ser utilizadas para absorção de prejuízos que ultrapassarem os lucros acumulados e as reservas de lucros, não atribui caráter obrigatório à essa utilização, apenas confere à sociedade a *faculdade* de proceder a tal absorção. Isso fica claro se levarmos em consideração que: (i) ao utilizar, no *caput* do art. 200, o verbo “*poderão*” – ao invés da expressão “*será obrigatoriamente absorvido*”, tal como o fez no parágrafo único do art. 189 da LSA –, o legislador deixou extreme de dúvidas que essa modalidade de utilização da reserva de capital é *facultativa*; e (ii) a LSA, quando impõe no art. 189, parágrafo único, a compensação dos prejuízos com certas reservas, faz uma enumeração clara e expressa, sem incluir, no entanto, a reserva de capital. Outro ponto, inclusive, também foi corretamente apontado na manifestação de voto do até então Diretor Presidente Marcelo Trindade (vencedor nesse ponto):

Do ponto de vista de interpretação sistemática, cumpre notar que sempre que a Lei das S.A. quis fazer referência genéricas às reservas de lucros e de capital, fê-lo ao mencionar apenas reservas (cf. por exemplo o art. 169, ou o § 5º do art. 17); quando quis equiparar reservas de capital e certa reserva de lucros (a reserva legal), fê-lo expressamente (cf. o § 1º do art. 193; e quando desejou mencionar apenas uma, ou outra, referiu-se apenas a reserva de capital (cf. por exemplo o art. 167, ou o § 6º do art. 17) ou à reserva de lucro

⁹ Como explica a doutrina: “São classificadas como reserva de capital as contas que registrarem: (i) a contribuição do subscritor de ações que ultrapassar o valor nominal e a parte do preço de emissão das ações sem valor nominal que exceder a importância destinada à formação do capital social, inclusive nos casos de conversão em ações de debentures ou partes beneficiárias; e (ii) o produto da alienação de partes beneficiárias e bônus de subscrição” (EIZIRIK, Nelson. *A lei das S/A comentada*. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015. v. 3, p. 465).

(cf. o art. 189, parágrafo único). Por isto me parece que a norma do art. 189 é expressa e precisa, ao determinar que os prejuízos do exercício não sejam compensados com as reservas de capital, mas apenas, como diz o parágrafo único, com os “pelos lucros acumulados, pelas reservas de lucros e pela reserva legal, nessa ordem”¹⁰.

Sendo assim, percebe-se que a intenção do legislador foi impor compensações obrigatórias de prejuízos apenas com as reservas originadas em lucros, para que as demonstrações financeiras possam mensurar corretamente o desempenho da companhia, devendo-se considerar a faculdade do art. 200, I, como opção extraordinária, a fim de não se desvirtuar a fidedignidade dos resultados da sociedade como indicadores de sua lucratividade. Daí se conclui que as reservas de capital: (i) não têm a mesma disciplina das reservas de lucros¹¹; (ii) não estão submetidas ao regime de compensação obrigatória prevista no parágrafo único do art. 189; e (iii) têm utilização *facultativa* para absorção de prejuízos¹².

¹⁰ CVM, Processos CVM RJ2004/4558, RJ2004/4559, RJ2004/4569 E RJ2004/4583, Relator Dir. Eli Loria, j. 21.09.2004, v.m.

¹¹ E isto também é reforçado no voto do Diretor Presidente Marcelo Trindade, ao afirmar que: “Nem se diga que a lei, como regra, equiparou as reservas de lucros e as reservas de capital. Como visto, a lei sempre as diferenciou, e apenas quando quis, expressamente equiparou-as. E a norma mais clara a respeito é a do art. 199 da Lei das S.A., que determina a capitalização compulsória das reservas de lucros (exceto para contingências, de lucros a realizar e, por força de precedente recente da CVM) quando alcançarem a soma do capital social, e no comando não inclui as reservas de capital. Exatamente por força da regra do art. 199, inúmeras companhias têm reservas de capital superiores ao capital social, o que revela que tal fato nada tem de extraordinário ou ilegal” (CVM, Processos CVM RJ2004/4558, RJ2004/4559, RJ2004/4569 e RJ2004/4583, Relator Dir. Eli Loria, j. 21.09.2004, v.m.).

