

FÁBIO ULHOA COELHO

CURSO DE DIREITO
COMERCIAL

Direito de Empresa

■ sociedades

13^a EDIÇÃO

2



Editora
Saraiva

Capítulo 19

A AÇÃO

1. VALOR DA AÇÃO

A ação é o valor mobiliário representativo de uma parcela do capital social da sociedade anônima emissora que atribui ao seu titular a condição de sócio desta. Ao fracionar o capital social da anônima em valores mobiliários, a lei facilita a negociação da participação societária desse tipo de sociedade e ressalta a natureza de investimento do ato de ingresso no seu quadro de sócios. Claro que participar de sociedade limitada também é investir, empregar dinheiro numa atividade econômica, mas, na medida em que esta última se define como sociedade contratual, a negociação da quota normalmente encontra maiores obstáculos que a da ação. Quer dizer, quem adquire quotas de sociedade limitada não contrata apenas com o alienante, mas também com os demais sócios componentes da sociedade, aos quais passa a ligar-se por vínculos também contratuais, enquanto o adquirente da ação contrata apenas com o acionista que a está vendendo, surgindo desse contrato vínculos institucionais (não contratuais) com os outros integrantes da sociedade anônima.

Em razão de representar a ação um investimento de extrema complexidade, a definição do quanto ela vale é uma das questões mais relevantes do direito societário. Dependendo do contexto em que é necessário atribuir valor à participação societária, isto é, em função dos objetivos da avaliação, a ação poderá ter, e normalmente tem, valores diferentes. Ela valerá mais ou menos, de acordo com a finalidade da valoração. De fato, podem-se-lhe atribuir, pelo menos, cinco valores: nominal, patrimonial, de negociação, econômico e de emissão.

1.1. Valor Nominal

O primeiro valor da ação a se examinar é o *nominal*. Resulta da divisão do capital social da sociedade anônima pelo número de ações que ela tem emitidas (o valor-quociente). Trata-se de simples operação matemática, em que o montante em reais do capital social é dividido pelo número de todas as ações de emissão da sociedade (independentemente de espécie ou classe). Se o capital social é, por exemplo, de R\$ 5.000.000,00, e o número de ações emitidas é de 5.000.000, o valor nominal será de R\$ 1,00.

O direito brasileiro, em 1976, passou a admitir as ações *sem* valor nominal. A matéria apresenta contornos exclusivamente formais, isto é, cabe ao estatuto da sociedade anônima estabelecer se as ações terão, ou não, valor nominal. Assim, se o estatuto contempla dispositivo preceituando, por exemplo, que “o capital social é de R\$ 5.000.000,00, dividido em 5.000.000 de ações, cada uma com o valor nominal de R\$ 1,00”, ele está atribuindo o valor em questão às ações emitidas pela companhia. Se, contudo, o estatuto estabelece que “o capital social é de R\$ 5.000.000,00, dividido em 5.000.000 de ações, sem valor nominal”, então ocorre o inverso: as ações dessa companhia não têm valor nominal. Basta, portanto, a consulta ao constante desse documento — o estatuto social — para se concluir pela atribuição, ou não, de valor nominal às ações de determinada companhia.

Costuma-se designar “valor-quociente” o resultado da divisão do capital social pelo número de ações, quando estas não têm valor nominal.

As ações, de acordo com o disposto no estatuto, podem ou não ter valor nominal, que é o resultado da divisão do capital social pelo número de ações emitidas. A atribuição do valor nominal à participação societária importa a garantia relativa contra a diluição do patrimônio acionário, na hipótese de emissão de novas ações.

A função do valor nominal é, na verdade, conferir aos acionistas uma específica e limitada garantia. Isto é, o valor nominal garante, *em termos relativos*, o acionista contra a diluição de seu patrimônio acionário, na hipótese de aumento de capital social com emissão de novas ações. Sempre que o preço de emissão das novas ações é inferior ao valor patrimonial das existentes, este último valor é reduzido. Diluição é, precisamente, a redução do valor patrimonial das ações, motivada pela emissão de novas, a preço inferior (o fenômeno econômico da *diluição* acionária está

explicado mais adiante, no item 1.6). Quando ocorre a diluição, o acionista vê a sua ação perder valor patrimonial, em benefício dos subscritores das novas ações. Ora, na medida em que a lei proíbe a atribuição às novas ações de preço de emissão inferior ao valor nominal (LSA, art. 13), ela cria um limite para a diluição. Assim, os estatutos que atribuem às ações valor nominal resguardam, relativamente, os acionistas dos efeitos da diluição. Se o valor patrimonial for superior ao nominal, haverá alguma diluição no caso de o preço de emissão fixar-se entre eles. Mas, inexistindo valor nominal, não haverá limite mínimo para o preço de emissão das novas ações, o que pode acentuar a diluição.

