

NELSON EIZIRIK

**A LEI DAS S/A  
COMENTADA**

**VOLUME III**

**ARTS. 138 A 205**

**2ª EDIÇÃO**

**REVISTA E AMPLIADA**

Editora Quartier Latin do Brasil  
São Paulo, 2015  
quartierlatin@quartierlatin.art.br  
www.quartierlatin.art.br

**EDITORA QUARTIER LATIN DO BRASIL**

EMPRESA BRASILEIRA, FUNDADA EM 20 DE NOVEMBRO DE 2001

RUA SANTO AMARO, 316 - CEP 01315-000

VENDAS: FONE (11) 3101-5780

EMAIL: [quartierlatin@quartierlatin.art.br](mailto:quartierlatin@quartierlatin.art.br)

SITE: [www.quartierlatin.art.br](http://www.quartierlatin.art.br)

**EDITORA QUARTIER LATIN DO BRASIL**  
RUA SANTO AMARO, 316 – CENTRO – SÃO PAULO

COORDENAÇÃO EDITORIAL: VINICIUS VIEIRA  
PRODUÇÃO EDITORIAL: JOSÉ UBIRATAN FERRAZ BUENO  
DIAGRAMAÇÃO: EDUARDO NALLIS VILLANOVA  
FINALIZAÇÃO: VICTOR GUIMARÃES SYLVIO  
REVISÃO GRAMATICAL: TARSILA NASCIMENTO MARCHETTI  
PROJETO GRÁFICO DE CAPA: INVENTUM DESIGN

EIZIRIK, NELSON. A LEI DAS S/A COMENTADA. VOLUME III – 2ª  
EDIÇÃO REVISTA E AMPLIADA – ARTIGOS 138 A 205. SÃO PAULO:  
QUARTIER LATIN, 2015.

ISBN 85-7674-802-9

1. DIREITO COMERCIAL. 2. DIREITO SOCIETÁRIO. I. TÍTULO

**ÍNDICES PARA CATÁLOGO SISTEMÁTICO:**

1. BRASIL: DIREITO COMERCIAL
2. BRASIL: DIREITO SOCIETÁRIO

TODOS OS DIREITOS RESERVADOS. Proibida a reprodução total ou parcial, por qualquer meio ou processo, especialmente por sistemas gráficos, microfílmicos, fotográficos, reprográficos, fonográficos, videográficos. Vedada a memorização e/ou a recuperação total ou parcial, bem como a inclusão de qualquer parte desta obra em qualquer sistema de processamento de dados. Essas proibições aplicam-se também às características gráficas da obra e à sua editoração. A violação dos direitos autorais é punível como crime (art. 184 e parágrafos do Código Penal), com pena de prisão e multa, busca e apreensão e indenizações diversas (arts. 101 a 110 da Lei 9.610, de 19.02.1998, Lei dos Direitos Autorais).

**COLABORADORA NO VOLUME III:  
ANDREA BRAGA**

**COLABORAÇÃO DE VINÍCIUS AVERSARI MARTINS  
(ARTIGOS 176 A 188)**

tal informação, ou porque já vinha reiteradamente comprando ou vendendo tais ações, ou porque as informações não chegaram ao conhecimento do órgão, ou porque já eram de domínio público.

Da mesma forma que ocorre com os administradores, os membros do conselho fiscal, ficando demonstrado que praticaram o *insider trading*, podem ser responsabilizados na esfera civil<sup>3</sup>, administrativa<sup>4</sup> e criminal<sup>5</sup>.

3 Ver os comentários ao art. 155 da Lei das S.A.

4 Arts. 1º e 13 da Instrução CVM nº 358/2002, com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM nºs 369/2002 e 449/2007.

5 O art. 27-D da Lei nº 6.385/1976, com a redação dada pela Lei nº 10.303/2001, é aplicável aos membros do conselho fiscal, ao dispor que: "*Art. 27-D. Utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários: Pena - reclusão, de um a cinco anos, e multa de até três vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime*".

## CAPÍTULO XIV

### MODIFICAÇÃO DO CAPITAL SOCIAL

#### SEÇÃO I

#### AUMENTO

#### COMPETÊNCIA

"Art. 166. O capital social pode ser aumentado:

I - por deliberação da assembleia geral ordinária, para correção da expressão monetária do seu valor (artigo 167);

II - por deliberação da assembleia 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);

III - por conversão, em ações, de debêntures ou parte beneficiárias e pelo exercício de direitos conferidos por bônus de subscrição, ou de opção de compra de ações;

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

§ 1º Dentro dos 30 (trinta) dias subsequentes à efetivação do aumento, a companhia requererá ao registro do comércio a sua averbação, nos casos dos números I a III, ou o arquivamento da ata da assembleia de reforma do estatuto, no caso do número IV.

§ 2º O conselho fiscal, se em funcionamento, deverá, salvo nos casos do número III, ser obrigatoriamente ouvido antes da deliberação sobre o aumento de capital."

As companhias podem financiar o desenvolvimento de suas atividades de várias maneiras: (i) mediante a obtenção de empréstimos,

seja junto a instituições financeiras públicas ou privadas, nacionais ou internacionais, seja junto a companhias que integram o mesmo grupo societário (os chamados empréstimos *intercompany*); (ii) emitindo títulos de dívida no mercado interno ou externo (debêntures, notas comerciais, *bonds*); (iii) por meio da autocalcapitalização, ou seja, utilização de lucros não distribuídos; e (iv) mediante aumentos de capital, com a emissão de ações, subscritas pelos próprios acionistas, exercendo seu direito de preferência, ou pelos investidores em geral.

Não há regras fixas sobre o melhor processo de obtenção de recursos, uma vez que inúmeras são as variáveis a serem observadas pela administração da companhia: (i) grau de endividamento da sociedade; (ii) sua possibilidade de acesso a fontes de crédito; (iii) taxa de juros cobrada pelas instituições financeiras; (iv) maior ou menor "apetite" por parte dos investidores de subscrever seus valores mobiliários; e (v) liquidez de suas ações no mercado, etc. Trata-se, assim, de decisão a ser tomada pela administração, tendo em vista uma série de fatores referentes à situação econômico financeira da companhia e ao mercado financeiro e de capitais.