¹² Nesse mesmo sentido, Luiz Carlos Piva sustenta que: “o parágrafo único do artigo 189 não obriga a absorção de prejuízos acumulados pelas reservas de capital, mas o inciso I do artigo 200 faculta a sua utilização para absorver prejuízos, na medida em que ultrapassem as reservas de lucros” (PIVA, Luiz Carlos. Lucros, reservas e dividendos. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coord.). *Direito das companhias*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 1.220). Luiz Antonio Sampaio Campos, sobre o assunto, assim elucidou em caso de sua relatoria: “A reserva de capital, como se disse, é uma reserva peculiar, porque não decorre da atividade da empresa, no sentido que não tem correlação com o lucro ou prejuízo da companhia. Por isso que são taxativos tanto os recursos que podem ser assim classificados como o destino que ela pode vir a ter. E é justamente pela razão de que a reserva de capital não decorre da atividade da companhia, que não está sujeita ao regime das demais reservas, que são formadas essencialmente por lucros, principalmente à regra mandatária que exige que as reservas decorrentes de lucros sejam compensadas com os prejuízos apurados pela companhia, nos termos do art. 189. Do mesmo modo, não está ela sujeita aos limites do art. 199 da Lei nº 6.404/76. Daí porque se pode dizer, com convicção e desassombro, que a reserva de capital não tem correlação direta nem com o capital social nem com os lucros ou prejuízos oriundos da atividade da companhia e por isso pode ser utilizada livremente dentre as hipóteses do art. 200, mesmo que haja prejuízos acumulados e que a companhia não ostente lucros. Como ela não deriva de lucros não está a eles vinculada e a prova mais eloquente disso é a previsão de sua utilização – sem prévia redução de capital inclusive – para pagamento de dividendo prioritário cumulativo, que pressupõe necessariamente a inexistência de lucros ou a insuficiência destes; seria ocioso prosseguir com

Andou bem, portanto, a CVM na decisão exarada no caso Cataguases, pois, de fato, a lei não obriga a que, na absorção de seus prejuízos, a companhia tenha que se valer obrigatoriamente das reservas de capital existentes antes de recorrer a redução de seu capital social. Além de ser lícito proceder-se à redução do capital para absorção dos prejuízos mesmo que a companhia possua reserva de capital, em alguns casos é até mesmo recomendável¹³.

Outro aspecto relevante analisado na decisão da CVM diz respeito ao balanço a ser utilizado como base para a redução de capital por absorção de prejuízos acumulados. Diferente da hipótese de redução de capital para devolução de recursos aos acionistas, em que existe estabilidade do capital ao longo do tempo, na redução de capital para absorção de prejuízos se está diante de uma situação de instabilidade, já que os prejuízos são essencialmente mutáveis. Daí ser imprescindível a delimitação de uma data de corte para a determinação das perdas acumuladas que serão objeto de redução.

São duas as espécies de balanço que podem contabilizar os prejuízos. A primeira é o balanço intermediário, que pode ser levantado por força de lei ou previsão estatutária (art. 204 da LSA). A segunda é o balanço de encerramento, que deve ser elaborado ao término do exercício social. Na prática, o que difere estas duas espécies é o fato de no balanço intermediário as contas de resultado não serem encerradas contabilmente. No entanto, as informações trazidas nas demonstrações financeiras intermediárias são ontologicamente idênticas às contidas no balanço de encerramento. Ou seja, ao elaborar o balanço intermediário, a companhia obtém os mesmos resultados que teria alcançado se tivesse encerrado suas contas de resultado e levantado, naquela data, o balanço de encerramento¹⁴.

O balanço intermediário é capaz de mensurar o desempenho da sociedade de maneira eficaz, prestando-se ao mesmo fim do balanço de encerramento, qual seja,

explicações com tão fulgurante exemplo. Evidentemente, se a companhia assim o desejar pode utilizar a reserva de capital tanto para aumentar o capital social como para absorver prejuízos, mas frise-se é faculdade e estamos no campo da liberdade e não da obrigatoriedade, como nas demais reservas” (Processo CVM RJ 2003/2367, Rel. Dir. Luiz Antonio Sampaio Campos, j. 04.11.2003).