A lei autoriza a atribuição de valor nominal apenas a parte das ações preferenciais. O estatuto da sociedade anônima cujas ações não possuam valor nominal pode estabelecer, por exemplo, que só as de determinada classe preferencial terão valor nominal, sendo as demais emitidas sem ele (LSA, art. 11, § 1º). Essa disparidade conduz, entretanto, à desfuncionalização do conceito de valor nominal. Note-se que, no caso de se aceitarem ações com e sem valor nominal emitidas pela mesma sociedade anônima, a limitação mínima para o preço de emissão de novas ações dessa companhia somente existiria para as da espécie ou classe com valor nominal. Assim, se o estatuto dispuser, por exemplo, que “o capital social é de R\$ 5.000.000,00, dividido em 5.000.000 de ações, sendo 2.000.000 da espécie ordinária nominativa, sem valor nominal, e 3.000.000 da espécie preferencial nominativa, com valor nominal de R\$ 1,00”, a sociedade poderia emitir novas ações ordinárias a preço inferior a R\$ 1,00, mas, em ocorrendo isso, a diluição atingiria, na mesma medida, também as ações preferenciais com valor nominal, tornando-se inoperante a garantia que o estatuto pretendeu conferir aos seus titulares.

Outra função que pode ser indicada para o valor nominal diz respeito à redução do capital social, motivada por sua excessividade. Quando a companhia considera o capital social superior às necessidades do negócio, ela pode reduzi-lo, mediante restituição aos acionistas dos recursos correspondentes à redução e retirada de circulação de parte das ações. Nesse caso específico de redução do capital social, o valor recebido pelo acionista por ação cancelada é o nominal. Caso opte por manter o mesmo número de ações, a sociedade irá restituir aos seus sócios parte do valor delas. Também nessa hipótese a referência será o valor nominal. Se a sociedade emitiu ações *sem* valor nominal, na redução operada com restituição, o acionista terá o seu direito calculado a partir da divisão do capital social pelo número de ações (valor-quo-

ciente), ou seja, receberá exatamente a mesma importância que lhe seria paga caso os estatutos tivessem atribuído valor nominal a elas.

1.2. Valor Patrimonial

O valor *patrimonial* é a parcela do patrimônio líquido da sociedade anônima correspondente a cada ação. É obtido pela divisão do valor em reais do patrimônio líquido pelo número de ações. Todos os bens e direitos titularizados por uma companhia compõem o seu patrimônio *bruto*, também chamado *ativo*. Ao se deduzir deste o montante correspondente às obrigações devidas pela sociedade (quer dizer, o *passivo*), chega-se ao patrimônio líquido. Conceitualmente falando, portanto, o patrimônio líquido de determinado sujeito de direito é o seu ativo menos o passivo. Assim, por exemplo, se a companhia tem o ativo de R\$ 10.000.000,00, o passivo de R\$ 8.000.000,00 e 5.000.000 de ações emitidas, o valor patrimonial de cada ação será de R\$ 0,40. Confira-se o cálculo: $R\$ 10.000.000,00 - R\$ 8.000.000,00 = R\$ 2.000.000,00$; $R\$ 2.000.000,00 : R\$ 5.000.000,00 = R\$ 0,40$.

O valor patrimonial da ação pode ser maior ou menor que o nominal. Aliás, esses dois valores raramente se igualam; são coincidentes, em geral, apenas no ato da constituição da sociedade (o seu momento “zero”, por assim dizer) (Ascarelli, 1945:348). É fácil compreender a razão: se multiplicados o valor nominal, de um lado, e o patrimonial, de outro, pelo número de ações, o resultado será, respectivamente, o capital social e o patrimônio líquido da sociedade. O primeiro (capital social) é, *grosso modo*, uma referência à contribuição inicial dos sócios, e o segundo (patrimônio líquido) àquilo que a sociedade tem em seu nome, descontadas as dívidas. Ora, como no exato instante em que ela é constituída possui somente o que recebeu dos sócios para dar início à empresa, nesse ato, o valor patrimonial da ação será igual ao nominal. Mas, em seguida, a sociedade irá comprar, vender, alugar, remunerar serviços, realizar negócios, investir, tomar emprestado, pagar seus empregados e o fisco; em suma, irá praticar uma série de atos, que aumentam ou reduzem o seu patrimônio. Desse modo, o patrimônio líquido da sociedade passará a ser maior ou menor que o capital social, em função dos mais variados fatores jurídicos, econômicos e financeiros. Quer dizer, o valor patrimonial da ação muito dificilmente voltará a coincidir com o nominal.

O valor patrimonial da ação é a divisão do patrimônio líquido da companhia pelo número de ações emitidas. Deve-se distinguir entre o valor patrimonial contábil (histórico ou atual) e o real, de acordo com os critérios de apropriação dos bens componentes do balanço.

Podem-se considerar duas modalidades de valor patrimonial: o *contábil* e o *real*. Nas duas, o divisor é o número de ações emitidas pela companhia, variando o dividendo.