Embora existam muitos estudos em finanças sobre a melhor estrutura de capital das empresas, ou seja, sobre qual a mais adequada proporção entre financiamento mediante empréstimos ou mediante emissão de ações (capital de terceiros ou capital próprio), é indiscutível que se trata de uma questão a ser resolvida pela administração de cada companhia, de forma discricionária<sup>1</sup>.

Considerava-se não ser importante a divisão da estrutura de capital da companhia (empréstimos e ações), uma vez que o seu valor dependeria de 2 (dois) outros fatores essenciais: grau de lucratividade e nível de risco<sup>2</sup>. No entanto, entende-se, atualmente,

1 VICTOR BRUDNEY e MARVIN A. CHIRELSTEIN. *Corporate Finance - Cases and Materials*. 3<sup>rd</sup> edition, Mineola, New York: Foundation Press, 1987, p. 373.

2 FRANCO MODIGLIANI and MERTON MILLER. "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment". *The American Economic Review*. v. XLIII, June, 1958, p. 261.

que a estrutura do capital efetivamente afeta o valor da empresa por diversos fatores, entre eles o benefício fiscal da dívida, os custos de falência, os custos de agência, etc.<sup>3</sup>.

As normas que tratam do aumento de capital devem conciliar 2 (dois) objetivos: (i) permitir a capitalização da companhia por meio da emissão de ações, ao menor custo e da forma mais rápida; e (ii) assegurar a adequada proteção aos direitos de seus acionistas.

O capital social constitui a parcela do valor das ações subscritas - estabelecida no estatuto - que os acionistas vinculam à consecução do objeto social, seja na constituição da companhia, seja nos seus posteriores aumentos<sup>4</sup>. Assim, a sua função primordial é garantir à sociedade os meios para realizar o seu fim. Ademais, a estipulação do valor do capital no estatuto define os direitos e obrigações dos acionistas - cuja responsabilidade é limitada ao preço de emissão das ações subscritas - e também funciona como instrumento de garantia dos credores.

3 Há grande discussão sobre esse assunto. Ver, a propósito, FRANCO MODIGLIANI e MERTON H. MILLER, "Dividend Policy, Growth and The Valuation of Shares", *The Journal of Business*. v. 34, n° 4, October, 1961, p. 411-433 e no v. 36, n° 1, January, 1963, p. 116-119; FRANCO MODIGLIANI e MERTON H. MILLER, "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction", *The American Economic Review*. v. 53, n° 3, June, 1953, p. 433-443; FRANCO MODIGLIANI e MERTON H. MILLER. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment: Reply", *The American Economic Review*. v. 55, n° 3, June, 1965, p. 524-527; FRANCO MODIGLIANI e MERTON H. MILLER, "Debt and Taxes", *The Journal of Finance*. v. 32, n° 2, Papers and Proceedings of the Thirty Fifth Annual Meeting of The American Finance Association, Atlantic City, September, 1976, p. 261-275; MERTON H. MILLER and MYRON S. SCHOLES, "Dividend and Taxes: Some Empirical Evidence", *The Journal of Political Economy*. v. 90, n° 6, December, 1982, p. 1.118-1.141; MERTON H. MILLER, "Behavioral Rationality in Finance: The Case of Dividends", *The Journal of Business*. v. 59, n° 4, October, 1986, p. S451-S468; MERTON H. MILLER, "Financial Innovation: The Last Twenty Years and the Next", *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*. v. 21, n° 4, December, 1986, p. 459-471; MERTON H. MILLER, "The Modigliani-Miller Propositions After Thirty Years", *The Journal of Economic Perspectives*. v. 2, n° 4, August, 1988, p. 99-120.

4 Ver os comentários ao art. 5° da Lei das S.A.

A noção de capital social como cifra fixa e imutável (no passado as hipóteses de aumento eram tratadas como casos excepcionais) foi perdendo relevância no atual sistema jurídico brasileiro, assim como no direito comparado; face à dinâmica dos negócios, o capital passou a ter uma grande mobilidade, sendo frequentes os seus aumentos.

Os princípios fundamentais sobre o capital social são: (i) o da unicidade, ou seja, a companhia só tem um capital, ainda que apresente várias filiais; (ii) o da realidade, nos termos do qual o capital estipulado no estatuto deve ser efetivamente formado no ativo mediante contribuições dos subscritores das ações; (iii) o da intangibilidade, segundo o qual não se pode transferir bens do ativo para os sócios caso o montante do capital nele aplicado fique inferior ao fixado no estatuto; e (iv) o da fixidez, que significa que, uma vez estabelecido no estatuto, somente pode ser alterado nos casos previstos em lei<sup>5</sup>.

O artigo 6º consagra o princípio da fixidez do capital, ao dispor que ele somente poderá ser modificado com a observância dos dispositivos legais e estatutários. Assim, a Lei das S.A. contém normas que disciplinam taxativamente as hipóteses de modificação do capital, que visam a proteger os interesses dos acionistas - no caso de aumento - e dos credores - no caso de redução.

O presente dispositivo apenas apresenta uma relação de casos em que pode ocorrer o aumento de capital, os quais são objeto de disciplina mais detalhada nos artigos 167, 168, 169 e 170.

No regime original da Lei das S.A., a correção monetária do capital deveria ocorrer obrigatoriamente em cada exercício social (artigo 5º, parágrafo único). A Lei nº 9.249/1995 (artigo 4º, parágrafo único) vedou a utilização de qualquer sistema de correção monetária de demonstrações financeiras, inclusive para fins societários. Assim, ficou derogado o inciso I, extinguindo-se a correção monetária anual do capital.

5

Ver os comentários ao art. 5º da Lei das S.A.

Nos termos do inciso II, o aumento de capital na companhia de capital autorizado que ocorrer dentro do limite autorizado no estatuto poderá efetivar-se mediante deliberação da assembleia geral ou do conselho de administração, a depender do órgão competente, nos termos do estatuto<sup>6</sup>.