¹³ Como alude o Diretor Presidente Marcelo Trindade na decisão em exame: “Pode haver diversas razões, contratuais, estatutárias, tributárias, ou de outra natureza do interesse da companhia, para reduzir-se o capital social sem reduzir-se a reserva de capital. Imagine-se uma companhia que se obrigou a pagar dividendos sobre o valor de uma determinada reserva de capital quando da emissão de ações com ágio, exclusivamente em favor dos acionistas que subscrevessem aquela classe de ações emitida. A redução do capital social não impactaria o dividendo, mas a da reserva sim, e, portanto, a companhia poderia deliberar preservar o valor do dividendo, reduzindo o capital social” (CVM, Processos CVM RJ2004/4558, RJ2004/4559, RJ2004/4569 e RJ2004/4583, Rel. Dir. Eli Loria, j. 21.09.2004, v.m.).

¹⁴ Nesse sentido, afirma Bulhões Pedreira que o balanço intermediário “não modifica a anuidade do período de determinação do resultado. É levantado com observância de todas as prescrições legais e regras contábeis aplicáveis ao balanço anual, mas sem encerramento das contas do resultado do exercício: ainda que a sociedade distribua dividendos com base no lucro apurado, a demonstração do resultado anual abrange os resultados de todo o exercício social” (BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Finanças e demonstrações financeiras da companhia: conceitos fundamentais*. Rio de Janeiro: Forense, 1989. p. 656).

demonstrar a posição patrimonial da companhia na data-base de seu levantamento. As demonstrações financeiras intermediárias, no que tange ao dimensionamento de lucros ou prejuízos acumulados, seguem fielmente todos os critérios de elaboração do balanço de encerramento, computando o saldo do resultado alcançado até a data-base estabelecida. A conta “Lucros ou Prejuízos Acumulados”, além de informar os lucros reconhecidos pela companhia até a data do balanço, ou os prejuízos acumulados, abarca o saldo não só do exercício em questão, mas também dos resultados acumulados nos exercícios anteriores. Assim, nada impede, a nosso ver, que se utilize o balanço intermediário como base para a redução do capital.

Nesse sentido, é possível afirmar que as demonstrações financeiras intermediárias são definitivas, uma vez que refletem a realidade da companhia no momento de sua elaboração. Além disso, se o próprio legislador deixou claro, no art. 204 da LSA, que os balanços intermediários são definitivos no que diz respeito à apuração de lucros, então nada mais natural do que lhes conferir o mesmo caráter na hipótese de prejuízo¹⁵. Tanto o lucro quanto o prejuízo configuram um quadro estável, inseridos no contexto temporal do balanço intermediário que os tenha registrado e é justamente por isso que as informações constantes do balanço intermediário não podem ser alteradas pelos resultados obtidos no balanço elaborado ao término do exercício social.

Assim, nesse ponto, apesar de os Diretores terem sido reticentes quanto ao uso do balanço intermediário, o que não se justifica, andou bem o Diretor Presidente Marcelo Trindade em votar pela não alteração do posicionamento que já estava sendo adotado pela autarquia no sentido de ser possível a redução de capital com base em prejuízos apurados em balanços intermediários. Aguardar o encerramento do exercício social para, só então, realizar a redução do capital não é obrigatório – sendo, por vezes, até prejudicial à companhia. Há hipóteses em que a redução de capital se mostra, de fato, necessária para absorver prejuízos sofridos ao longo do próprio exercício social, sendo tardio, para isso, o balanço de encerramento. Nesse sentido, Alfredo Lamy Filho já explicava o seguinte:

[N]o caso de verificação de prejuízos, e redução do capital, se a sociedade sempre houvesse que esperar o fim do exercício, para deliberar, importaria em condenar à falência um sem número de empresas que promovem, ao longo do exercício, o seu saneamento financeiro, na maioria dos casos reduzindo o capital na medida dos prejuízos apurados, e, a seguir aumentando-o para salvar a empresa com os mesmos ou novos sócios. 5.8 – Giancarlo Frè (1961, p. 651), examina a matéria no seu “Società Per Azioni”: “Pense-se no caso

