



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº SP2017/500

(Processo Eletrônico SEI nº 19957.010032/2017-07)

Reg. Col. nº 0987/2018

- Acusado:** Aliança Battistella Agro Pastoril e Administradora de Bens S.A.  
Luciano Ribas Battistella  
Maurício Valente Battistella  
Melissa Telma Figueiredo
- Assunto:** Infração ao artigo 154, *caput*, da Lei nº 6.404/1976 (finalidade das atribuições e desvio de poder do administrador); ao artigo 116, parágrafo único, da Lei nº 6.404/1976 (abuso de poder de controle); e ao artigo 6º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 481/2009 (deficiência nos documentos e informações divulgados quando da convocação de assembleia).
- Diretor Relator:** Gustavo Machado Gonzalez

### VOTO

#### I. INTRODUÇÃO

1. Neste julgamento, iremos analisar três acusações relacionadas à Redução de Capital<sup>1</sup> da Battistella.
2. Cronologicamente, a primeira acusação é de desvio de finalidade – infração ao artigo 154, *caput*, da Lei nº 6.404/1976<sup>2</sup> – e foi formulada contra os administradores da Battistella que submeteram a proposta de operação à assembleia geral. Na qualidade de diretor presidente da Companhia, Luciano Battistella foi acusado por propor operação de Redução de Capital em detrimento injustificado dos direitos de acionistas, tendo sido também, em conjunto com Maurício

<sup>1</sup> Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto e que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes foi atribuído no relatório.

<sup>2</sup> Art. 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Battistella e Melissa Figueiredo, os três na qualidade de membros do conselho de administração, acusado por propor a aprovação da operação de Redução de Capital em detrimento injustificado dos direitos de acionistas, encaminhando-a à AGE.

3. Seguindo a cronologia dos fatos, Luciano Battistella foi acusado, na qualidade de diretor de relações com investidores da Battistella, de ter infringido o artigo 6º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 481/2009<sup>3</sup>, por não ter disponibilizado informações suficientes sobre a Redução de Capital quando da convocação da assembleia.

4. Por fim, a acionista controladora da Companhia, Aliança Battistella Agro Pastoril e Administradora de Bens S.A., foi acusada de violar o artigo 116, parágrafo único, da Lei nº 6.404/1976<sup>4</sup>, por votar a favor da Redução de Capital na AGE realizada em 26.07.2017.

5. Exceto pela acusação relativa à insuficiência das informações disponibilizadas quando da convocação da AGE realizada em 26.07.2017, as demais acusações pressupõem a irregularidade da Redução de Capital deliberada naquele conclave. Começo, portanto, analisando a referida operação para, em seguida, analisar a acusação relacionada à insuficiência das informações.

## II. A LEGALIDADE DA REDUÇÃO DE CAPITAL E AS ACUSAÇÕES DE DESVIO DE FINALIDADE E ABUSO DE PODER DE CONTROLE

### *Brevíssima recapitulação da operação questionada: redução de capital com restituição in natura*

6. A operação questionada pela Acusação consistiu em uma redução de capital da Battistella mediante entrega de ativos aos seus acionistas. A Redução de Capital foi precedida de incorporação, pela Companhia, da Trading, sua subsidiária integral. Por meio da incorporação, a Battistella passou a deter diretamente ações de emissão da Portosul, que antes detinha indiretamente por meio da Trading. Por meio da Redução de Capital, essas ações foram entregues aos acionistas da Companhia.

---

<sup>3</sup> Art. 6º, Parágrafo único. Os documentos e informações devem ser fornecidos até a data da publicação do primeiro anúncio de convocação da assembleia, exceto se a Lei no 6.404, de 1976, esta Instrução ou outra norma da CVM estabelecer prazo maior.

<sup>4</sup> Art. 116, Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### ***Redução efetiva do capital social: a insindicável medida do excesso***

7. O artigo 173 da Lei nº 6.404/1976 prevê duas hipóteses de redução de capital: uma redução nominal, ou contábil, na hipótese em que o capital social é reduzido para absorver prejuízos acumulados, e uma redução real, ou efetiva, na qual a sociedade restitui aos seus acionistas parte do seu patrimônio.

Art. 173. A assembléia-geral poderá deliberar a redução do capital social se houver perda, até o montante dos prejuízos acumulados, ou se julgá-lo excessivo.

8. A ideia de que o capital da companhia pode ser reduzido quando excessivo remete à ideia de sobrecapitalização, mas, diferentemente das leis de alguns outros países que também continuam se valendo do conceito de capital social como uma das vigas mestras a partir da qual se estrutura o regime da sociedade anônima, a Lei nº 6.404/1976 não requer a manutenção de um capital social mínimo para o exercício de determinadas atividades nem estabelece obrigações de recapitalização em casos em que a companhia sofre perdas relevantes.

9. Assim, embora a lei condicione a redução de capital efetiva à existência de um capital em excesso, ela não fornece critérios para determinar a suficiência do capital. Diante desse quadro, coloca-se a questão de como aferir se o capital social é ou não excessivo e, conseqüentemente, passível de ser restituído aos acionistas nos termos do artigo 173 acima transcrito.

10. Esse exame deve necessariamente partir do conceito de capital social e da compreensão de que esse não se confunde com o patrimônio da companhia<sup>5</sup>. Embora a consequência da redução efetiva do capital social, ao menos nessa hipótese, seja a restituição de parte do patrimônio da companhia aos acionistas, o que se discute é se há capital social em excesso (e não patrimônio em excesso)<sup>6</sup>.

11. Assim, não é só juridicamente possível, como comum, que uma companhia precise de novos recursos e entenda que deve buscá-los prioritariamente junto aos acionistas (atuais ou não)

---

<sup>5</sup> Cf. LAMY FILHO, Alfredo. “Capital Social e Ações”. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Direito das Companhias. Vol. II. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 145; e LOBO, Carlos Augusto da Silveira. *As Demonstrações Financeiras das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Renovar, 2001.

