



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

PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM Nº 19957.001917/2025-17

Companhia: Gafisa S.A.
Assunto: Adiamento/Interrupção de AGE.
Voto: Diretor João Accioly

INTERRUPÇÃO DE AGE

GRUPAMENTO DE AÇÕES E AUMENTO DE CAPITAL – VOTO DJA

I - CONTROVÉRSIA

1. A GAFISA convocou AGE incluindo na pauta a deliberação sobre o agrupamento das ações, de vinte para uma. Dado que o capital autorizado é delimitado apenas pela quantidade de ações (600 milhões), o agrupamento implica o automático aumento do limite da autorização para aumento do capital por deliberação do conselho de administração.

2. A acionista ESH pediu a interrupção da AGE da GAFISA. Sustenta sua ilegalidade porque, em suma, os acionistas estariam deliberando apenas o agrupamento das ações e não o aumento de capital autorizado, enquanto a lei exigiria a deliberação específica do aumento do limite autorizado, pela combinação do que dizem o art. 166, II e IV, e 168, §1º da Lei 6.404.

3. Num primeiro momento, a companhia negou que haveria aumento do capital autorizado pois o número de ações seria mantido. Após a decisão da interrupção por 15 dias para deliberar sobre a matéria, a companhia traz um pedido de reconsideração onde reconhece que haveria o aumento, mas afirma que os dispositivos legais mencionados pela acionista estão cumpridos, na medida em que o aumento do limite de capital autorizado que decorreria do agrupamento terá sido deliberado em assembleia convocada para alteração do estatuto, não havendo necessidade de deliberação em separado sobre o limite da autorização. Nessa mesma manifestação subsequente, propôs a realização de nova assembleia para deliberar especificamente sobre a redução do número de ações para um vigésimo (de modo a manter apenas o efeito do agrupamento, sem aumento de limite de autorização).

4. A SEP reconhece que a deliberação pelo agrupamento implica aumento do capital autorizado. Entende que esse aumento, nas condições propostas, não terá sido “deliberado em assembleia”, porque a deliberação seria apenas relativa ao grupamento.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

II - ANÁLISE

5. Adianto minha conclusão de que, na maneira como foi feita, a deliberação proposta à assembleia viola a lei.

6. Antes de expor as razões de meu entendimento pela ilegalidade, trato do efeito do aumento efetivo do limite do capital autorizado. Embora tenha sido objeto de controvérsia inicialmente, é cristalino o aumento efetivo. Tanto assim que esse efeito está mencionado na proposta da administração. Mas a meu ver esse não é o cerne da matéria sob discussão, e sim se essa deliberação pode ser tomada na forma proposta.

7. Começo por onde concordo com a SEP. Vejo razão em sua posição por uma ótica ampla de não ser correto deliberar por lebre e ter gato como efeito, por assim dizer. É uma percepção que também extraio das manifestações da acionista.

8. O senso de inadequação apontado pela acionista reclamante e reconhecido pela ilustre Superintendência é reforçado pela primeira posição mantida pela companhia, de que o capital autorizado não estaria sendo aumentado. Ademais, parece-me pertinente com a lógica mais profunda de entender as modificações de regras societárias como, no fim das contas, alterações contratuais cuja negociação é por vezes extremamente complexa, devido a questões como a formação da vontade e a vinculação do patrimônio de ausentes pela manifestação de presentes, e mesmo a alteração de direitos em contrariedade à vontade manifestada (por quem vota contra o que prevalece).

9. Entendo, porém, que essa inadequação é refletida no direito positivo de maneira diversa da que entendeu a Superintendência. Veja-se o que dizem os dispositivos supostamente violados:

Art. 122. Compete privativamente à assembleia geral:

I - reformar o estatuto social;

Art. 166. O capital social pode ser aumentado:

II - por deliberação da assembléia-geral ou do conselho de administração, observado o que a respeito dispuser o estatuto, nos casos de emissão de ações dentro do limite autorizado no estatuto (artigo 168);

IV - por deliberação da assembléia-geral extraordinária convocada para decidir sobre reforma do estatuto social, no caso de inexistir autorização de aumento, ou de estar a mesma esgotada.

Art. 168. O estatuto pode conter autorização para aumento do capital social independentemente de reforma estatutária.