¹⁵ Nesse sentido, a lição sempre esclarecedora de Alfredo Lamy Filho: “Ora, se o balanço intermediário é definitivo, no entender dos autores, para apurar lucros, e pagar dividendos, mesmo se, ou quando, ocorrerem prejuízos no balanço anual, parece evidente que, correlatamente, e com maior razão, será definitivo para verificar a existência de prejuízos” e, ainda, em outra passagem afirma: “O balanço intermediário, autorizado no estatuto, é definitivo: os lucros apurados e distribuídos não têm que ser devolvidos se o balanço anual acusa prejuízo, e os prejuízos não serão compensados com eventuais lucros do exercício anual” (LAMY FILHO, Alfredo. Resgate de ações preferenciais mediante alteração estatutária. *A Lei das S.A.* 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2, p. 479 e 481).

de uma sociedade que encerra com equilíbrio, e mesmo algum lucro, seu exercício econômico e que imediatamente depois sofre uma série de prejuízos. Em tal caso não haveria nada a fazer até o próximo balanço, o que a obrigaria a adiar por muitos meses a adoção de determinadas medidas que, tomadas oportunamente, poderiam sanear uma situação que pode tornar-se irreversível”¹⁶.

Sendo assim, em caráter excepcional, quando existir conveniência em reduzir o capital para absorver prejuízos acumulados durante o próprio exercício social, admite-se que essa redução tenha como base o resultado de demonstrações intermediárias. Além de não haver qualquer vedação legal, não há impedimento lógico que inviabilidade a utilização do balanço intermediário para fins de redução de capital¹⁷.

Por último, mas não menos importante, por meio do caso Cataguases a CVM também teve a oportunidade de analisar se a deliberação de redução do capital para absorção de prejuízos teria alguma repercussão negativa para os titulares de ações preferenciais, aos quais tenha sido atribuído dividendo calculado tomando por base o capital social. Adianta-se que, aqui também, concordamos com a decisão final do Colegiado da CVM no sentido de que a redução deliberada pela Companhia para absorção dos prejuízos não caracterizou prejuízo às vantagens ou preferências outorgadas às ações preferenciais da Cataguases, afastando-se a necessidade de manifestação dos acionistas preferencialistas, bem como da concessão de direito de retirada.

No ordenamento jurídico brasileiro, a manifestação dos acionistas titulares de ações preferenciais sem valor nominal torna-se dispensável nos casos de redução para absorção de prejuízo. Isso porque eles não sofrem qualquer prejuízo com a redução do capital. Quando o capital da companhia é reduzido, com absorção de prejuízos, sem nenhuma devolução de recursos aos acionistas, resulta daí um benefício evidente para os titulares de ações preferenciais, que passam desde logo a receber seus dividendos.

Com a operação de redução do capital é possível, ainda, instituir a cumulatividade temporária deste dividendo que poderá ser pago com as reservas de capital, nos termos do art. 200 da LSA. Sendo o acionista titular de ações preferenciais o maior interessado na percepção de dividendos, como de fato o é, a redução do capital não o prejudica, mas, ao revés, apenas o beneficia¹⁸. E ainda que não os beneficiasse, fato é que não

¹⁶ LAMY FILHO, Alfredo. Resgate de ações preferenciais mediante alteração estatutária, cit., p. 478-480.

¹⁷ Se ainda restar dúvida, basta recorrer ao art. 173 da Lei das S.A., o qual prevê a possibilidade de a redução de capital ser efetuada até o montante dos prejuízos acumulados, sem fazer qualquer distinção em relação ao prejuízo contabilizado no exercício corrente, deixando claro que o cálculo dos prejuízos acumulados inclui todo o resultado da empresa até a data-base das demonstrações financeiras.

¹⁸ A redução do capital também não prejudica os credores, porque a garantia deles não está na cifra do capital, uma vez que esta representa tão só uma informação contábil. Para os titulares de ações preferenciais, cujos direitos aos dividendos estão atrelados ao patrimônio da companhia, esta cifra também nada significa. São eles os maiores interessados na percepção de dividendos. É o que afirma Alfredo Lamy Filho: “A operação de redução do capital social, como se vê, é sempre deliberada no interesse dos sócios ou acionistas – tanto ordinários quanto preferenciais.

existe qualquer direito, por parte dos titulares de ações preferenciais, a que se mantenha inalterada a cifra do capital social. Ainda mais levando-se em consideração que a fração ideal do capital social de cada ação sem valor nominal é, por essência, mutável¹⁹.