O valor patrimonial contábil tem por dividendo o patrimônio líquido constante das demonstrações financeiras ordinárias ou especiais da sociedade anônima, em que os bens são apropriados por seu valor de entrada (custo de aquisição). O instrumento que, especificamente, contém a informação é o *balanço*. O valor patrimonial contábil pode ser de duas subespécies: histórico ou atual. É *histórico*, quando apurado a partir do balanço ordinário, levantado no término do exercício social; *atual* (ou *a data presente*), quando calculado com base em balanço especial, levantado durante o exercício social.

A medida do patrimônio líquido ostentada pelo balanço ordinário ou especial, contudo, não raras vezes, encontra-se defasada. O valor em reais atribuído a cada bem ou direito do ativo, bem assim a exata e atualizada mensuração do passivo podem não retratar, de forma adequada, a situação real do patrimônio da sociedade, ou seja, pode ser que, no mercado, os bens do patrimônio social, se fossem postos à venda, alcançassem preços diferentes, menores ou maiores, dos valores referidos na demonstração contábil. Dois são, basicamente, os motivos da defasagem: em primeiro lugar, com o passar do tempo, tende a oscilar o valor dos bens da sociedade, e nem sempre a oscilação é devidamente reavaliada e apropriada; em segundo, os critérios para quantificar ou classificar determinado fato contábil são, em parte, discutíveis. Desse modo, os dados constantes das demonstrações financeiras periódicas (e as do balanço especial, levantado com observância dos mesmos critérios contábeis de apropriação pelo valor de entrada) podem acabar tornando-se infiéis à realidade patrimonial da companhia. O instrumento contábil perde, por assim dizer, a sua operacionalidade, justificando-se a reavaliação dos ativos e a conferência dos lançamentos, com vistas ao atendimento de uma específica função (por exemplo, o reembolso do dissidente). Essa reavaliação e conferência conduzem à elaboração de novo balanço patrimonial, que não substitui o ordinário para fins estra-

nhos àqueles que o justificaram (este balanço não tem, por exemplo, repercussões tributárias ou mesmo outras repercussões de ordem societária). Trata-se de balanço de *determinação* (denominação criada pela tecnologia jurídica e não pela contabilidade), cujo objetivo é possibilitar o cálculo do valor patrimonial *real* da ação.

Na liquidação da sociedade anônima, depois de realizado o ativo e satisfeito o passivo, procede-se à partilha do acervo social remanescente (isto é, do *patrimônio líquido*). Nessa oportunidade, é pago a cada acionista o valor patrimonial das ações que possui (em tese, correspondente ao valor patrimonial atual). Na amortização de ações, operação pela qual se antecipa ao acionista, no todo ou em parte, o quanto ele receberia *caso* a sociedade fosse dissolvida (LSA, art. 44), também prevalece o valor patrimonial atual da ação (total ou parcial). A partilha e a amortização representam algumas das hipóteses em que o valor atribuído à ação baseia-se no patrimônio líquido da companhia; nelas, é irrelevante se há ou não valor nominal previsto nos estatutos, e a respectiva quantificação, assim como não importam, também, as demais valorações da participação acionária.

Já o valor patrimonial real da ação é adotado pela lei em duas oportunidades: como um dos critérios possíveis de mensuração do reembolso do dissidente de incorporação de sociedade controlada (LSA, art. 264) e como o obrigatório nas operações de incorporação, fusão e cisão em que ocorre a transferência do controle (art. 226, § 3º).

1.3. Valor de Negociação

O montante pago pela ação, quando adquirida — ou, o que é o mesmo, o recebido, quando vendida —, denomina-se valor *de negociação*. Não é igual ao nominal, nem ao patrimonial. Se alguém está interessado em comprar ações de certa companhia, deve entabular tratativas com um acionista disposto a vendê-las. O valor atribuído à participação acionária, nesse momento, dependerá unicamente do encontro de vontades desses sujeitos de direito. A ação vale, ao ser negociada, o que o comprador está interessado em pagar, e o vendedor em receber. Os demais critérios de avaliação (nominal, patrimonial, econômico ou de emissão) podem eventualmente servir de referência às partes para formularem suas propostas iniciais ou transigirem durante as conversações. Nada, porém, impede ou obriga a atribuição de um certo valor à participação acionária, senão exclusivamente a vontade dos contratan-

tes; se comprador e vendedor acertam quanto ao número, é esse o valor de negociação da ação. O maior ou menor distanciamento entre o valor acordado e os critérios avaliadores do investimento apenas pode sugerir que o negócio foi desvantajoso para uma parte e vantajoso para a outra.

Valor de negociação da ação é o contratado, por livre manifestação de vontade, entre quem a aliena e quem a adquire. O principal elemento que as partes do negócio levam em consideração, para chegar ao acordo, diz respeito às perspectivas de rentabilidade da empresa.