§ 1º A autorização deverá especificar:

a) o limite de aumento, em valor do capital ou em número de ações (...);

b) o órgão competente para deliberar sobre as emissões (...);



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

10. A companhia tem razão ao afirmar que os dispositivos acima não seriam violados. Ao contrário do que afirma a SEP, o aumento do capital autorizado (efeito claro do agrupamento quando não há limite financeiro previsto) terá decorrido de alteração estatutária (logo, atendido o art. 168). Terá sido deliberado em assembleia (logo, atendido o art. 122). E o capital social não será aumentado (donde não se aplica o art. 166).

11. A SEP manifesta desconforto, compreensivelmente, com a circunstância de uma só deliberação provocar os dois efeitos – grupamento de ações e aumento do limite do capital autorizado. Faz sentido especialmente no caso dos autos pois existe uma premência para os acionistas aprovarem o grupamento por questões relativas às regras de *penny stock* da bolsa. Assim, a base acionária tem um incentivo forte para aprovar o grupamento para evitar consequências deletérias como a deslistagem, e acaba aprovando o aumento do limite autorizado sem que esta modificação possa ser analisada pelos prós e contras que lhes são próprios.

12. Porém, não há qualquer dispositivo legal que imponha que alterações estatutárias tenham de ser deliberadas separadamente (até porque, conforme as deliberações propostas, é conveniente e às vezes até necessário que sejam condicionadas à aprovação conjunta). Tampouco há regra específica que proíba que a deliberação pelo aumento do capital autorizado seja vinculada a uma deliberação diversa (tal como o grupamento). A exigência é mais ampla: o aumento do limite deve ser deliberado em assembleia e previsto no estatuto. E tais condições seriam atendidas pela deliberação proposta.

13. Assim, a deliberação tem claramente o efeito de aumento do capital autorizado. Uma deliberação assemblear pode ter esse efeito? Pode, desde que se altere o estatuto nesse sentido. E essa seria exatamente a deliberação. Quem pode alterar o estatuto? A assembleia geral – exatamente quem faria a alteração. Além disso, os requisitos do art. 168, §1º, estão todos no estatuto: limite do aumento do capital em número de ações, órgão competente para deliberar novas emissões e demais previsões.

14. Mas realmente há uma desconexão entre o que se propõe e o que se faz. Não pelo teor das alterações propostas: quanto a isto, a companhia está correta ao dizer que não há obrigatoriedade de apresentar a proposta de promover o ajuste na quantidade de ações, podendo aproveitar o grupamento para aumentar efetivamente o limite autorizado para aprovação de aumentos pelo conselho de administração. A desconexão ocorre pela forma como a assembleia foi convocada.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

15. Como o aumento do limite autorizado requer reforma do estatuto, aplicam-se as regras para reforma estatutária. E há um princípio básico do direito associativo em geral, decorrente da proteção à adequada formação da vontade, que é o da vinculação das deliberações ao teor de suas convocações. Na Lei 6.404, a regra é que para alterar o estatuto, a convocação precisa indicar as matérias que serão alteradas. É o que diz o caput do art. 124 (a que acrescento os destaques):

Art. 124. A convocação far-se-á mediante anúncio (...) contendo, além do local, data e hora da assembléia, a ordem do dia, **e, no caso de reforma do estatuto, a indicação da matéria.**

16. Pois bem. No caso da AGE em questão, a convocação não menciona a matéria do aumento de capital. A ordem do dia mencionada no edital menciona: (i) o grupamento de ações; (ii) alteração do estatuto para refletir a nova quantidade de ações resultante do grupamento; (iii) criação de plano de outorga de incentivo; (iv) alteração do estatuto relativa à composição do conselho de administração; (v) alteração do estatuto relativa às reuniões do conselho de administração; (vi) consolidação do estatuto e (vii) autorização aos administradores para implementar as deliberações.

17. Assim, o problema no caso me parece ter sido bem percebido. O que estaria prestes a acontecer seria que a companhia convocou os acionistas para deliberarem sobre agrupamento, mas não avisou que estariam deliberando sobre aumento do limite autorizado. Assim, é razoável inferir que muitos optem por nem comparecer, nem se informar sobre o que será deliberado¹.