<sup>6</sup> Ainda assim, ao menos a princípio, parece ir contra o interesse de uma companhia que carece de recursos reconhecer que o capital social é excessivo e deliberar a sua redução, com restituição aos acionistas, independentemente de qualquer consideração acerca da justiça da cifra do capital fixada, posto que a companhia estará se obrigando a entregar aos seus acionistas recursos de que não dispõe.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

para manter uma estrutura de capital que julgue adequada<sup>7</sup>, ainda que considere que o seu capital social é excessivo para a adequada consecução do seu objeto social. Vê-se, portanto, que a decisão de se financiar por meio da emissão de novas ações não guarda necessariamente – especialmente em um regime que não regula hipótese de subcapitalização – relação com qualquer consideração acerca da suficiência ou insuficiência do capital.

12. Assim, a avaliação acerca da existência ou não de uma situação de supercapitalização deve necessariamente considerar as funções que o capital social desempenha na sociedade anônima: em síntese, de organizar as relações entre os acionistas na sociedade e de garantir (indiretamente) os credores das sociedades de responsabilidade limitada, estabelecendo (enquanto cifra) um limite do patrimônio social que pode ser livremente distribuído aos acionistas. Nesse sentido, vale transcrever a lição de Paulo Cezar Aragão e Gisela Sampaio da Cruz:

“A deliberação acerca da redução do capital social por excesso há de ser analisada no contexto do papel desempenhado pelo mesmo capital na estrutura básica das sociedades anônimas (...) existe um paralelismo entre a previsão de que os acionistas se obriguem a não aprovar a restituição do valor que se comprometeram a conferir à sociedade como garantia dos credores e a previsão legal de que a sua responsabilidade pessoal ficará limitada, em regra, ao dito valor”.<sup>8</sup>

13. Especificamente no tocante à proteção dos credores, deve-se também considerar que a Lei nº 6.404/1976 lhes confere (mais especificamente aos credores quirografários, cujo crédito seja anterior à data de publicação da ata da assembleia geral que aprovou a redução) direito de oposição (art. 174). Esse fato levou Raffaele Nobili e Marco Saverio Spolidoro, analisando as regras do direito italiano, a concluir que a disposição legal que condiciona a restituição de capital por meio de redução à constatação de que há capital social em excesso não teria como *ratio* a proteção dos credores:

“O critério da exuberância nem mesmo é imposto para proteger os terceiros credores da sociedade. De fato, a lei já reconhece os credores com outro meio específico de proteção, a oposição. Por outro lado, aos próprios credores não importa que o capital social seja adequado ao objeto social, mas que seja de montante tal que constitua garantia idônea do pagamento do que lhes é devido pela

---

<sup>7</sup> ROSMAN, Luiz Alberto Colonna; FERNANDES, Pedro Wehrs do Vale. “Financiamento da Companhia e Estrutura De Capital”. In: BOTREL, Sérgio; BARBOSA, Henrique. *Finanças Corporativas: Aspectos Jurídicos e Estratégicos*. São Paulo: Atlas, 2016.

<sup>8</sup> ARAGÃO, Paulo Cezar; CRUZ, Gisela Sampaio da. “Alguns Aspectos da Redução de Capital das Sociedades Anônimas”. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coords.). *Reorganização Societária*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 149.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

sociedade; tanto que eles podiam legitimamente se opor, mesmo quando a exuberância estava fora de questão.”<sup>9</sup>

14. Entendo que a deliberação acerca da redução do capital social excessivo é indissociável do juízo acerca do nível adequado de capitalização, juízo esse que, no regime da Lei nº 6.404/1976, tem conteúdo nitidamente negocial. É essa também a opinião de Nelson Eizirik:

“Não existem critérios objetivos para se aquilatar se o capital social é de fato excessivo ou não, uma vez que é impossível determinar, com precisão, qual o montante necessário para o desenvolvimento dos negócios presentes e futuros da companhia. Assim, a redução de capital constitui medida inserida no poder discricionário da administração e da assembleia geral da companhia”.<sup>10</sup>

15. O autor ainda vai além no seu raciocínio e defende que, com relação a esse juízo discricionário acerca da excessividade do capital social, “não existe a possibilidade de exame de mérito por terceiros”<sup>11</sup>.

16. No entanto, conquanto concorde que esse tipo de decisão, em regra, seja insindicável por terceiros, não acredito que a Lei nº 6.404/1976 conferiu aos administradores e aos acionistas uma liberdade absoluta para propor e aprovar operações dessa natureza. O próprio artigo 173 estabelece um limite, ao exigir que tais operações somente sejam implementadas no caso de o capital ser *excessivo*. Também assim os artigos 153 e ss., no que se refere aos administradores, e os artigos 115, 116 e 117, no que se refere aos acionistas, acabam delimitando a atuação dos envolvidos, mais especificamente no que se refere às operações tidas como abusivas.

17. A decisão é, portanto, insindicável, *desde que tomada dentro do espaço de discricionariedade reconhecido pela lei societária*. Dito isso, há que se ter cautela quando se busca definir esses limites, pois a mesma Lei nº 6.404/1976 confere aos acionistas da companhia ampla liberdade para fixar o valor do capital social. Afinal, se é verdade que a lei conta com uma série de regras que buscam assegurar a unidade, a realidade, a fixidez e a intangibilidade do capital

---

<sup>9</sup> Tradução livre. No original: “Il criterio dela esuberanza non è dettato nemmeno a protezione dei terzi creditori dela società. Ai creditori la lege riconosce infatti già um altro mezzo specifico di tutela, l’opposizione. D’altro canto ai creditori stessi non interessa che il capitale sociale sia adeguato all’oggetto sociale, ma che esso sia d’importo tale da costituire idonea garanzia del pagametto di quanto è loro dovuto dalla società; tanto é vero che essi potrebbero legittimamente opporsi, anche quando l’esuberanza fosse fuori discussione.” NOBILI, Raffaele; SPOLIDORO, Marco Saverio. “La Riduzione di Capitale”. In: COLOMBO, G. E.; PORTALE, G. B. *Trattato dele Società per Azioni*. Vol. 6, tomo I. Turim: UTET, 1998, p. 219.

<sup>10</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Vol. III. 2ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 312.

<sup>11</sup> Idem.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

social, bem como a irrevogabilidade das prestações, é igualmente certo que não conta com qualquer comando determinando qual deve ser a cifra do capital social. Nesse sentido, a Lei nº 6.404/1976, além de não fixar capital mínimo, admite, por exemplo, que parte do preço de emissão das ações sem valor nominal seja destinada à formação de reserva de capital (art. 14, parágrafo único).