Em negociações racionais, o fator econômico predominante na formulação de propostas e nas transigências, de parte a parte, é a expectativa de ganhos ligados ao investimento (são “racionais” as negociações desenvolvidas entre pessoas não sujeitas a nenhuma pressão, que guiam suas decisões por critérios de otimização dos recursos disponíveis). De fato, quem paga determinado valor por uma ação espera obter — quando da distribuição dos dividendos ou da sua futura venda — um retorno superior ao proporcionado pelas demais alternativas de investimento existentes, naquele momento, no mercado. Se alguém tem R\$ 100.000,00 como disponibilidade e, pesquisando, encontra três possíveis empregos para esse dinheiro (digo, a compra de ações de certa sociedade anônima, o depósito em caderneta de poupança ou a aquisição de um imóvel), norteará sua decisão pelos ganhos prometidos, considerando os riscos próprios de cada opção. Em suma, o fator econômico predominante nas negociações racionais de um investimento são as perspectivas de rentabilidade por ele apresentadas. Tais perspectivas são determinantes na mensuração do valor de negociação da ação.

Na aquisição de participação acionária, ressalte-se, o valor nominal é, em geral, irrelevante; será levado em conta pelas partes apenas como indicador da existência de garantia relativa contra a diluição, elemento de muito pequena importância econômica.

O valor patrimonial da ação, por sua vez, também não será o decisivo, embora sua importância, em determinadas negociações, possa ser consideravelmente maior que a do nominal. Para compreender melhor a relação entre esses dois parâmetros avaliativos da ação (o patrimonial e o de negociação), tomem-se dois exemplos. No primeiro, imagine-se uma sociedade anônima dedicada à prestação de serviços na área de informática. Seu objeto é estruturar logiciários (programas

de computador) que atendam a demandas específicas das empresas clientes. Seu patrimônio líquido terá, normalmente, valor reduzido, já que será composto de equipamentos de informática e mobiliários usados, bens essenciais ao desenvolvimento dessa empresa, mas de pequeno valor de troca. Já as perspectivas de rentabilidade do negócio podem ser elevadas de acordo com o potencial de celebração de novos contratos. Em geral, numa sociedade com esse perfil, o valor de negociação da ação tende a ser consideravelmente maior que o patrimonial.

No segundo exemplo, considere-se uma sociedade anônima industrial cuja fábrica se encontra instalada em imóvel próprio, de grandes dimensões, localizado em centro urbano. Imagine-se que, por enquanto, a companhia não passa por dificuldades econômicas, gerando receita suficiente para o atendimento das despesas e para uma pequena margem de lucros. Trata-se, contudo, de sociedade sem condições ou estímulo para novos investimentos na modernização de suas instalações. Pois bem, se a tecnologia, os processos e os equipamentos empregados na produção estiverem obsoletos, em comparação com os das empresas concorrentes, e se houver, por outro lado, interesse de algumas construtoras na aquisição do terreno em que se encontra a fábrica, para a exploração de empreendimento imobiliário, esse quadro sugere que as suas ações terão valor de negociação tendencialmente inferior ao patrimonial.

Outro fator decisivo para a definição do valor de negociação da ação diz respeito à sua espécie. Se o valor patrimonial é sempre o mesmo, qualquer que seja a ação, o de negociação, ao inverso, varia se esta é ordinária ou preferencial. Em outros termos, como são diferentes os direitos titularizados pelos ordinaristas e preferencialistas, inclusive na distribuição de dividendos (item 2.1), isso costuma interferir nas perspectivas de rentabilidade do investimento, e, por via de consequência, no valor de negociação que cada espécie de ação alcança no mercado. Além da diferença em razão da espécie, cabe registrar que, mesmo entre as ações ordinárias, o valor de negociação também varia de acordo com a atribuição, ou não, do poder de controle. Quer dizer, o acionista titular de certa quantidade de ações ordinárias, que lhe asseguram, de modo permanente, a maioria nas deliberações sociais (ele é, p. ex., detentor de mais da metade das ações com direito a voto), encontrará no mercado investidores interessados em adquiri-las *todas*, pagando preço unitário consideravelmente superior ao que pagariam por apenas parte delas ou pelas ordinárias dos demais acionistas. Isto é, as ações de controle valem mais, na hora da negociação, que as outras, porque está

sendo transacionada uma participação societária qualificada, que dará ao adquirente o direito de administrar a sociedade anônima.

Classifica-se o valor de negociação da ação em duas categorias: *a)* de um lado, o valor *de mercado*, relativo às ações de companhias abertas negociadas em bolsas de valores (chamado, nesse caso, também de valor *bursátil* ou de *cotação*), no mercado de balcão ou no mercado de balcão organizado (denominado também valor de *cotação*); *b)* de outro, o valor *de negociação privada*, pertinente às ações de quaisquer companhias quando transacionadas fora do mercado aberto de capital.

O valor de negociação da ação de companhia aberta, vendida no mercado de capitais, pode ser referido pela sua cotação na bolsa de valores ou na entidade de mercado de balcão organizado em que se encontra admitida.

Desse modo, as ações emitidas por sociedades anônimas fechadas têm apenas valor de negociação privada, enquanto as de emissão das companhias abertas podem ter também, e geralmente têm, o valor de mercado. Em vista dessa classificação, aponta-se, aqui, mais um conjunto de fatores interferentes na definição do valor de negociação de *certas* ações, quais sejam, as de companhias abertas: são os ligados à conjuntura macroeconômica, nacional ou internacional. O mercado de capitais costuma ser altamente sensível a esse conjunto de fatores; muitas vezes, na economia globalizada do nosso tempo, especulações realizadas em bolsas de países asiáticos causam baixa na cotação de ações brasileiras, na BOVESPA, por exemplo.