Pode também ocorrer o aumento de capital quando debêntures (artigo 52) ou partes beneficiárias (artigo 46) são convertidas em ações; da mesma forma, quando são exercidos os direitos conferidos por bônus de subscrição (artigo 75) e opções de compra de ações (artigo 168, § 3º). Diversamente dos demais casos (incisos II e IV), trata-se de aumento obrigatório do capital social, em que não cabe aos administradores avaliar sua conveniência ou oportunidade. Uma vez convertidos os valores mobiliários ou exercidos os direitos neles contidos, o capital é automaticamente aumentado, sem necessidade de qualquer aprovação da assembleia geral ou do conselho de administração, no caso de companhia com capital autorizado.

Tanto na hipótese do inciso II como na do IV, há emissão de ações a serem subscritas pelos acionistas, no caso de subscrição particular, no exercício de seu direito de preferência, ou pelos investidores do mercado, na subscrição pública<sup>7</sup>.

Diversamente do que ocorria no regime legal anterior (artigo 12 do Decreto-Lei nº 2.627/1940), no aumento de capital mediante subscrição de ações não há necessidade de realização de uma segunda assembleia geral extraordinária de "homologação" ou "conferência" do aumento. Tal assembleia era exigida pelo Decreto-Lei nº 2.627/1940 e foi dispensada pela vigente Lei das S.A., o que constituiu uma solução simplificadora, embora, na prática, muitas vezes, seja realizada. Visando a tornar menos complexo o procedimento, o legislador prevê, como regra geral, apenas uma intervenção

6 Ver os comentários ao art. 168 da Lei das S.A.

7 Ver os comentários ao art. 170 da Lei das S.A.

da assembleia geral extraordinária, para aprovar o aumento de capital ou para definir as suas condições, cujo cumprimento posterior torna efetiva a deliberação assemblear. A publicidade prevista no § 1º somente será requerida após a “efetivação” da operação, expressão que indica tanto a realização de assembleia única – no caso da capitalização de reservas – como a realização de todos os atos que integram a operação<sup>8</sup>.

Na hipótese do inciso III, o aumento é averbado na Junta Comercial, independentemente de deliberação do conselho de administração ou da assembleia geral, já que é automático, pois decorre do exercício de direitos dos titulares dos valores mobiliários. Também devem ser averbados os aumentos de capital decorrentes da emissão de ações dentro do limite do capital autorizado. Tratando-se de aumento por meio da emissão de ações por companhia com capital fixo ou com capital autorizado cujo limite de autorização já foi atingido, deve ser realizada assembleia geral extraordinária, cuja ata será arquivada na Junta Comercial.

O conselho fiscal, quando em funcionamento, deverá opinar em todos os casos de aumento de capital, exceto naqueles decorrentes da conversão de valores mobiliários em ações ou pelo exercício de direitos conferidos por bônus de subscrição ou opções de compra de ações. A atuação do conselho fiscal deve limitar-se à análise da legalidade da operação, não à sua conveniência e oportunidade<sup>9</sup>.

8 MAURO RODRIGUES PENTEADO. **Aumentos de Capital das Sociedades Anônimas**. 2ª edição, atualizada por Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 126.

9 Ver os comentários ao art. 163 da Lei das S.A. Em sentido contrário, MAURO RODRIGUES PENTEADO. **Aumentos de Capital das Sociedades Anônimas...**, p. 255.

## CORREÇÃO MONETÁRIA ANUAL

“Art. 167. A reserva de capital constituída por ocasião do balanço de encerramento do exercício social e resultante da correção monetária do capital realizado (artigo 182, § 2º) será capitalizada por deliberação da assembleia geral ordinária que aprovar o balanço.

§ 1º Na companhia aberta, a capitalização prevista neste artigo será feita sem modificação do número de ações emitidas e com aumento do valor nominal das ações, se for o caso.

§ 2º A companhia poderá deixar de capitalizar o saldo da reserva correspondente às frações de centavo do valor nominal das ações, ou, se não tiverem valor nominal, à fração inferior a 1% (um por cento) do capital social.

§ 3º Se a companhia tiver ações com e sem valor nominal, a correção do capital correspondente às ações com valor nominal será feita separadamente, sendo a reserva resultante capitalizada em benefício dessas ações.”

A correção monetária foi extinta pela Lei nº 9.249/1995, mediante a qual ficou vedada a utilização de qualquer sistema de correção das demonstrações financeiras, inclusive para fins societários (artigo 4º, parágrafo único).

Até então, procedia-se à correção monetária do capital social para mantê-lo íntegro frente aos índices inflacionários; o resultado da correção era registrado como reserva de capital, enquanto não capitalizado (artigo 182, § 2º). A capitalização da correção monetária ocorria mediante decisão homologatória da assembleia geral ordinária, ao aprovar o balanço anual.

Com a extinção da correção monetária, o dispositivo encontra-se derogado, não mais produzindo qualquer efeito.

## CAPITAL AUTORIZADO

**“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, e as espécies e classes das ações que poderão ser emitidas;**

**b) o órgão competente para deliberar sobre as emissões, que poderá ser a assembleia geral ou o conselho de administração;**

**c) as condições a que estiverem sujeitas as emissões;**

**d) os casos ou as condições em que os acionistas terão direito de preferência para subscrição, ou de inexistência desse direito (artigo 172).**

**§ 2º O limite de autorização, quando fixado em valor do capital social, será anualmente corrigido pela assembleia geral ordinária, com base nos mesmos índices adotados na correção do capital social.**

**§ 3º O estatuto pode prever que a companhia, dentro do limite de capital autorizado, e de acordo com plano aprovado pela assembleia geral, outorgue opção de compra de ações a seus administradores ou empregados, ou a pessoas naturais que prestem serviços à companhia ou a sociedade sob seu controle.”**

## 1. SIGNIFICADO DE CAPITAL AUTORIZADO

A norma trata de mecanismo de crescente aplicação na prática dos negócios, que confere maior agilidade ao processo de capitalização das companhias, pois permite que o aumento de capital mediante emissão de ações ocorra por decisão do conselho de administração, sem a necessidade de deliberação da assembleia geral. Dispensando a realização de assembleia geral, reduz-se o prazo

verificado entre a decisão de aumentar o capital e a efetiva emissão de ações, possibilitando à companhia aproveitar o momento mais propício do mercado de capitais (as chamadas “janelas de mercado”) para captar recursos.