A ausência de prejuízo dos titulares de ações preferenciais também se evidencia no que tange à prioridade no reembolso. Os titulares de ações com prioridade no reembolso, em caso de liquidação da sociedade, terão tal preferência concretizada sobre o que restar do patrimônio da companhia depois de pagos todos os credores, privilegiados ou não. Significa dizer, por outras palavras, que, se o patrimônio for, nesse momento, inferior ao capital social, os titulares de ações preferenciais serão pagos prioritariamente, mas provavelmente de forma parcial – se a perda ultrapassar o quinhão proporcional das ações ordinárias –, tendo em conta o patrimônio da companhia, e não seu capital social. Assim, pode-se afirmar que a redução da cifra nominal do capital social não atinge o potencial reembolso prioritário de tais acionistas, já afetado pelos prejuízos acumulados.

Diante disso, a realização de assembleia especial de preferencialistas mostra-se incabível e desnecessária. Não existindo prejuízo quanto aos dividendos, nem no que diz respeito à prioridade no reembolso, não há que se falar em assembleia especial. Isto porque “a assembleia especial tem como pressuposto necessário estarem seus participantes sujeitos a prejuízo”²⁰. Assim, apenas quando a deliberação determina

Absorvendo os prejuízos existentes no balanço, reduz-se a cifra do capital social, o que viabiliza o pagamento de dividendos sociais logo que a sociedade dê lucro. (...) 4.5 – Quanto ao acionista preferencial é, obviamente, o maior interessado na percepção de dividendos: privado de voto, tem como compensação a prioridade na percepção de dividendos” (LAMY FILHO, Alfredo. Resgate de ações preferenciais mediante alteração estatutária, cit., p. 477). Em outra passagem, o autor ressalta a identidade de interesses dos titulares de ações ordinárias e dos titulares de ações preferenciais quanto à redução de capital, mesmo quando as ações preferenciais têm o dividendo fixo ou mínimo como prioridade: “Como se vê, o acionista preferencial – cujos direitos e prioridades permanecem intocados, pois o art. 5º, § 2º continua vigendo, sem qualquer modificação, será necessariamente, beneficiado com a redução deliberada (...) ainda que as ações tivessem valor nominal – o que não ocorre na espécie e que se se refere apenas como especulação” (LAMY FILHO, Alfredo. Resgate de ações preferenciais mediante alteração estatutária, cit., p. 478).

¹⁹ Como anota Edmond Thaller, as únicas garantias prometidas às ações preferenciais dizem respeito à preservação da percentagem dos dividendos fixada pelo estatuto e à manutenção de sua prioridade de recebimento: “Em se tratando de ações preferenciais, a sociedade não dá garantia de manter, em todas as hipóteses, o montante nominal dessas ações, nem da quantidade de certificados que elas representam. Os acionistas preferenciais consentiram implicitamente em incorrer o mesmo risco, no mesmo grau que os acionistas ordinários, de diminuição deste montante ou desta quantidade, em consequência de maus negócios da empresa, sob a condição que este risco atinja de maneira uniforme os membros das duas categorias. Há neste caso, um risco ao qual todos estão expostos. A única garantia prometida a essas ações preferenciais é de ter e de preservar a percentagem dos dividendos fixada pelo estatuto, assim como a taxa e a ordem de recebimento; é de conservar o direito de serem reembolsados preferencialmente aos demais, dos montantes pecuniários, sujeitos a diminuição de montante relativamente ao capital investido, desde que os demais tenham sofrido perda semelhante” (THALLER, Edmond. *La réduction du capital d'une société anonyme par suite de pertes en face d'actions de priorité. Annales de droit commercial français, étranger et international*. Paris: Arthur Rousseau, 1911. p. 281).

²⁰ MARCONDES, Sylvio. *Questões de direito mercantil*. São Paulo: Saraiva, 1977. p. 61.

uma prejuízo aos titulares das ações, seja restringindo, seja cancelando preferências ou vantagens conferidas a uma ou mais classes de ações preferenciais, é que “se faz necessário o consentimento de possuidores destas últimas, manifestado pela voz da maioria qualificada, em assembleia especial”²¹.