Em resumo, o valor de negociação de uma ação é *sempre* o resultante do acordo de vontades entre o vendedor e o comprador. A aceitação de um preço maior ou menor, em razão dos mais variados fatores — desde os particulares à companhia emissora até os relacionados à conjuntura política ou macroeconômica —, depende, uma vez mais, exclusivamente da vontade das partes. Para o direito, definido certo valor pelos interessados e celebrado o contrato, esse será o devido, pouco importando as razões que cada um levou em conta para concordar com ele.

1.4. Valor Econômico

O valor *econômico* da ação resulta de uma complexa avaliação, procedida segundo critérios técnicos e realizada por profissionais es-

pecializados. O objetivo do cálculo é mensurar o preço que provavelmente um negociador racional pagaria pela ação, caso ela fosse vendida. Ou seja, os procedimentos de mensuração do valor econômico buscam encontrar o número que reflita o negócio *vantajoso* de compra e venda de determinadas ações. Por isso, sob o ponto de vista dos investidores, a definição do valor econômico é importante na preparação das propostas ou na delimitação das transigências interessantes durante as negociações para aquisição da ação.

Os profissionais especializados na avaliação de empresas costumam adotar determinados modelos, de aceitação generalizada entre os *experts*, para a realização do cálculo do valor econômico da ação. Todavia, esse é um trabalho muito complexo, e assim como os advogados têm diferentes visões acerca dos direitos e deveres da sociedade anônima (no campo fiscal, trabalhista, comercial etc.), e contabilistas discordam sobre critérios de classificação de certos fatos contábeis, também os profissionais especializados na avaliação de investimentos nutrem suas divergências técnicas. Estabelecido tal pressuposto, pode-se apontar como o principal modelo de avaliação o denominado “fluxo de caixa descontado”, em que se estimam, em valor presente, os fluxos de caixa futuros, correspondentes à participação acionária. Quer dizer, procura-se traduzir em dinheiro presente os futuros embolsos e desembolsos da sociedade, considerando-se o *risco* de inadimplência de devedores ou da existência de passivos ocultos (não contabilizados). Trata-se de modelo eficientemente aplicável na avaliação da maioria das empresas em atividade regular, mas apresenta limitações quando utilizado na avaliação de empresas em dificuldades, parcialmente desativadas, titulares de patentes, envolvidas em processo de reestruturação ou aquisição ou que se apresentem especialmente sensíveis a ciclos macroeconômicos. Nesses casos, os fluxos de caixa futuros ou não existem ou revelam maior inconstância. Também na hipótese de companhias fechadas a aplicação do modelo é limitada, porque a mensuração dos riscos, nesse caso, envolve maiores dificuldades (cf. Damodaran, 1996:12/17).

Pelo método do fluxo de caixa descontado, os avaliadores de investimento procuram definir o valor que se mostraria mais vantajoso ao adquirente pagar por ações de determinada companhia. Esse é o valor econômico.

Comprador e vendedor da ação podem guiar-se pelo valor econômico, mas alcançarão acordo sobre o valor *de negociação*. Nada obriga esses contratantes a praticarem este ou aquele valor. Claro que o vendedor que concordar em dispor de sua ação por valor de negociação inferior ao econômico ou o comprador que assentir em adquiri-la por montante superior ao recomendado pelos especialistas, *podem* estar talvez fazendo um mau negócio (para concluir se realmente estão fazendo mau negócio, seria necessário considerarem-se outros fatores como sinergias específicas, idiosincrasias, estratégias ou necessidades empresariais pontuais), o que não muda a questão: de uma forma ou de outra, o negócio se faz pelo valor resultante da convergência de vontades, seja este igual ou diferente do valor econômico (Delenda, 1994:66).

Para o direito, o valor econômico da ação é importante na definição de eventuais responsabilidades dos administradores da sociedade anônima vendedora ou adquirente das ações. Exemplifique-se: se a companhia *A* vende à companhia *B* as ações de emissão da sociedade anônima *C* que possuía, o valor econômico delas servirá de parâmetro para averiguação da economicidade do ato. De fato, os administradores das duas primeiras sociedades serão avaliados pelos correspondentes acionistas também de acordo com o proveito econômico advindo das decisões adotadas à frente das respectivas empresas (isto é, a economicidade da operação). Caso as ações em questão tenham sido negociadas por preço muito inferior ao da avaliação técnica, os administradores de *A* não teriam desempenhado bem suas tarefas e poderiam ser, até mesmo, responsabilizados. Se, ao contrário, as ações foram vendidas por preço muito superior ao seu valor econômico, os administradores de *B*, a companhia adquirente, é que poderão ser responsabilizados pela falta de economicidade do ato praticado. A relevância do valor econômico circunscreve-se, assim, no campo do direito societário, ao tema da responsabilidade dos administradores por determinadas operações.