O mecanismo é originário do direito societário norte-americano, onde se reconhece o caráter contratual do negócio jurídico de emissão de ações, aceitando-se que, embora a fixação do número de ações deva ser disciplinada no estatuto, o *board of directors* (equivalente ao conselho de administração) é competente para decidir sobre a oportunidade e a conveniência da emissão, assim como sobre o seu valor<sup>1</sup>.

O regime do capital autorizado foi introduzido entre nós pela Lei nº 4.728/1965, a chamada “Lei do Mercado de Capitais”; embora com algumas diferenças com relação ao atual tratamento legal, nela já se previa o seu traço fundamental: a possibilidade de ser decidido o aumento de capital pela administração, sem necessidade de assembleia geral e de alteração do estatuto.

Já na época, entendia-se que a alteração no estatuto para que a companhia adotasse o sistema de capital autorizado não configurava uma transformação do tipo societário, inexistindo alteração substancial nos direitos dos acionistas<sup>2</sup>.

Com efeito, a sociedade com capital autorizado não constitui um tipo societário distinto, mas um “subtipo societário”, uma modalidade societária não divergente, com relação às bases essenciais, da generalidade das sociedades anônimas. Não há, na adoção do regime de capital autorizado, transformação da sociedade, nem deliberação que enseje, aos acionistas dela discordantes, o direito de recesso<sup>3</sup>.

1 JOSÉ ALEXANDRE TAVARES GUERREIRO. *Regime Jurídico do Capital Autorizado*. São Paulo: Saraiva, 1984, p. 46 e seguintes.

2 LUIZ GASTÃO PAES DE BARROS LEAES. *Direito Comercial*. São Paulo: Bushatsky, 1976, p. 281.

3 JOSÉ ALEXANDRE TAVARES GUERREIRO. *Regime Jurídico do Capital Autorizado...*, p. 71-72.

O regime do capital autorizado significa apenas o limite, estabelecido no estatuto, de competência da assembleia geral ou do conselho de administração, para aumentar, sem reforma estatutária, o capital social<sup>4</sup>. Assim, constarão do estatuto social a cifra do capital fixo e a autorização para o seu aumento, mediante deliberação da assembleia ou do conselho, até determinado valor ou número de ações, sem necessidade de alteração estatutária. Não há qualquer prazo para que se realizem os aumentos de capital; alcançado o limite do capital autorizado, será necessária alteração do estatuto, para que se estabeleça novo limite.

A companhia pode ser constituída com capital autorizado, ou seja, já constando de seu estatuto a autorização para que o seu capital fixo seja aumentado até o limite nele estabelecido, desde que seu capital propriamente dito, isto é, o fixo, tenha sido inteiramente subscrito por pelo menos 2 (duas) pessoas (artigo 80, inciso I)<sup>5</sup>. Assim, o capital social subscrito pode ser inferior ao limite autorizado no estatuto.

O limite pode ser fixado em determinado valor ou em número de ações, de acordo com a alínea “a” do § 1º, devendo o estatuto disciplinar as espécies e classes de ações que serão emitidas. Não se pode admitir a criação de ações preferenciais ou aumento de classe de ações preferenciais já existentes, sem guardar proporção com as demais classes de preferenciais, ou a criação de nova classe mais favorecida, sem previsão estatutária. A autorização para aumento de

4 A Exposição de Motivos nº 196, de 24.06.1976, observa que o art. 169 “*mantém a inovação introduzida pela Lei nº 4.728, ao admitir que o estatuto social, além de fixar o montante do capital social, estabeleça limite de capital autorizado, dentro do qual a Assembleia Geral ou o Conselho de Administração pode deliberar aumento do capital social, independentemente de reforma estatutária*”.

5 MODESTO CARVALHOSA. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. v. 3, 5ª edição, São Paulo: Saraiva, 2011, p. 594; JOSÉ ALEXANDRE TAVARES GUERREIRO. *Regime Jurídico do Capital Autorizado...*, p. 78-79, revendo posição anterior (EGBERTO LACERDA TEIXEIRA e JOSÉ ALEXANDRE TAVARES GUERREIRO. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*. v. 1, São Paulo: José Bushatsky, 1979, p. 121).

capital não implica em autorização para a quebra da proporção. O aumento de classe existente sem guardar proporção com as demais deve ser sempre deliberado em assembleia geral extraordinária, salvo prévia e expressa previsão no estatuto nesse sentido<sup>6-7</sup>.

O estatuto deve estabelecer também qual o órgão competente para deliberar sobre a emissão de ações no limite do capital autorizado: a assembleia geral ou o conselho de administração. Trata-se de competência excludente, ou de um ou de outro órgão, não podendo ser cumulativa, concorrente ou supletiva. Caso a competência seja da assembleia geral, como prevalece o critério *ratione materiae*, o aumento deverá ser deliberado por assembleia geral extraordinária, não se demandando *quorum* qualificado de instalação (artigo 135), por não se tratar de reforma do estatuto<sup>8</sup>.

É recomendável que o estatuto determine a competência do conselho de administração, situação usual na prática do mercado, pois permite maior agilidade ao processo de capitalização da companhia mediante a emissão de ações.

Ao deliberar o aumento de capital, o conselho de administração não age por delegação de poderes da assembleia geral, mas no exercício de um poder legal derivado de autorização estatutária. Daí decorre que a responsabilidade do membro do conselho, por descumprir a lei ou o estatuto, é própria e indeclinável, não podendo ele arguir, em sua defesa, a vinculação hierárquica à assembleia geral, que não existe no caso<sup>9</sup>.

Deverá, ainda, o estatuto dispor sobre as condições das emissões de ações no limite do capital autorizado, se em bens ou dinheiro.