18. Nesse sentido, é o juízo de conveniência e oportunidade dos administradores e o da maioria dos acionistas que deve prevalecer, exceto se – e essa hipótese parece-me que deve ser bastante delimitada – a operação se configurar manifestamente abusiva e, nessa medida, violar algum dos interesses que a lei acionária protege no contexto desse tipo de operação.

19. O que já foi dito é suficiente para afastar o argumento da Acusação de que a capitalização da Companhia, aprovada poucos meses antes da Redução de Capital, demonstraria não haver capital social em excesso, condição necessária para a restituição do referido capital aos acionistas.

20. Em primeiro lugar, porque não cabe à CVM determinar qual é o capital social mínimo que determinada companhia deve manter e, conseqüentemente, quando há capital em excesso passível de ser restituído aos acionistas. Como ressaltado, se o juízo de conveniência e oportunidade da administração e o dos acionistas não é abusivo, a deliberação assemblear é insindicável.

21. Em segundo lugar, porque a tese acusatória confunde os conceitos de capital e de patrimônio social, que, como já mencionado, não se confundem. Questionada sobre esse ponto, a Companhia destacou que, à época do aumento de capital, passava por uma crise de liquidez, que não se confundia com um problema de insuficiência de capital social. Nessa perspectiva, o fato de a Battistella ter, no intervalo de poucos meses, deliberado um aumento e uma redução do seu capital social não pode ser interpretado como denotando qualquer irregularidade.

22. Em terceiro lugar, não vejo como considerar a Redução de Capital manifestamente abusiva, uma vez que não houve o abuso de forma apontado pela Acusação e existem motivos legítimos e explicações plausíveis e legítimas que justificam o formato escolhido pela Companhia para a consecução da operação, conforme exporei com mais vagar em seguida.

### ***Legalidade da redução de capital in natura com entrega de ações de emissão de sociedade controlada***

23. Ainda segundo a Acusação, haveria um outro elemento indicando que a Battistella não possuía capital em excesso à época da Redução de Capital: o fato de essa ter resultado em uma restituição em bens e não em dinheiro.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

24. Nesse ponto, nota-se mais uma vez certa confusão entre os conceitos de patrimônio social e capital social. Como já mencionado, nos termos do artigo 173 da lei societária, o requisito para a redução de capital efetiva é a existência de um capital social excessivo, o que não guarda necessária relação com a existência de numerário ocioso.

25. A Lei nº 6.404/1976 não prevê expressamente a possibilidade de redução do capital social com a restituição *in natura* – isto é, mediante a entrega de ativos da companhia aos seus acionistas, em vez da restituição em moeda corrente. Não obstante, a interpretação coerente e sistemática da lei societária conduz à conclusão de que todos os bens que podem ser contribuídos para a formação do capital social<sup>12</sup> podem ser também restituídos aos acionistas na hipótese de esse mesmo capital vir a ser reduzido em razão de sua exuberância<sup>13</sup>.

26. Nesse sentido, Paulo Cezar Aragão e Gisele Sampaio da Cruz destacam que “nada impede que, na redução de capital por exuberância, os acionistas recebam o pagamento dos seus haveres *in natura*: respeitada a igualdade de tratamento entre eles, a operação poderá ser vantajosa por questões fiscais.”<sup>14</sup> Na mesma linha, tratando do direito italiano, assinalam Raffaele Nobili e Marco Saverio Spolidoro:

“A redução com reembolso do capital ocorre, via de regra, com o pagamento de uma quantia em dinheiro. Também pode ocorrer por meio da transferência de bens em espécie ou créditos aos acionistas. Com efeito, não existe o direito do acionista de receber sempre e apenas uma quantia em dinheiro: em certos casos, de fato, o interesse dos acionistas pode ser mais plenamente satisfeito com uma cessão em espécie.

---

<sup>12</sup> Comentando o artigo 7º da lei societária, e especificamente a possibilidade de formação do capital por meio da contribuição em bens, destacam Paulo Cezar Aragão e Fernanda Mesquita: “A menção a ‘bens’ trazida pelo art. 7º (...) compreende todas as classes de bens constantes do Livro II da Lei 10.406, de 10.1.2002 (Código Civil), desde que esses possam ser avaliados em dinheiro, nos termos do procedimento previsto no art. 8º da Lei das S/A”. ARAGÃO, Paulo Cezar; MESQUITA, Fernanda. “Conferência de ativos e passivos ao capital social de sociedade pelo seu valor líquido”. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Temas de Direito empresarial e outros estudos em homenagem ao Professor Luiz Gastão Paes de Barros Leães*. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 15.

<sup>13</sup> Naturalmente, respeitada a paridade de tratamento entre os acionistas. Em razão da exigência de tratamento equitativo, hipóteses de restituição *in natura* de bens infungíveis, ou de naturezas diversas, devem estar condicionadas à concordância dos interessados, como bem destaca Luiz Alberto Colonna Rosman. Cf. ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. “Modificação do Capital Social”. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Op. Cit.*, p. 1073.

<sup>14</sup> ARAGÃO, Paulo Cezar; CRUZ, Gisela Sampaio da. *Op. Cit.*, p. 153.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

No entanto, todos os acionistas devem receber o mesmo ou os mesmos ativos (como, por exemplo, títulos ou ações de propriedade da empresa, ou, em uma sociedade limitada, uma propriedade transferida em conjunto para os acionistas).”<sup>15</sup>

27. A rigor, qualquer bem suscetível de avaliação em dinheiro e que possa ser aportado na companhia no âmbito de um aumento de capital pode ser restituído aos acionistas caso esse mesmo capital venha a ser reduzido. Assim, não há qualquer restrição para que os acionistas recebam, em razão de uma redução de capital, ações ou quotas de emissão de uma sociedade investida<sup>16</sup>.

28. Nesse ponto, é importante lembrar que o Colegiado já se manifestou sobre o tema, tendo concluído pela regularidade.

29. Nos Processos Administrativos nº RJ2006/2635 e RJ2006/3126, apreciados em 19.04.2006, o Colegiado deu provimento ao recurso interposto contra decisão da área técnica, ressaltando não haver “qualquer impedimento legal a que se faça a devolução aos acionistas ‘in natura’, como inclusive já ocorrido em outras operações recentes realizadas com companhias abertas”. No referido caso, a companhia recorrente pretendia, por meio da redução de capital, restituir aos seus acionistas, na proporção de suas participações acionárias, ações de emissão de outra sociedade que eram de sua titularidade. O Colegiado destacou, ainda, inexistir na lei societária “qualquer dispositivo que preveja a necessária anuência de todos os acionistas, excepcionando o princípio majoritário que é regra geral que rege a disciplina das sociedades por ações”.