Na reforma de 1997, tentou-se introduzir uma alteração na LSA (especificamente no art. 45) que assegurasse, em determinadas hipóteses, o reembolso de ações dos dissidentes não pelo seu valor patrimonial, mas pelo econômico. Se a tentativa tivesse alcançado êxito, o valor econômico da ação ganharia também importância, para o direito, na hipótese de exercício do direito de recesso (volto ao tema no item 3.5.2 do Cap. 25).

1.5. Preço de Emissão

O preço de emissão é o valor da ação no ato da subscrição. É, assim, o montante despendido pelo investidor (subscriber), à vista ou a prazo, em favor da sociedade anônima emissora em troca da ação. Em outras palavras, há duas formas de alguém se tornar acionista de uma companhia: subscrivendo ações recém-emitidas ou adquirindo-as de um acionista. No primeiro caso, trata-se de subscrição (operação do mercado primário), no segundo, de compra (operação do mercado secundário). Desse modo, se o valor de negociação é o atribuído à ação no mercado secundário, o preço de emissão é o que importa no primário; ademais, enquanto o valor de negociação é o montante pago pelo comprador da ação ao acionista-vendedor, o preço de emissão é pago à sociedade emissora.

Quem define o preço de emissão é, unilateralmente, a companhia criadora do valor mobiliário. Também as condições de pagamento do preço (se à vista ou a prazo, com ou sem juros) são estabelecidas por ela. O subscriber apenas adere às cláusulas prefixadas do ato de subscrição, manifestando assim a sua concordância com os termos da companhia, postos de modo unilateral. Claro que, ao precificar as novas ações, a sociedade anônima deve atentar para a realidade do mercado. Se pretender receber, a título de preço de emissão, um valor excessivo, não encontrará ninguém disposto a desembolsá-lo em troca da participação acionária. Por outro lado, se fixar o preço abaixo do que o mercado estaria disposto a pagar, não estará explorando convenientemente o potencial econômico da operação.

Preço de emissão é o valor atribuído pela companhia emissora à ação, a ser pago, à vista ou a prazo, pelo subscriber.

Em duas oportunidades a sociedade anônima estabelece o preço de emissão: *a)* constituição; *b)* aumento do capital social com lançamento de novas ações.

No ato de *constituição* da sociedade anônima, o preço de emissão é definido pelos fundadores. Nesse caso, o único parâmetro a ser considerado é o valor nominal da ação, isto é, se o estatuto conferir à ação valor nominal, o preço de emissão deverá ser igual ou superior a este; por outro lado, se não conferir, inexistirá limite mínimo para sua fixação (LSA, arts. 13 e 14). Se o preço de emissão for superior ao valor

nominal, a contribuição total inicial dos sócios será maior que o capital social. Com efeito, multiplicando-se o preço de emissão pelo número de ações, o resultado será necessariamente maior que o capital social quando aquele superar o valor nominal. Imagine-se a constituição de uma sociedade anônima com capital social de R\$ 1.000.000,00, em que foram emitidos 1.000.000 de ações; imagine-se, também, que cada ação, com valor nominal de R\$ 1,00, tenha sido subscrita ao preço de R\$ 3,00 à vista. Nesse caso, a contribuição total inicial dos subscritores foi de R\$ 3.000.000,00, o triplo do capital social.

A diferença entre o preço de emissão e o valor nominal denomina-se *ágio* (no exemplo acima, ele é de R\$ 2,00 por ação). Essa diferença corresponde a um montante que, por evidente, não compõe o capital social da sociedade. A contabilidade deverá classificar a soma dos ágios numa conta própria, chamada *reserva de capital* (LSA, art. 182, § 1º, a). Na situação exemplificada, o balanço patrimonial da sociedade anônima deverá registrar o capital social de R\$ 1.000.000,00 e, na reserva de capital, incluir R\$ 2.000.000,00.

Quando se cuida de constituição de sociedade anônima mediante a emissão de ações *sem* valor nominal, os fundadores devem definir se o preço de emissão será todo destinado à constituição do capital social ou se parte dele será apropriada, contabilmente, como reserva de capital. Quer dizer, se a companhia deve emitir 1.000.000 de ações ao preço à vista de R\$ 3,00 cada, os fundadores podem estabelecer que o capital social será de R\$ 3.000.000,00, hipótese em que não se constituirá reserva de capital, ou que o capital social será menor, algo como R\$ 1.800.000,00, quando serão alocados os restantes R\$ 1.200.000,00 em reserva de capital. As conseqüências de uma ou outra definição, isto é, as diferenças entre capital social e reserva de capital, serão examinadas mais à frente (Cap. 21, item 2.1).