18. Quando a discussão se volta para o teor da deliberação e do material disponibilizado, o problema da formação de vontade pode parecer ter sido contornado. Afinal, se supusermos que todo acionista está informado desse material, realmente não haveria como dizer que a matéria não foi deliberada em assembleia, já que, embora não utilize uma prosa exemplarmente explícita, a administração é bem clara ao explicar o que propõe: está agrupando e mantendo o número máximo de ações².

¹ A ausência da indicação da matéria aumento de capital, no contexto da deliberação pelo grupamento, pode até ter uma aparência oposta. As referências feitas ao capital podem até ser percebidas como sugestivas do efeito oposto: os itens (i) e (ii) falam na não redução do capital social e na nova quantidade de ações decorrente do grupamento – ambos efeitos reais e ligados ao capital social *atual* da companhia, não ao *autorizado* (pelo que esclareço não atribuir qualquer intenção, por parte de quem redigiu, de passar ideia diversa). Mas no conjunto e no contexto, podem transmitir a ideia de que a não redução e a nova quantidade também se aplicam ao capital social autorizado

² Da proposta da administração: “A Administração pontua que a Companhia possui, em seu Estatuto Social, disposição específica autorizando o aumento do capital social da Companhia por deliberação do Conselho de Administração até o limite de 600.000.000 (seiscentas milhões) de ações, na forma do artigo 168 da Lei das S.A., e que esta deliberação não prevê a alteração do referido limite estatutário. Desta forma, o limite do capital autorizado permanecerá, a despeito do grupamento de ações, de 600.000.000 (seiscentas milhões) de ações”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

19. A administração tem e deve ter a discricionariedade de propor as matérias para deliberação de maneira independente ou conjunta³. Do contrário, o julgador teria a prerrogativa de substituir-se na condução dos negócios da companhia ao determinar, por exemplo, que determinada proposta deve ser cindida em decisões independentes – embora neste caso, como proposto pela companhia nas razões que apresentou como pedido de reconsideração da decisão de interrupção do prazo, parece revelar-se compatível com os objetivos da companhia a deliberação de ambas as matérias separadamente, ou seja, deliberar o agrupamento e, como item separado, a redução do limite da quantidade autorizada para um vigésimo do atual. Convocar uma assembleia com a indicação da matéria e com os itens deliberados separadamente não irá deixar espaço para questionamentos como os trazidos pela SEP.

20. Claro que quem examinar os documentos da AGE tem condições de entender os efeitos reais, mas essa é justamente uma função importante do edital: permitir que os acionistas decidam gastar ou não tempo para inteirar-se e aprofundar-se do que será deliberado, para decidir se têm ou não interesse em participar da deliberação.

21. Para além da racionalidade e dos fundamentos das regras em questão, em termos mais simples e objetivos há um requisito formal exigido em lei para o ato jurídico em questão – a indicação da matéria na convocação. Descumprido um requisito essencial, o ato jurídico é inválido.

III - CONCLUSÃO

22. Pelo exposto, entendo que será ilegal deliberação dos itens (i) e (ii) da AGE em questão, por ter sido convocada sem que o edital indicasse a matéria do aumento do limite do capital autorizado, conforme previsto no art. 124, caput, da Lei 6.404.

Brasília, 26 de março de 2025.

João Accioly

Diretor

³ Convém a ressalva de que a meu ver essa flexibilidade para propor as matérias em deliberação vinculada ou combinada convive pacificamente com eventual juízo de que, a depender das características de determinada proposta levada à assembleia, o instituto do pedido de interrupção permite à CVM que se manifeste pela ilegalidade de uma deliberação por decorrer de vício não apenas em seu objeto, mas em qualquer elemento de sua validade. Isso inclui desde vício na convocação, como entendo aqui presente, até eventual vício no próprio ato de deliberação, como ilegalidade de votos, tais como aprovação das próprias contas, avaliação dos próprios bens integralizados, ou obtenção de vantagens indevidas por condições prejudiciais à companhia em benefício próprio (conflito material/substancial de interesses, cuja análise entendo prescindir da posterioridade em relação à deliberação). V., p. ex., minha manifestação no PA 19957.001704/2024-12.