30. Já no Processo Administrativo nº RJ2008/10808, analisado em 10.03.2009, o Colegiado analisou uma reorganização societária que envolvia justamente a redução de capital de uma *holding* com a restituição, aos seus acionistas, de ações de emissão de uma de suas controladas. Ainda que a principal discussão travada em tal processo dissesse respeito a certos dispositivos da Instrução CVM nº 400/2003 que foram revogados pela Instrução CVM nº 482/2009, o fato é que,

---

<sup>15</sup> Tradução livre. No original: “La riduzione con rimborso del capitale avviene, di regola, col versamento di una somma di danaro. Essa può aver luogo anche mediante trasferimento agli azionisti di beni in natura o di crediti. Non esiste infatti un diritto dell'azionista a ricevere sempre e solo una somma di danaro: in certi casi infatti l'interesse dei soci può essere più compiutamente soddisfatto con una assegnazione in natura.

Tutti i soci devono però ricevere lo stesso o gli stessi beni (quali, per esempio, obbligazioni od azioni possedute dalla società, oppure, in una società a base ristretta, un immobile trasferito in comproprietà agli azionisti).” NOBILI, Raffaele; SPOLIDORO, Marco Saverio. *Op. Cit.*, p. 241.

<sup>16</sup> LAMY FILHO, Alfredo. “Regularidade de Dividendos Pagos “In Natura””. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A. (pressupostos, elaboração, aplicação)*. Vol. II. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. pp. 502-503.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

naquela oportunidade, a área técnica e o Colegiado não se manifestaram contrariamente à viabilidade da operação de redução de capital com restituição *in natura*.

### ***A autonomia dos institutos jurídicos: forma sobre essência?***

31. A decisão do Colegiado no Processo Administrativo nº RJ2008/10808 não só denota que o Colegiado da CVM já confirmou a possibilidade de redução de capital com restituição *in natura*, inclusive com entregas de ações emitidas por sociedades investidas, como também indica a improcedência do outro argumento da Acusação: o de que a operação, do modo como foi estruturada, teria desvirtuado o instituto da redução de capital, sendo, em essência, uma operação de cisão travestida de redução de capital.

32. A Lei nº 6.404/1976 regula uma série de negócios jurídicos, estabelecendo um regramento próprio para cada um. Embora o conceito de reorganização societária seja usualmente empregado para se referir às quatro espécies de negócios regulados no Capítulo XVIII da lei societária – transformação, incorporação, fusão e cisão – outros negócios jurídicos também podem ser, e comumente são, utilizados em operações de reorganização, aqui entendidas em uma acepção lata, inclusive produzindo resultados similares àqueles que são alcançados por meio das figuras típicas antes mencionadas.

33. E aqui me refiro não só às possibilidades de uso de negócios atípicos ou de coligação de diferentes institutos, já há muito consagradas na praxe empresarial, mas também, e principalmente, ao fato de a própria lei societária estabelecer requisitos substancialmente distintos para negócios jurídicos capazes de produzir resultados funcionalmente equivalentes.

34. Embora a cisão seja a operação mais comum para se transferir a titularidade subjetiva de ações detidas pela companhia, a redução de capital com restituição *in natura* e o pagamento de dividendos *in natura* (esse último, naturalmente, quando a companhia possui lucro ou reserva passível de distribuição e respeitada a regra do dividendo mínimo obrigatório) podem acarretar esse mesmo efeito<sup>17</sup>. Cada instituto típico deve ser respeitado em sua individualidade, não podendo

---

<sup>17</sup> Como bem assinalou José Alexandre Tavares Guerreiro, analisando as chamadas operações de *drop down*, “não há como aceitar que somente a cisão pode conter transferências de parcela do patrimônio”. GUERREIRO, José Alexandre Tavares. “Drop Down e Cisão”. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Op. Cit.*, p. 127.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

a CVM equiparar negócios que o legislador cuidou de distinguir, nem criar requisitos adicionais aos previstos na legislação<sup>18-19</sup>.

35. A lei societária poderia ter trilhado um caminho diferente, estabelecendo requisitos em função dos efeitos que se pretende produzir em uma operação, independentemente do seu *nomen iuris*, em vez de consagrar institutos diversos, sujeitos a regimes específicos. Creio que existem bons argumentos para se defender uma abordagem funcional<sup>20</sup>, que parece mais efetiva na perspectiva de proteção dos direitos dos acionistas, sobretudo os minoritários, muito embora reconheça que cada opção legislativa tem vantagens e desvantagens, e que a Lei nº 6.404/1976, ao regular de modo diverso institutos aptos a produzirem efeitos similares, está em linha com regras de diversos mercados desenvolvidos<sup>21</sup>.

---

<sup>18</sup> Sobre esse ponto, cf. Processo Administrativo CVM nº RJ2001/11663, Dir. Rel. Luiz Antonio de Sampaio Campos, j. em 15.01.2002, em especial itens 21-25.

<sup>19</sup> Certas passagens do Termo de Acusação indicam ter sido essa a linha da SEP, segundo a qual exigências adicionais às previstas na lei para a realização de negócios nela regulados poderiam ser formuladas pela CVM a depender das características da operação. V. p. ex. item 91: “As conclusões deste relatório não partem do pressuposto de que a redução de capital com pagamento em bens seja sempre, necessariamente, vedada. Episódios envolvendo sociedades fechadas ou que contem com aprovação unânime dos acionistas, dentre outras situações, não levarão invariavelmente às mesmas conclusões do presente caso”. Como disse, o argumento não pode prosperar, pois implica claro extravasamento das competências atribuídas à CVM, além de se mostrar contrária às decisões anteriores proferidas pelo Colegiado desta autarquia.