Já, na hipótese de *aumento do capital social* com emissão de novas ações, o preço é estabelecido, em princípio, pelo órgão societário que o deliberou. Na generalidade das vezes, o aumento do capital social é matéria a ser decidida em assembléia geral, e, assim, normalmente compete a esse órgão definir o preço de emissão das novas ações. No caso de previsão, no estatuto, de capital *autorizado*, o aumento é deliberado por outro órgão, o conselho de administração (Cap. 21, item 3.2). Quando for esse o caso, o conselho será o responsável pela aprovação do preço de emissão. A regra, portanto, é de que a instância

societária competente para deliberar o aumento do capital social também se encontra investida de competência para fixar o preço de emissão. Há, entretanto, uma exceção: nas companhias abertas, se a assembléia geral aprova o aumento mediante subscrição pública, ela pode delegar a tarefa de definição do preço de emissão ao conselho de administração (LSA, art. 170, § 2º).

Ao fixar o preço de emissão das ações correspondentes ao aumento do capital social, a companhia deve observar determinados parâmetros legais, que visam impedir a diluição injustificada do patrimônio dos seus acionistas, bem como aproximá-lo dos demais valores atribuíveis à participação societária.

Na definição do preço de emissão por ocasião da constituição da sociedade, o único parâmetro legal existente é, conforme examinado, o valor nominal. Na fixação do preço quando do aumento do capital social, além desse, outros parâmetros se encontram na lei. Assim, a decisão do órgão responsável pela precificação das novas ações está sujeita às seguintes balizas legais: *a*) o preço de emissão não pode ser inferior ao valor nominal das ações, se existente (LSA, art. 13); *b*) não pode ocorrer diluição injustificada da participação dos antigos acionistas (LSA, art. 170, § 1º, *caput*); *c*) devem-se levar em conta a perspectiva de rentabilidade da companhia, o valor patrimonial da ação e, se for o caso, o de cotação em bolsa ou mercado de balcão organizado (LSA, art. 170, § 1º, I a III). A assembléia geral ou o conselho de administração devem encontrar um número que reflita a ponderação dessas balizas, atribuindo-o como preço de emissão das ações a serem emitidas. A inobservância desses critérios legais não importa a nulidade da deliberação, nem compromete a validade da subscrição que se seguir; a consequência será a responsabilização civil dos acionistas que aprovaram o preço irregular na assembléia geral (LSA, arts. 115 e 117) ou dos membros do conselho de administração (LSA, art. 158, § 2º), os quais deverão indenizar os prejuízos sofridos pela sociedade anônima, pelo subscritor ou pelo acionista cuja participação tenha sido injustificadamente diluída.

Tal como se verifica na constituição, se a ação tiver valor nominal e o preço de emissão for superior a este, o ágio constituirá reserva de capital. Se a ação não possuir valor nominal, a assembléia geral ou o conselho de administração deliberará se o total a ser pago pelos subs-

critérios integrará o capital social aumentado ou se uma parte será destinada à reserva de capital.

1.6. Diluição da Participação Acionária

Quando se examinou a função do valor nominal, definiu-se que este representa uma garantia *relativa* contra a diluição da participação dos acionistas, na medida em que a sociedade anônima não pode emitir novas ações a preço inferior a ele (item 1.1). Além disso, quando se elencaram os parâmetros legais para a definição do preço de emissão, na hipótese de aumento do capital social, deles constou a vedação de diluição injustificada da participação dos antigos acionistas (item 1.5). É chegado o momento de explicar esse fenômeno, o da diluição, para a completa compreensão da matéria. Opera-se a diluição sempre que a companhia lança novas ações com preço de emissão inferior ao valor patrimonial das existentes.

Se a sociedade anônima possui um capital social de R\$ 100.000,00, dividido em 100.000 ações, e seu patrimônio líquido é de R\$ 200.000,00, então suas ações têm o valor patrimonial de R\$ 2,00. Caso ela decida aumentar seu capital social, emitindo novas ações, o preço de emissão que fixar poderá (ou não) influir, para mais ou para menos, no valor patrimonial das já existentes. De fato, se o preço de emissão das novas ações for igual ao valor patrimonial das existentes, este não variará; se for maior, aumentará; se menor, diminuirá o referido valor. Quantifique-se: a) se a sociedade anônima emite 50.000 novas ações, ao preço à vista de R\$ 2,00 cada, ingressa no patrimônio da sociedade R\$ 100.000,00; em consequência do aumento, o patrimônio líquido passa para R\$ 300.000,00, mas, como são, agora, 150.000 as ações emitidas, permanece inalterado o valor patrimonial de cada uma (R\$ 2,00); b) se ela emite 50.000 novas ações, ao preço à vista de R\$ 3,00 cada, ingressam na sociedade recursos da ordem de R\$ 150.000,00, em razão do que o patrimônio líquido da sociedade aumenta para R\$ 350.000,00; como o número de ações, após o aumento, é de 150.000, o valor patrimonial destas, que era de R\$ 2,00, aumenta para R\$ 2,33; c) se, finalmente, emite 50.000 novas ações ao preço à vista de R\$ 1,00 cada, o patrimônio da sociedade aumenta para R\$ 250.000,00; como, após a operação, são 150.000 ações, o valor patrimonial reduz para R\$ 1,66.