Igualmente, também não cabe a discussão acerca de direito de recesso. Figurando como instrumento jurídico do qual dispõe o acionista insatisfeito com alguma espécie de “mudança de rumo” na vida social, o direito de recesso visa proteger o acionista dissidente, mas não lhe confere proteção ilimitada²². Por isso, é certo que o direito de retirada se restringe às hipóteses elencadas em lei, de forma taxativa²³. Quer isto dizer também que este direito não pode ser exercido abusivamente, sendo, ainda, necessário que se comprove o prejuízo do interessado²⁴.

Foi exatamente nesse sentido que o Diretor Relator Eli Loria decidiu, afirmando não vislumbrar, no caso, “um prejuízo essencial às vantagens ou preferências outorgadas às ações preferenciais da CFLCL, que é pressuposto para a realização da assembleia especial prevista no art. 136, § 1º, da LSA. Pelo não reconhecimento destes alegados

²¹ MIRANDA VALVERDE, Trajano de. *Sociedades por ações*. Rio de Janeiro: Forense, 1941. v. 1, p. 551.

²² A doutrina aponta, então, duas condições essenciais para que o direito de recesso seja exercido legitimamente: (i) a configuração de uma das hipóteses elencadas taxativamente em lei e (ii) a efetiva verificação de prejuízo do interessado. Tais condições não podem ser consideradas alternativas, mas, sim, complementares, pois formam um conjunto indivisível, sem o qual não haverá possibilidade de retirada do acionista. Na jurisprudência, cf. STJ, 4ª T, REsp 31.515/SP, Rel. Min. Sálvio de Figueiredo Teixeira, j. 23.03.1996, v.u., DJ 22.04.1996.

²³ O direito de retirada, vale frisar, deve ser interpretado restritivamente e “sujeita-se à demonstração de justo motivo e à existência de real prejuízo, bem como que a decisão da maioria se encontra em descompasso com o interesse social”, sendo certo que a ausência de tais demonstrações “transforma o recesso em ato abusivo, corporificando censurável pretensão ao enriquecimento sem causa” (RAMOS, J. Saulo. Descabimento do direito de recesso. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 5, maio-ago. 1999, p. 244-245). Com idêntico posicionamento, a ressaltar que o elenco da lei é taxativo, veja-se NAVARRINI, U. *Das sociedades e das associações comerciais*. Rio de Janeiro: José Konofino Editor, 1950. v. 2, p. 337. Para Egberto Lacerda Teixeira e J. A. Tavares Guerreiro, o direito de recesso não deve ser admitido em hipóteses análogas às descritas na lei (TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, J. A. Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. São Paulo: J. Bushatsky, 1979. v. 1, p. 286). Além da doutrina, a própria CVM adere a este entendimento, como se vê: “(...) a doutrina consagra também o entendimento de que a enumeração do art. 137 é uma enumeração taxativa, isto é que não autoriza a ampliação das hipóteses legais do direito de recesso” (Parecer CVM/SJU/060/78, Dra. Maria Theresa Werneck Mello, de 01.09.1978).

²⁴ Wilson de Souza Campos Batalha ressalta, ainda, que é pressuposto para seu exercício a comprovação de prejuízo: “Antes de passar à análise das hipóteses de exercício do direito de retirada, devemos assinalar que tal exercício não é ilimitado, achando-se condicionado à existência (real ou potencial) de prejuízos ao acionista retirante. Não basta apenas a ocorrência de qualquer hipótese taxativamente enunciada na lei: é indispensável a possibilidade de prejuízo. O preceito, norteado pelos propósitos de proteger as minorias contra as arbitrariedades da maioria, não pode converter-se em fonte de abusos e locupletamentos” (CAMPOS BATALHA, Wilson de Souza. *Direito processual societário*. Rio de Janeiro: Forense, 1985. p. 239).

prejuízos, também entendo que não estão preenchidas as condições para concessão de direito de retirada a esses acionistas, na forma do art. 137, I da LSA²⁵.