<sup>20</sup> Como dizem Gilson e Black: “It takes no great insight to conclude that what is troubling about the differing statutory treatment of alternative acquisition techniques is the sense that functionally equivalent transactions are treated differently. The motive for applying de facto merger doctrine is then to prevent the elevation of form over substance and its goal is to cause functionally equivalent transactions to be treated alike. It would follow that a measure of the quality of the judicial response to the planner’s ingenuity would be the extent to which planners were thereafter indifferent to transactional form.” Os autores prosseguem, destacando que existem certas dificuldades na implementação de uma regulação baseada nos efeitos: “But the ease with which this goal can be achieved and, perhaps, the wisdom of its pursuit, turn on our ability to clearly delineate the basis on which two forms of acquisitions can be said to be functionally equivalents.” Gilson, Ronald; & BLACK, Bernard S. *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*. 2nd Ed. New York: Foundation Press, 1995, p. 698.

<sup>21</sup> “Some states have allowed shareholders to obtain appraisal rights under the de facto merger doctrine. But most states, including Delaware, do not. Delaware follows the equal dignity doctrine. The equal dignity doctrine provides that each provision of the corporate statute has equal dignity before the law. (...) Rejection of the de facto merger doctrine and Delaware’s embrace of the doctrine of equal dignity is extremely important for transaction planners. The doctrine of equal dignity provides transaction planners with sufficient certainty that should they desire to structure their transaction in a particular manner, courts will not disregard that considered choice.” HILL, Claire A.; QUINN, Brian JM; SOLOMON, Steven Davidoff. *Mergers and Acquisitions: Law, Theory, and Practice*. 1st Ed. St. Paul (Minnesota): West Academic Publishing, 2016, pp. 54-55. Especificamente sobre a aplicação da doutrina da *equal dignity* (ou *independent legal significance*) em Delaware e os limites impostos pelos tribunais daquele Estado cf. ROCK, Edward. “Adapting to the New Shareholder-Centric Reality”. In: *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 161, n. 7 (2013), pp. 1955-1956.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

36. Assim, em respeito ao regime consagrado na Lei das S.A. e aos princípios da liberdade de contratar e da flexibilidade empresarial, o Colegiado da CVM vem, histórica e acertadamente, entendendo que cada instituto jurídico deve ser analisado sob o seu regime próprio, mesmo quando permitam alcançar resultados funcionalmente equivalentes e que, quando há mais de uma opção lícita para atingir determinado resultado, a escolha cabe aos particulares, e não à autarquia<sup>22</sup>.

37. É importante destacar que a operação de redução de capital com restituição *in natura* com a entrega de ações de sociedade investida se diferencia de uma operação de cisão em aspectos relevantes. Sem pretender aqui esgotar o assunto, noto que a operação de cisão implica a divisão do patrimônio com a versão da parcela cindida para outra ou outras sociedades, diferentemente do que ocorre na redução de capital, em que o patrimônio destacado é restituído diretamente aos acionistas da companhia. Outra diferença marcante é a questão da sucessão, como bem indicado no precedente que analisou uma operação similar à que foi questionada neste processo<sup>23</sup>. Sobre esse ponto, vale referência ao voto proferido pelo Diretor Otavio Yazbek no já referido Processo Administrativo nº RJ2008/10808:

“Operações como aquela descrita nos autos, de redução de capital com a transposição do quadro acionário para outra sociedade, por mais que visem a efeitos de reestruturação societária que, na prática, se assemelhem às operações descritas no texto legal, não têm o condão de produzir tais efeitos em toda a sua extensão”.

### ***Sobre as acusações de desvio de finalidade formuladas contra os administradores (art. 154, caput) e contra o acionista controlador (art. 116, parágrafo único)***

38. Vê-se, portanto, que o argumento da Acusação de que a Redução de Capital teria consistido em uma cisão travestida peca por se basear em uma análise da operação a partir dos efeitos por ela produzidos, ignorando o entendimento consolidado do Colegiado de que cada instituto jurídico deve ser respeitado em sua individualidade.

39. No entanto, esse entendimento precisa ser adequadamente compreendido, pois é menos abrangente do que pode parecer em uma primeira leitura. O fato de se reconhecer que a existência de mais de uma forma lícita de se atingir determinado resultado não pode levar à conclusão de que uma operação é irregular *unicamente* em razão do meio escolhido para implementá-la não significa

<sup>22</sup> Para um panorama geral cf. a decisão do Colegiado nos Processos Administrativo CVM nº 19957.007756/2018-46 e 19957.007885/2018-34, j. em 04.09.2018. Cf. ainda o já referido Processo Administrativo CVM nº RJ2001/11663 e o Processo Administrativo CVM nº RJ2008/4156, Dir. Rel. Sergio Weguelin, j. em 17.06.2008.

<sup>23</sup> V. o já referido Processo Administrativo nº RJ2008/10808, em especial o trecho acima transcrito.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

que a operação não possa ser analisada à luz do interesse social. Ao contrário, mesmo nesses casos, a CVM pode analisar se atos formalmente regulares foram praticados visando a uma finalidade ilícita.

40. A Lei nº 6.404/1976 reconhece que o acionista controlador e os administradores têm ampla liberdade na condução dos negócios sociais, mas estabelece diretrizes sobre como e para qual finalidade os poderes de controle e de gestão devem ser exercidos – razão pela qual se fala em poder-função. Assim, os atos praticados pelo controlador e pelos administradores não devem ser apenas formalmente regulares, mas também substancialmente consistentes com os preceitos da lei. O desvio ocorre quando o ato, ainda que formalmente regular, não atende os objetivos ou as finalidades prescritas na lei.

41. As acusações formuladas neste processo contra os administradores, com fulcro no artigo 154, *caput*, e contra o acionista controlador, com fulcro no artigo 116, parágrafo único, ambos da Lei nº 6.404/1976, não se baseiam apenas na irregularidade formal de um ato ou de um conjunto de atos, mas envolvem também a prática do desvio de finalidade. Ressalto, por oportuno, que, por se tratar de acusação de desvio de finalidade, é cabível, em tese, a cominação de penalidades caso se conclua pela procedência da tese acusatória, não sendo aplicável o artigo 2º, parágrafo único, XIII, da Lei nº 9.784/1999, que veda a aplicação retroativa de nova interpretação. O posicionamento consolidado do Colegiado se refere, naturalmente, à regularidade formal de determinadas operações – *que abarca, como visto, a possibilidade, em tese, de se utilizar o instituto da redução de capital para devolução de participações societárias* –, não podendo ser interpretado como afastando a possibilidade de desvio em outros casos<sup>24</sup>.