6 Ver os comentários ao art. 136 da Lei das S.A.

7 Sobre esse assunto, ver o Parecer CVM/SJU nº 001/1980. Ver, também, os comentários ao art. 167 da Lei das S.A.

8 MODESTO CARVALHOSA. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas...*, p. 595.

9 JOSÉ ALEXANDRE TAVARES GUERREIRO. *Regime Jurídico do Capital Autorizado...*, p. 96-97.

Trata-se de dispositivo de pouca aplicação na prática, uma vez que os estatutos normalmente limitam-se a dizer que as emissões somente poderão ser subscritas em dinheiro. Ainda que admitidas, as subscrições com bens são muito raras; como o conselho de administração não pode deliberar sobre a avaliação dos bens, pois é matéria de competência exclusiva da assembleia (artigo 122, inciso VI), a principal vantagem do regime de capital autorizado – a celeridade da emissão – seria frustrada pela realização necessária de assembleia geral.

O estatuto pode também excluir o direito de preferência dos acionistas para subscreverem o aumento de capital<sup>10</sup>. Trata-se de procedimento correntemente utilizado por companhia aberta que procede à subscrição pública de suas ações no mercado. No silêncio do estatuto, não prevista a exclusão do direito de preferência, não pode o conselho de administração obstar o seu exercício, uma vez que constitui um dos direitos essenciais do acionista (artigo 109, inciso IV).

O § 2º dispunha que o limite, quando fixado em valor do capital social, deveria ser anualmente corrigido pela assembleia geral ordinária, com base nos mesmos índices adotados para a correção do capital social. Extinta a correção monetária do capital com a promulgação da Lei nº 9.249/1995, o § 2º está derogado<sup>11</sup>.

De acordo com o § 3º, pode ainda o estatuto prever a emissão, no limite do capital autorizado, de bônus de subscrição (artigo 75) e de opção de compra a administradores, empregados ou prestadores de serviços (artigo 168, § 3º), que constituem institutos típicos e exclusivos da sociedade com capital autorizado.

O bônus de subscrição – não muito utilizado na prática dos negócios – constitui um valor mobiliário que confere ao seu titular

10 Ver os comentários ao art. 172 da Lei das S.A.

11 A esse respeito, ver os comentários ao art. 167 da Lei das S.A.

o direito de subscrever ações da companhia, e pode ser alienado pela companhia ou por ela atribuído como vantagem adicional aos subscritores de ações ou debêntures de sua emissão<sup>12</sup>.

## 2. AS OPÇÕES DE COMPRA

As opções de compra, de larga utilização em outros países, particularmente nos Estados Unidos<sup>13</sup>, onde seu emprego desmedido contribuiu para a eclosão de vários escândalos<sup>14</sup>, vêm sendo objeto de crescente uso também entre nós, particularmente em companhias abertas.

O § 3º permite que, observado o limite do capital autorizado, o estatuto preveja, de acordo com plano aprovado pela assembleia, que a companhia outorgue opção de compra de ações a seus administradores ou empregados, ou ainda a pessoas naturais que lhe prestem serviços ou a sociedades sob seu controle. Assim, mediante a outorga da opção de compra, a companhia confere aos beneficiários, nas condições constantes do plano aprovado pela assembleia

12 Ver os comentários aos arts. 75 a 79 da Lei das S.A.

13 MICHAEL P. DOOLEY. *Fundamentals of Corporation Law*. New York: The Foundation Press, 1995, p. 168.

14 Durante 2006, eclodiu no mercado norte-americano escândalo envolvendo supostas irregularidades na concessão de opções de ações aos administradores de companhias abertas nos EUA. Mais de 130 (cento e trinta) empresas foram acusadas pela chamada prática de *option backdating*, ou seja, por terem manipulado as datas de concessão dos planos de opções de ações de seus executivos, para que estes pudessem se beneficiar de momentos de valorização no mercado e, com isso, ter seus ganhos pessoais maximizados. A esse respeito, ver JOHN C. COFFEE JR. *What Caused Enron?: A Capsule Social and Economic History of the 1990's*. New York: Columbia Law and Economics, January, 2003, p. 214; JOHN C. COFFEE JR. *A Theory of Corporate Scandals: Why the U.S. and Europe Differ*. New York: Columbia Law and Economics, march, 2005, p. 274; MICHAEL C. JENSEN. *The Agency Cost of Overvalued Equity and the Current State of Corporate Finance*. London: European Financial Management, v. 10, 2004, p. 549-565; KATHLEEN F. BRICKEY. *From Enron to Worldcom and Beyond: Life and Crime After Sarbanes-Oxley*. St. Louis: Washington School, June, 2003, p. 03-06.

geral, o direito de subscrever ações de sua emissão, a um preço ou em condições preestabelecidas<sup>15</sup>.

Embora o termo empregado pela Lei das S.A. seja "opção de compra", diverso daquele constante da Exposição de Motivos nº 196, de 24.06.1976, e da Lei nº 4.728/1965, que fazem referência à "opção de subscrição", está hoje consolidado o entendimento de que o instituto contempla as 2 (duas) situações: a opção para compra de ações em tesouraria; e a opção para a subscrição de novas ações<sup>16-17</sup>.

A finalidade da opção é permitir aos administradores, empregados e prestadores de serviços participar dos lucros futuros da companhia e da valorização das ações de sua emissão no mercado. Ela é, assim, uma vantagem a ser atribuída principalmente aos administradores, visando a incentivar a sua permanência na companhia e a premiar os seus esforços. Os administradores desempenham a função de conduzir os negócios sociais de modo a permitir que a companhia cumpra sua finalidade lucrativa (artigo 2º). Como a valorização das ações resulta em grande parte da atuação eficiente dos administradores, a outorga de opção de compra de ações fun-

15 A Instrução CVM nº 358/2002, no art. 2º, parágrafo único, inciso XII, prevê que a aprovação de plano de outorga de opção de compra de ações constitui fato relevante.