Em termos gerais, se o preço de emissão das novas ações for superior ao valor patrimonial das existentes, haverá um ganho patrimonial

dos antigos acionistas em detrimento dos ingressantes. No caso *b*, o antigo acionista verá o valor patrimonial de suas ações aumentar, de R\$ 2,00 para R\$ 2,33, enquanto os subscritores terão pago R\$ 3,00 por ação, cujo valor patrimonial é R\$ 2,33. Por outro lado, se o preço de emissão das novas ações for inferior ao valor patrimonial das existentes, o ganho será em favor dos ingressantes e em prejuízo dos antigos acionistas. Na hipótese *c*, os subscritores terão pago R\$ 1,00 por ação que vale, patrimonialmente, R\$ 1,66, e os antigos acionistas verão suas ações reduzidas, também patrimonialmente falando, de R\$ 2,00 para R\$ 1,66. Esse fato, a redução do valor patrimonial das ações motivada pelo aumento do capital social, com lançamento de novas ações ao preço de emissão inferior ao referido valor, denomina-se *diluição*.

Dá-se a diluição do patrimônio acionário de quem já é sócio da companhia sempre que ela emite novas ações, precificando-as abaixo do valor patrimonial. O valor nominal representa, assim, uma garantia contra a diluição, porque estabelece um patamar mínimo para o preço de emissão.

O valor nominal representa uma garantia relativa contra a diluição, na medida em que fixa um limite mínimo para o preço de emissão das novas ações. Quando o estatuto da sociedade não concede às ações valor nominal, as novas podem ter qualquer preço de emissão. Se, no exemplo acima, as ações tiverem valor nominal, este será, antes da operação, de R\$ 1,00, e as novas ações não poderão ser emitidas por menos. Na pior das hipóteses para os antigos acionistas, o valor patrimonial das ações será reduzido para R\$ 1,66. Se, ao contrário, as ações não possuírem valor nominal, as novas poderão ser emitidas por, imagine-se, R\$ 0,50, caso em que a diluição será mais acentuada: se o número de novas ações for 50.000, o patrimônio líquido será aumentado para R\$ 225.000,00, e o valor patrimonial das ações dos antigos acionistas passará de R\$ 2,00 para R\$ 1,50.

A diluição, tal como definida acima, é um fato econômico e opera-se sempre que presente a condição delimitada, isto é, sempre que o preço de emissão das novas ações é inferior ao valor patrimonial das existentes. Para o direito, contudo, interessa distinguir entre diluição *justificada* e *injustificada*, porque somente esta última é vedada, enquanto baliza na definição do preço de emissão (LSA, art. 170, § 1º, *caput*). A justificação é função das necessidades de recursos da com-

panhia emissora e da capacidade de absorção da ação pelo mercado (cf. Borba, 1986:158). Sopesando-se os dois elementos, pode-se justificar a diluição. Isto é, se a sociedade anônima necessita de recursos para a sua capitalização e estima-se não haver mercado para novas ações, senão a preço inferior ao valor patrimonial das existentes, então é justificável que os antigos acionistas suportem o prejuízo imediato, como forma de assegurarem ganhos futuros para a companhia e, indiretamente, para eles próprios. Ausentes esses pressupostos, não é justificável a diluição, e o acionista prejudicado tem direito a ser indenizado pelos responsáveis pela precificação das novas ações (os acionistas que a aprovaram na assembléia geral ou os membros do conselho de administração, conforme o caso).

Antes de encerrar, cabe esclarecer que a diluição da participação acionária a que se refere o art. 170, § 1º, da LSA não pode dizer respeito à redução proporcional da participação do acionista (como parece a muitos profissionais), mas sim à redução do valor patrimonial de suas ações. Isto porque o problema de o minoritário acompanhar ou não o aumento de capital não se encontra relacionado ao preço de emissão das novas ações, mas sim ao volume total de recursos correspondentes ao aumento. Explico: se, para manter sua posição acionária, o minoritário deve entrar com R\$ 100.000,00, tanto faz se o valor se destina à subscrição de 100 ações por R\$ 1,00 ou à de 50 ações por R\$ 2,00 cada. Se ele não dispõe dos R\$ 100.000,00, isto é, do volume total de recursos necessários à preservação de sua participação proporcional, ele não conseguirá acompanhar o aporte deliberado pelo majoritário. Quer dizer, qualquer que seja o preço de emissão fixado para as novas ações, se ele não dispuser do volume de recursos necessários à integralização do percentual do aumento correspondente às suas ações, o minoritário verá sua participação proporcional reduzida. A diluição a que se refere o art. 170, § 1º, da LSA não pode dizer respeito a essa redução, porque se trata de dispositivo atinente aos critérios para fixação do preço de emissão, que, como visto, não interfere na diminuição da participação proporcional dos acionistas.

1.7. Conclusão: o Valor da Ação

A valoração da ação de sociedade anônima, como se pode notar do exame da matéria, envolve questões complexas. Para o estudante e o estudioso do direito comercial, essa matéria, ademais, pode apresen-