42. Tomada emprestada do direito administrativo<sup>25</sup>, a noção de desvio pressupõe haver um rumo correto. A Lei nº 6.404/1976 coloca o interesse social como o Norte que deve orientar a

---

<sup>24</sup> Sobre esse ponto, reporto-me ao que disse o Dir. Rel. Pedro Marcilio no PAS CVM nº 2005/1443, j. em 10.05.2006: “Uma complicação adicional surge em razão da previsão, na Lei 6.404/76, da ilegalidade de atos produzidos com desvio de finalidade. Como se sabe, o desvio de finalidade, via de regra, pressupõe a regularidade formal do ato societário. Por isso, nem a confirmação dessa regularidade formal, nem o reconhecimento pela CVM de que se trata de nova interpretação e, por isso, deve-se aplicar o art. 2º, § único, XIII, da Lei 9.784/99, resulta na impossibilidade de se rever os atos praticados não mais sob a ótica da regularidade formal (que é o que se fez anteriormente), mas sim do desvio de finalidade (ou de poder, como preferem alguns). É por isso que, neste processo, revemos a atuação de certos administradores e do acionista controlador sobre atos que tiveram sua regularidade formal anteriormente reconhecida (mesmo quando a decisão foi fundamentada sobre a impossibilidade de exercício de poder de polícia, sem análise do mérito).”

<sup>25</sup> Sobre o desvio de poder do acionista controlador, cf. COMPARATO, Fabio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 6ª edição. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 315 e ss. Sobre o desvio de



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

condução dos negócios da companhia. Nessa perspectiva, pode-se a princípio considerar desviantes atos que não são praticados para satisfazer os interesses da companhia, mas que visam a beneficiar ou a prejudicar um determinado acionista ou grupo de acionistas.

43. Esse fato não significa, contudo, que a escolha, pela companhia, de uma estrutura hipoteticamente menos atrativa para alguns acionistas possa ser considerada, por si só, como um indício de desvio. Ainda que a companhia possa considerar os efeitos de suas decisões na esfera dos seus acionistas, na gestão ordinária dos negócios sociais é o interesse dela, companhia, que deve sempre prevalecer.

44. Quando se investiga um possível episódio de desvio de poder, é necessário examinar as justificativas apresentadas para a decisão questionada e outros eventuais indícios de que o administrador exerceu os poderes que lhe foram atribuídos para satisfazer interesses outros que não os da companhia. Embora não seja possível fazer uma lista exaustiva de indícios de fraude ou de desvio, é necessário ter cautela redobrada nesse tipo de análise, sob pena de se acabar sindicando o mérito de decisões que o Direito, a princípio, reputa insindicáveis. O desvio de finalidade ocorre quando os atos não são pautados pelo interesse social, mas não pode o julgador se substituir ao juízo de conveniência ou oportunidade feito pelos acionistas ou pelos administradores, especialmente para sindicá-los se a decisão tomada era a “melhor” ou mesmo a “mais adequada” dentre as possíveis.

45. Como disse em outra oportunidade, na ausência de indícios mais específicos de desvio, o único juízo de mérito que pode ser feito é o de racionalidade<sup>26</sup>. No direito administrativo, José Cretella Jr. entende que a ilogicidade manifesta é “revelada pelo contraste insanável de várias partes da medida, como, por exemplo, entre os diversos incisos da motivação ou entre a motivação e o dispositivo”<sup>27</sup>. No direito norte-americano, Allen, Jacobs e Strine definem como irracional

---

finalidade dos administradores, cf. PARENTE, Flávia. *O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 138.

<sup>26</sup> No voto que proferi no âmbito do PAS CVM nº RJ 2013/11703 (j. em 31.07.2018), discorri com mais vagar sobre o modo pelo qual a CVM deve analisar possíveis desvios. No direito administrativo, do qual adveio a noção de desvio de poder, a doutrina aponta como sintomas (ou indícios) do desvio: (i) contradição do ato com atos posteriores ou anteriores; (ii) motivação exagerada, contraditória ou insuficiente; (iii) alteração dos fatos; (iv) ilogicidade manifesta; (v) disparidade de tratamento; e (vi) precipitação com que o ato foi editado (CRETELLA Jr., J. *Anulação do Ato Administrativo por Desvio de Poder*. São Paulo: Forense, 1978, p. 108). Como disse naquela oportunidade, entendo que, feitas as adaptações necessárias, tais indícios podem também ser utilizados no âmbito do direito societário.

<sup>27</sup> CRETELLA Jr., J. *Anulação do Ato Administrativo por Desvio de Poder*. São Paulo: Forense, 1978, p. 112.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

“aquela decisão tão descaradamente imprudente que chega ser inexplicável, no sentido de que nenhuma pessoa bem motivada e minimamente informada poderia tê-la tomado”<sup>28</sup>. Na mesma linha, Galgano:

“Uma revisão judicial do mérito da resolução é (...) permitida quando for necessário verificar um defeito na legitimidade da resolução. É pertinente aqui lembrar a máxima anglo-saxônica segundo a qual o juiz pode anular ‘uma resolução que nenhuma pessoa razoável poderia considerá-la útil para a sociedade’; o fato de uma determinada resolução satisfazer, aos olhos de qualquer pessoa sensata, inútil para a sociedade, assume-se como elemento presuntivo da prova de um abuso cometido pela maioria, que se valeu da posição de poder de que goza para obter vantagens particulares de seus membros, de forma alguma relacionados às necessidades da empresa social.”<sup>29</sup>

### *O caso dos autos*

46. Encerradas essas considerações mais genéricas, passo finalmente a um exame mais detido do caso para analisar, à luz das provas dos autos, se é possível concluir que a operação, embora formalmente regular, consistiu em meio para atingir fins contrários ao interesse social ou que, por qualquer outra razão, não possam ser considerados lícitos.

47. A alegação de que quando existem múltiplos meios de se alcançar determinado resultado a companhia aberta deve prestigiar a opção que cause menos dificuldades aos seus acionistas não merece acolhida, pois os interesses individuais dos acionistas não podem se sobrepor ao interesse social. É em vista desse que devem ser tomadas as decisões acerca da condução dos negócios da companhia.