16 A Instrução CVM nº 10/1980 assim prevê em seu art. 23: "Art. 23. Respeitado o disposto no Art. 2º [vedações para aquisição de ações para permanência em tesouraria ou cancelamento], a CVM poderá, em casos especiais e plenamente circunstanciados, autorizar, previamente, operações da companhia com as próprias ações que não se ajustarem às demais normas desta Instrução." A esse respeito, ver as decisões do Colegiado da CVM proferidas no Processo Administrativo CVM nº RJ 2002/2935, Rel. Dir. Norma Parente, j. em 10.10.2002, e no Processo Administrativo CVM nº RJ 2000/1412, Rel. Dir. Wladimir Castelo Branco Castro, j. em 25.08.2000.

17 JOSÉ ALEXANDRE TAVARES GUERREIRO, "Sobre a Opção de Compra de Ações", *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 39, julho-setembro, 1980, p. 226-227; PAULO CEZAR ARAGAO e DANIELA SOARES, "Opções de Compra de Ações: uma Análise da Evolução do Instituto no Brasil". In: Rodrigo R. Monteiro de Castro e Luís André N. de Moura Azevedo (Coord.). *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 160.

ciona como incentivo para que eles maximizem o desempenho da companhia, alinhando os seus interesses aos dos acionistas.

O beneficiário da opção compartilha com os demais acionistas os riscos do mercado de capitais, particularmente das ações da companhia, o que constitui um incentivo para o seu comprometimento com os resultados<sup>18</sup>. Se não ocorrer a valorização das ações no mercado, a opção de compra perderá o seu valor e não será exercida<sup>19</sup>.

Uma vez outorgada a opção, a companhia coloca-se numa posição passiva, à espera da exclusiva manifestação de vontade do outorgado, a quem cabe decidir se irá exercê-la e em que momento; com efeito, o direito consubstanciado na opção representa uma vantagem econômica de cunho contingente, a depender das circunstâncias do mercado. Tratando-se de uma promessa unilateral da companhia, usualmente de caráter gratuito para os beneficiários, eles podem decidir se irão exercê-la<sup>20</sup>. Não fosse a finalidade específica de incentivar a prestação de serviços pelo administrador e o seu ingresso ou permanência, a opção poderia ser entendida como uma liberalidade incompatível com os fins sociais<sup>21</sup>.

18 A Instrução CVM nº 323/2000, em seu inciso XII do art. 1º, considera como abuso do poder de controle "a instituição de plano de opção de compra de ações, para administradores ou empregados da companhia, (...) sem o efetivo comprometimento com a obtenção de resultados, em detrimento da companhia e dos acionistas minoritários".

19 O Colegiado da CVM, no julgamento do Processo Administrativo CVM nº RJ 2001/8489, Rel. Dir. Marcelo Trindade, j. em 03.01.2002, se manifestou no sentido de que "o que se deve evitar é a criação de planos de opções que assegurem a seus beneficiários a obtenção de uma remuneração pura e simples e a certeza do recebimento das ações como forma de remuneração fixa, independentemente do desempenho da companhia, não obstante a possibilidade de se utilizar ações de emissão da companhia como forma de pagamento de bônus aos administradores".

20 FABIO KONDER COMPARATO. *Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981, p. 177-178; PAULO CEZAR ARAGAO, "Opções de Compra de Ações e Bônus de Subscrição", *Revista dos Tribunais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 631, maio, 1988, p. 63.

21 ROBERT C. CLARK. *Corporate Law*. Boston: Little, Brown and Company, 1986, p. 198.

Quando a companhia confere a opção de compra de ações, surge para o outorgado uma mera expectativa de direito; não há, nesse instante inicial, direito adquirido ao exercício da opção. Muito seguidamente os planos de opções aprovados pela assembleia geral sujeitam o seu exercício a um período aquisitivo e à permanência na companhia – as chamadas “regras de investidura” (*vesting* na prática norte-americana). Caso o outorgado não cumpra tais condições, não poderá exercer as opções. A expectativa também pode ser frustrada pelas condições de mercado, caso o preço das ações deixe de ser atrativo.

Constituindo a opção uma expectativa de direito, com natureza mercantil, os valores decorrentes de ações adquiridas mediante o seu exercício não integram o salário dos empregados; o outorgado incorre em ônus para aquisição ou subscrição das ações e sujeita-se a fatores aleatórios, como aqueles referentes à variação da cotação das ações no mercado<sup>22</sup>.

Embora possa ser comparada ao bônus de subscrição, uma vez que ambos são institutos típicos de sociedades com capital autorizado e asseguram ao seu titular o direito de subscrever futuramente ações da companhia, eles não se confundem, especialmente porque a opção de compra não tem a natureza de valor mobiliário. Com efeito, a Lei das S.A. conferiu tratamento diferenciado e específico às opções, as quais não se destinam, como os valores mobiliários elencados no artigo 2º da Lei nº 6.385/1976, à livre circulação, nem se colocam no âmbito das relações externas da companhia. A opção

22 Decisão da 3ª Turma do Tribunal Superior do Trabalho proferida nos autos do Processo nº TST-AIRR 208640-09.2001.5.01.0070, Rel. Des. Alberto Luiz Bresciani de Fontan Pereira, j. em 05.08.2009, publicado no DEJT em 21.08.2009; PAULO CEZAR ARAGÃO e DANIELA SOARES, “Opções de Compra de Ações: uma Análise da Evolução do Instituto no Brasil”. In: Rodrigo R. Monteiro de Castro e Luís André N. de Moura Azevedo (Coord.). *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais...*, p. 172; HOMERO BATISTA MATEUS DA SILVA. *Curso de Direito do Trabalho Aplicado*. v. 5, Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 162.

não constitui um título autônomo e destinado à circulação no mercado, como ocorre com o bônus, representando, na realidade, um direito em si, a ser exercido em virtude da promessa unilateral da companhia de alienar ações de sua emissão a seus administradores, empregados e prestadores de serviços.