CONCLUSÃO

Apesar de o capital social continuar sendo alvo de “minudente regulação” na legislação societária e objeto dos mais profícuos trabalhos acadêmicos, a verdade é que há muito, na prática empresarial, já se reconhece que a cifra representativa do capital pouco representa em termos de garantia. O direito societário caminha, a passos largos, no sentido de viabilizar cada vez mais a congruência entre capital e patrimônio, quer por ocasião da constituição da companhia, quando se exige avaliação dos bens por perito, quer ao longo de toda a existência da sociedade, nas inúmeras operações a que o capital social está sujeito.

Dentre essas operações, destaca-se a redução do capital social que pode apresentar-se em diversas modalidades, sendo as mais comentadas a redução por excesso e a redução por perdas. Quando há excesso de capital, significa que a sociedade estava a bloquear, na conta de capital, valores superiores às suas necessidades, levando-se em conta o objeto social e a atividade por ela desenvolvida. A finalidade da redução aqui é “eliminar o peso morto que onera a sociedade”²⁶. Proceda-se à redução por perdas quando o capital é superior ao patrimônio da sociedade que, sendo deficitária, passará em pouco tempo a ter um capital sem correspondência patrimonial.

Nesta última hipótese, a operação tem apenas um alcance formal e não acarreta, por si só, qualquer diminuição do patrimônio social. Ao se reduzir o capital social, a fim de firmar-lhe o valor, não procedem os acionistas senão a um ajustamento. “E a operação a ninguém prejudicará, principalmente aos credores da sociedade, pela razão de que, tendo eles por garantia apenas o patrimônio social, este não sofre modificação alguma”²⁷.

Essa espécie de redução, que tem por escopo realizar o saneamento financeiro da sociedade, pode ocorrer ainda quando a sociedade tem reserva de capital. Como as reservas de capital não são formadas com recursos gerados pela própria companhia, mas, ao reverso, por valores resultantes de ingressos e contribuições de terceiros, não precisam ser obrigatoriamente utilizadas para absorver os prejuízos acumulados. A lei não obriga, de fato, a que, em caso de a companhia decidir pela absorção de prejuízos, sejam utilizadas as reservas de capital existentes antes de utilizado o próprio capital social. Se houvesse tal imposição legal, a situação econômico-financeira da companhia poderia ser falseada, e mais do que isso, seu desempenho e resultados alterados.

Para reduzir o capital, especialmente quando se faz necessário absorver prejuízos acumulados durante o exercício social corrente, a companhia pode valer-se do balanço

intermediário, já que este é capaz de mensurar, eficazmente, o desempenho da sociedade, prestando-se, nesta hipótese, ao mesmo fim do balanço elaborado ao término do exercício social. O balanço intermediário, como se disse, segue à risca todas as exigências atinentes ao balanço de encerramento e apresenta o mesmo caráter peremptório.

Com a redução contábil da cifra do capital para absorção dos prejuízos, e a instituição temporária da cumulatividade para as ações preferenciais com dividendo mínimo ou fixo, não são prejudicados os titulares dessas espécies de ações, pois, em última análise, a medida não implica a alteração da política de dividendos da companhia. Operações desse tipo, capazes de promover o saneamento financeiro da companhia, evitando, assim, que os acionistas deixem de receber os dividendos a que têm direito, podem ser aprovadas por assembleia geral extraordinária de acionistas, dispensada que está, pela lei, a realização de assembleia especial de acionistas preferenciais e de debenturistas, já que nem a prioridade na distribuição de dividendos nem a prioridade de reembolso a que fazem jus são afetadas pela deliberação.

²⁵ CVM, Processos CVM RJ2004/4558, RJ2004/4559, RJ2004/4569 e RJ2004/4583, Rel. Dir. Eli Loria, j. 21.09.2004, v.m.

²⁶ CARVALHO DE MENDONÇA, J. X. *Tratado de direito comercial brasileiro*, cit., p. 454.

²⁷ FERREIRA, Waldemar Martins. Sociedade anonyma. O seu saneamento pela redução e concomitante aumento de seu capital. *Questões de direito comercial (pareceres)*. Segunda série. São Paulo: Typographia Siqueira Salles Oliveira Rocha & C., 1929. p. 84-85.