---

<sup>28</sup> Tradução livre. No original: “That result flows from the definition of an irrational decision –one that is so blatantly imprudent that it is inexplicable, in the sense that no well-motivated and minimally informed person could have made it.” ALLEN, William T.; JACOBS, Jack B.; STRINE, Leo E. “Realigning the Standard of Review of Director Due Care with Delaware Public Policy: A Critique of Van Gorkom and its Progeny as a Standard of Review Problem”. In: *Northwestern University Law Review*, Vol. 96, 2002, p. 452.

<sup>29</sup> Tradução livre. No original: “Il sindacato giudiziario sulle deliberazioni assembleari è mero sindacato di legittimità. Sono impugnabili, per l’art. 2377, solo ‘le deliberazioni che non sono prese in conformità della legge o dello statuto’; resta escluso ogni sindacato di merito sulla convenienza o sulla opportunità della deliberazione. Un sindacato giudiziario del merito della deliberazione è, tuttavia, consentito quando sia necessario per accertare un vizio di legittimità della deliberazione. È qui pertinente ricordare la massima anglosassone secondo la quale il giudice può annullare ‘una deliberazione che sia tale che nessuna persona ragionevole potrebbe considerarla utile per la società’; il fatto che una data deliberazione appagia, agli occhi di qualsiasi persona ragionevole, inutile per la società è assunto come elemento, presuntivo, di prova di un abuso commesso dalla maggioranza, la quale ha utilizzato la posizione di potere della quale gode per conseguire vantaggi particolari dei suoi componenti, in nessun modo riferibili alle esigenze dell’impresa sociale”. GALGANO, Francesco. “Il nuovo diritto societario”. In: GALGANO, Francesco (coord.). *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell’economia*, vol. XXIX. Pádua: Cedam, 2003, p. 232. Sem grifos no original.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

48. A Battistella justificou sua opção de realizar a operação por meio da Redução de Capital em razão de essa alternativa lhe ser mais favorável sob o ponto de vista tributário: ao contrário do que ocorreria em uma cisão, a Redução de Capital permitiu que a Companhia simplificasse sua estrutura operacional e reduzisse seus custos de administração mantendo a integralidade de seus prejuízos fiscais.

49. Há, portanto, uma justificativa racional para a opção feita pela Companhia, e não encontro nos autos indícios de desvio. Nessa investigação, vale dizer, devem ser consideradas não só as circunstâncias diretamente ligadas à operação questionada, mas, também, o contexto em que ela foi decidida e mesmo atos posteriores que eventualmente revelem que a real motivação do negócio não foi aquela oficialmente declarada. Embora conclua que não se pode, no caso concreto, falar em desvio de poder por parte do controlador ou dos administradores, destaco que, em outro caso similar, é possível se concluir de modo diverso em razão de circunstâncias específicas que o distingam deste precedente.

50. Outro elemento importante que justifica as conclusões a que chego a respeito da operação questionada é o fato de que todos os acionistas receberam o mesmo tratamento e que a operação não produziu efeitos diferenciados (e mais favorecidos) a um ou a alguns acionistas na comparação com os demais. Não há nos autos qualquer elemento que indique que a operação foi tomada com base (também ou unicamente) nos interesses do acionista controlador ou de outra pessoa, fato que é usualmente considerado nas análises de desvio e que, segundo alguns julgados, autorizaria a inversão do ônus da prova<sup>30</sup> (que, em meu julgamento, não é possível em sede de Processo Administrativo Sancionador). Chamo também atenção para o fato de que, segundo os esclarecimentos prestados pelos procuradores dos Acusados, o acionista controlador continua sendo titular das ações que recebeu por meio da Redução da Capital.

51. Noto, ainda, que a decisão não pode ser considerada irracional, lembrando que não pode esta autarquia, em sede de julgamento, se imiscuir na avaliação de conveniência e oportunidade da deliberação tomada.

52. Com relação ao argumento da defesa baseado no comportamento das ações de emissão da companhia no mercado após o anúncio da Redução de Capital, entendo que esse deve ser recebido

---

<sup>30</sup> Nesse sentido, cf. o já referido PAS CVM nº 2005/1443, Dir. Rel. Pedro Marcilio, j. em 10.05.2006, em especial §44.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

com alguma cautela, especialmente por se tratar de um ativo de baixa liquidez e, conseqüentemente, de um mercado que não pode ser considerado eficiente.

53. Embora entenda que operações por meio das quais as companhias abertas entregam ativos *in natura* aos seus acionistas são potencialmente danosas ao mercado, devendo, portanto, ser circunscritas a casos bastante particulares e objeto de atento acompanhamento pelo regulador, ressalto que tais operações não são, *per se*, ilegais – ainda que possam, em certos casos, ser consideradas abusivas – e que a lei societária não permite à CVM modular as regras aplicáveis à redução de capital com restituição *in natura* em razão das características do bem que se pretende entregar aos acionistas.

54. Diante de todo o exposto, entendo que não há qualquer elemento nos autos que permita concluir que a Redução de Capital foi ilegal e, conseqüentemente, que os administradores que a estruturaram ou a submeteram à assembleia atuaram em desvio de finalidade, nem que o acionista controlador que a aprovou abusou do seu poder de controle.

### III. INFORMAÇÕES DISPONIBILIZADAS AOS ACIONISTAS A RESPEITO DA REDUÇÃO DE CAPITAL

55. A última acusação a ser analisada se refere à suposta insuficiência das informações acerca da Redução de Capital disponibilizadas quando da convocação da assembleia geral que deliberou acerca da referida operação. A área imputa responsabilidade a Luciano Battistella, na qualidade de diretor de relações com investidores da Companhia.

56. A partir da edição da Instrução CVM nº 481, em 2009, a CVM passou a exigir que um subconjunto das companhias abertas (atualmente composto apenas pelos emissores registrados na categoria A, com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado e ações em circulação<sup>31</sup>) disponibilizassem, quando da convocação de assembleias gerais, uma série de documentos.