Ademais, a opção também se distingue das ações e dos bônus pelo fato de que a companhia não tem a obrigação de conceder direito de preferência aos seus acionistas para a sua aquisição (artigo 171, § 3º). O legislador afastou expressamente, na outorga e no exercício da opção, a incidência de um direito essencial dos acionistas: o de preferência na subscrição de títulos representativos do capital social, que possam ser convertidos ou confirmam direito à sua aquisição<sup>23</sup>.

Ao prever, a Lei das S.A., que o plano de outorga de opções de compra de ações deve ser aprovado pela assembleia geral, estabeleceu um requisito essencial à validade da opção. Não se admite que outros órgãos sociais confirmem opções de compra sem que haja aprovação do respectivo plano em assembleia geral, por 3 (três) razões: (i) a excepcionalidade da regra que afasta o direito de preferência, já que o exercício das opções poderá acarretar a diluição da participação dos acionistas, impõe a necessidade de aceitação prévia da possível emissão de ações, nas condições previstas no plano; (ii) constituindo a opção um prêmio ao administrador ou empregado, significa disposição do patrimônio social em seu favor, daí decorrendo que, não aprovado o plano pelos acionistas, poderia ficar caracterizado ato de liberalidade; e (iii) pelo fato de integrar a remuneração dos administradores.

O plano aprovado pela assembleia geral deve conter as diretrizes gerais para o seu funcionamento e para a concessão de outorgas, sendo usual a delegação de certo grau de discricionariedade ao órgão encarregado de aplicá-lo, na prática. Assim, costuma-se

23 Ver os comentários ao art. 109 da Lei das S.A.

prever no plano: (i) cláusulas sobre sua administração; (ii) hipótese de desligamento dos outorgados; (iii) critérios gerais para fixação de cada outorga; e (iv) percentual máximo do capital da companhia que poderá ser outorgado na forma de opções.

Usualmente, a administração do plano é delegada pela assembleia geral ao conselho de administração, que pode constituir um comitê específico para assessorá-lo ou mesmo substituí-lo nessa tarefa (frequentemente denominado “comitê de remuneração”), uma vez que não se trata de atribuição indelegável, já que não prevista no artigo 139<sup>24</sup>.

Deve o plano indicar também qual será o preço de exercício da opção, tendo em vista os parâmetros elencados no artigo 170, § 1º. Tratando-se de companhia aberta com ações negociadas em Bolsa de Valores e dotadas de liquidez, deverá prevalecer a cotação em Bolsa na data da outorga, admitindo-se deságio. Assim, se houver uma variação positiva entre o preço em Bolsa na data da outorga e aquele verificado na data do exercício, o outorgado provavelmente exercerá a opção, auferindo lucro; caso contrário, não exercerá a opção.

A Lei das S.A. prevê expressamente a possibilidade de serem conferidas opções não só a administradores da sociedade como também a pessoas naturais que prestem serviços à companhia ou a sociedades sob seu controle. Vem sendo verificada, na prática do mercado, a outorga de opções por companhias estrangeiras aos administradores de suas controladas no Brasil, o que é absolutamente legítimo e reconhecido expressamente pelas normas internacionais de contabilidade que estão sendo introduzidas em nosso ordenamento jurídico por meio dos Pronunciamentos do Comitê de

24 PAULO CEZAR ARAGAO e DANIELA SOARES, “Opções de Compra de Ações: uma Análise da Evolução do Instituto no Brasil”. In: Rodrigo R. Monteiro de Castro e Luís André N. de Moura Azevedo (Coord.). **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais...**, p. 166.

Pronunciamentos Contábeis – CPC – referendados pela Comissão de Valores Mobiliários<sup>25</sup>.

Tendo em vista o seu caráter *intuitu personae*, por se dar sua outorga com vista a estimular o trabalho de administradores, empregados e prestadores de serviços, as opções constituem direitos personalíssimos, que, conseqüentemente, só podem ser exercidos pela pessoa a quem foram conferidos. Não cabe, assim, a cessão de opção a terceiros.

O fato de ter, a Lei das S.A., excluído o direito de preferência dos acionistas no momento em que a opção é outorgada ou exercida reafirma a sua feição personalíssima; a inexistência do direito de preferência somente se justifica em virtude do objetivo de se conferir vantagem específica a determinados indivíduos que contribuem para a prosperidade da companhia<sup>26</sup>.

Logo, por ser a opção de compra de ações atribuída de forma pessoal, somente podendo ser exercida por aquele que a recebeu, não se admite que terceiros a exerçam e venham a adquirir ações de emissão da companhia.

Ademais, como a opção não se incorpora automaticamente ao patrimônio do beneficiário, o que somente ocorre após o seu efetivo exercício, com as ações dela resultantes, a sua transmissão

25 Ver, a propósito, o *International Financial Reporting Standards* nº 2 – IFRS 2; *International Financial Reporting Interpretations Committee* nº 11 – IFRIC 11; Deliberação CVM nº 650/2010, que aprovou o Pronunciamento Técnico CPC 10 (R1). A CVM, no Processo Administrativo CVM nº RJ 2011/2942, Rel. Dir. Otavio Yazbek, j. em 06.09.2011, fazendo referência ao MEMO/SEP/GEA 1/Nº 114/2011, concluiu que “a despeito da ausência de previsão legal, parece viável que a companhia pague com ações a remuneração não só de seus executivos, mas também aos de suas controladas em analogia à disposição constante do § 3º do art. 168 da Lei nº 6.404/76”.

26 No mesmo sentido, EGBERTO LACERDA TEIXEIRA e JOSÉ ALEXANDRE TAVARES GUERREIRO. **Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro...**, v. 1, p. 331-332; JOSÉ WALDECY LUCENA. **Das Sociedades Anônimas – Comentários à Lei (arts. 121 a 188)**. v. II, Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 800-801; CLAUDIO KOLHER, “Bônus de Subscrição”, **Revista dos Tribunais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 641, março, 1989, p. 95.

a terceiros não ocorre nem a título de sucessão. Com efeito, por ocasião da morte do titular, só se transmitem aos seus herdeiros os bens e direitos que já estiverem integrados ao seu patrimônio. Eventuais expectativas de direito não são passíveis de transmissão, posto que ainda não compõem o patrimônio do *de cuius*<sup>27</sup>.