57. Embora a Instrução CVM 481/2009 enumere a documentação mínima que deve ser disponibilizada a depender das matérias constantes da ordem do dia, o rol de documentos nela previsto não é exaustivo. Com efeito, o artigo 6º, que abre o capítulo da norma destinado às informações e documentos exigidos quando da convocação de assembleia, expressamente assinala que a companhia deve disponibilizar aos seus acionistas não só as informações e documentos

---

<sup>31</sup> Instrução CVM nº 481, art. 1º, §§1º e 2º.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

expressamente previstos nos demais artigos do Capítulo III e do Capítulo III-A, como, também, “quaisquer outras informações e documentos relevantes para o exercício do direito de voto em assembleia” (art. 6º, II).

58. O artigo 16 da Instrução CVM 481/2009 determina que sempre que a assembleia geral dos acionistas for convocada para deliberar sobre operação de redução de capital, a companhia deve fornecer, *no mínimo*, as informações indicadas no Anexo 16 da mesma Instrução<sup>32</sup>. Não só o artigo 16, como todos os demais artigos da regra com teor similar, se valem da expressão “no mínimo”, que faz clara conexão com a regra do já referido inciso II do artigo 6º da Instrução CVM nº 481/2009.

59. O que se vê, portanto, é que o regulador, no uso de sua competência legal de criar obrigações de *disclosure* para os emissores de valores mobiliários sujeitos à sua supervisão, determinou aprioristicamente um conjunto de informações que julgou serem sempre relevantes no contexto de determinadas matérias, ressalvando, contudo, que o rol previsto na norma pode, a depender das características do caso concreto, não abranger todas as informações relevantes para o exercício do direito de voto.

60. Qual o critério de relevância que deve nortear as análises acerca da suficiência da informação disponibilizada quando da convocação de uma assembleia geral? A Instrução CVM nº 481/2009 não traz parâmetros para aquilatar a relevância, mas creio que, especificamente no contexto de documentos que buscam dar aos acionistas condições de deliberar de modo informado, o melhor critério é aquele hoje estabelecido pelo inciso III do artigo 2º da Instrução CVM nº 358/2002: é relevante a informação capaz de influir de modo ponderável “na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados”.

61. A questão que se coloca, portanto, reside em definir se as particularidades da Redução de Capital, nomeadamente o fato de se tratar de uma redução com restituição *in natura*, com entrega de ações de emissão de outra sociedade, tornavam necessária a apresentação de outras informações e documentos além daqueles previstos no Anexo 16 da Instrução CVM nº 358/2002.

62. Entendo que não há espaço para dúvidas quanto ao fato de o referido anexo não ter sido

---

<sup>32</sup> Referido Anexo 16 enumera as seguintes informações e documentos: (i) o valor da redução e do novo capital social, (ii) as razões, a forma e as consequências da redução, (iii) cópia do parecer do conselho fiscal, se em funcionamento, e (iv) o valor da restituição por ação, o valor da diminuição do valor das ações à importância das entradas, ou a quantidade de ações objeto da redução.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

elaborado para lidar com uma redução de capital com restituição *in natura*. Assim, o fato de a redução prever a entrega em bens e não em dinheiro exige que o material preparado para divulgação contenha informações adicionais, que permitam aos acionistas, por exemplo, entender de modo adequado as características do bem ou dos bens que a companhia pretende lhes entregar.

63. Especificamente no caso de o ativo se tratar de ações de emissão de uma outra companhia, entendo, em linha com a SEP, que o material deve, ainda, incluir o estatuto social e as demonstrações financeiras. A depender das características do caso, é importante dizer, outras informações podem ser necessárias. Por exemplo, caso se trate de ações emitidas por uma sociedade controlada por um terceiro, informações acerca do quadro acionário. Esse exercício deverá ser feito caso a caso, com base no critério de relevância acima indicado, à luz das especificidades da operação projetada.

64. A defesa argumenta que a Companhia disponibilizou todas as informações relevantes e necessárias para o exercício do direito de voto pelos acionistas na assembleia geral. Nesse sentido, alega que foram amplamente divulgadas as informações listadas no Anexo 16, e que determinadas informações adicionais – como o estatuto social da Portosul e as últimas demonstrações financeiras da referida companhia – foram disponibilizadas aos acionistas que solicitaram.

65. Embora os critérios de relevância não devam ser baseados em preferências ou necessidades de um grupo específico de indivíduos, mas sim aferidas à luz do que um investidor racional hipotético julgaria relevante, creio que o fato de determinados investidores terem solicitado à Battistella informações adicionais acerca da Portosul e de a Companhia ter lhes franqueado acesso às referidas informações é mais um elemento que indica que as informações arquivadas no site da CVM não eram completas em seus aspectos relevantes.

66. A disponibilização de informações adicionais aos acionistas que as solicitaram não exige a Companhia da obrigação de disponibilizar a todo o mercado no tempo e modo previstos pela regulação todas as informações necessárias para a avaliação das matérias constantes da ordem do dia. Assim, concluo que Luciano Battistella violou o artigo 6º, parágrafo único, da Instrução CVM 481/2009.

#### IV. CONCLUSÃO E PENALIDADE

67. Passo, assim, à dosimetria da pena de Luciano Battistella por, na qualidade de diretor de relações com investidores, ter violado o disposto no artigo 6º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 481/2009.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

68. Na dosimetria da pena, levo em conta os bons antecedentes do acusado. Não identifiquei causas que justifiquem o agravamento da penalidade.
69. Por todo o exposto, com fundamento no artigo 11 da Lei nº 6.385/1976, voto:
- i. pela condenação de Luciano Ribas Battistella, na qualidade de diretor de relações com investidores, ao pagamento do montante de R\$150.000,00 (cento e cinquenta mil reais), por infração ao artigo 6º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 481/2009, por não ter disponibilizado informações suficientes sobre a Redução de Capital;
  - ii. pela absolvição de Luciano Ribas Battistella da acusação de infração ao artigo 154, *caput*, da Lei nº 6.404/1976;
  - iii. pela absolvição de Maurício Valente Battistella da acusação de infração ao artigo 154, *caput*, da Lei nº 6.404/1976;
  - iv. pela absolvição de Melissa Telma Figueiredo da acusação de infração ao artigo 154, *caput*, da Lei nº 6.404/1976; e
  - v. pela absolvição de Aliança Battistella Agro Pastoril e Administradora de Bens S.A. da acusação de infração ao artigo 116, parágrafo único, da Lei nº 6.404/1976.

É como voto.

São Paulo, 26 de janeiro de 2021

**Gustavo Machado Gonzalez**

Diretor Relator