Admite-se que as companhias, querendo excepcionar a regra da intransferibilidade das opções de compra, prevejam, em seus planos, normas específicas no sentido de poderem elas ser exercidas por seus herdeiros no caso de falecimento do titular. No entanto, por se tratar de hipótese excepcional, que contraria a própria natureza do instituto, a possibilidade de exercício das opções pelos herdeiros do titular depende de previsão expressa no plano de outorga.

#### CAPITALIZAÇÃO DE LUCROS E RESERVAS

**“Art. 169. O aumento mediante capitalização de lucros ou de reservas importará alteração do valor nominal das ações ou distribuições das ações novas, correspondentes ao aumento, entre acionistas, na proporção do número de ações que possuírem.**

**§ 1º Na companhia com ações sem valor nominal, a capitalização de lucros ou de reservas poderá ser efetivada sem modificação do número de ações.**

**§ 2º Às ações distribuídas de acordo com este artigo se estenderão, salvo cláusula em contrário dos instrumentos que os tenham constituído, o usufruto, o fideicomisso, a inalienabilidade e a incomunicabilidade que porventura gravarem as ações de que elas forem derivadas.**

27 Em sentido contrário, PAULO CEZAR ARAGÃO e DANIELA SOARES, “Opções de Compra de Ações: uma Análise da Evolução do Instituto no Brasil”. In: Rodrigo R. Monteiro de Castro e Luís André N. de Moura Azevedo (Coord.). *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais...*, p. 162.

**§ 3º As ações que não puderem ser atribuídas por inteiro a cada acionista serão vendidas em bolsa, dividindo-se o produto da venda, proporcionalmente, pelos titulares das frações; antes da venda, a companhia fixará prazo não inferior a 30 (trinta) dias, durante o qual os acionistas poderão transferir as frações de ação.”**

O dispositivo, repetindo o preceito do artigo 113 do Decreto-Lei nº 2.627/1940, com poucas inovações, trata de procedimento que configura mera operação contábil: remanejamento de valores que já integravam o patrimônio líquido e que passam da reserva para a conta do capital. Não há capitalização da companhia, em seu sentido econômico, pois inexistente o ingresso de novos recursos.

A utilidade do procedimento de capitalização de lucros e reservas reside no restabelecimento do equilíbrio entre capital e patrimônio líquido, servindo, também, para reajustar o valor nominal das ações, se ainda o tiverem, ou a sua quantidade<sup>1</sup>.

As reservas, uma vez criadas pela companhia, representam fundos próprios, valores que lhe pertencem<sup>2</sup>; constituem, assim, “quase capital”, ou “capital potencial”, na medida em que, inexistindo prejuízos que as absorvam, sua destinação natural é a incorporação ao capital social. Assim, a sua transformação em capital é juridicamente instrumentalizada mediante a técnica do aumento de capital, sem que existam novos recursos à disposição da companhia<sup>3</sup>.

A capitalização não pode ser considerada como operação dupla, na qual inicialmente distribui-se a cada acionista a sua parte nas

1 MODESTO CARVALHOSA. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. v. 3, 5ª edição, São Paulo: Saraiva, 2011, p. 602.

2 Ver os comentários ao art. 200 da Lei das S.A.

3 J. M. BERMOND DE VAULX. *Les Droits Latents des Actionnaires sur les Reserves dans les Sociétés Anonymes*. Paris: Sirey, 1965, p. 10; SABINE DANA-DÉMARET. *Le Capital Social*. Paris: Litec, 1989, p. 235; TULLIO ASCARELLI. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. Campinas: Bookseller, 2001, p. 582.

reservas e depois, numa segunda etapa, o acionista subscreve as novas ações. Trata-se de uma única e incindível operação, na verdade um procedimento contábil imposto mediante deliberação do órgão competente, uma vez que em nenhum momento as reservas saem do patrimônio da companhia<sup>4</sup>.

Todas as reservas podem ser incorporadas ao capital, com exceção da reserva de lucros a realizar, que diz respeito a dividendos futuros, da reserva para contingências, que se destina a compensar, em exercício futuro, a redução de lucros decorrentes de perda provável, e da reserva especial, que, se não for absorvida por prejuízos em exercícios subsequentes, deverá ser paga como dividendo assim que a situação financeira da companhia permitir<sup>5</sup>.

Basta a deliberação da assembleia geral, ou do conselho de administração, se a sociedade for de capital autorizado e o estatuto assim outorgar tal competência, para que a operação se concretize, independentemente da manifestação individual dos acionistas.

A capitalização de reservas, de acordo com o § 1º, pode ser realizada de 2 (duas) formas: alteração do valor nominal das ações; ou distribuição gratuita de novas ações, sob a forma de bonificações, na proporção do número de ações que cada acionista possuir. Na companhia que tiver emitido ações sem valor nominal, a capitalização de lucros e reservas poderá acarretar a emissão de novas ações ou ser efetivada sem modificação do número de ações. O § 1º constitui norma dispositiva, deixando à discricção da companhia decidir qual procedimento adotará.

4 Após longos debates doutrinários, no direito comparado, esta é a posição hoje consolidada. Ver, a propósito, JOSÉ MARIA GARCÍA-MORENO GONZALO. *El Aumento de Capital con Cargo a Reservas en Sociedades Anónimas*. Pamplona: Editorial Aranzadi, 1995, p. 201 e seguintes; BARTOLOMEO QUATRARO e SALVATORE D'AMORA. *Le Operazioni sul Capitale – Aumenti e Riduzioni del Capitale Sociale, Prestiti Obbligazionari, Azioni Proprie*. Milão: Giuffrè, 1994, p. 205 e seguintes.

5 Ver os comentários aos arts. 195, 197 e 202 da Lei das S.A.

No aumento de capital mediante capitalização de reservas ou lucros deve-se observar o princípio da isonomia, mantendo-se cada acionista na posição em que estava antes; por definição, não pode o procedimento ser utilizado para alterar a participação relativa de cada acionista no capital. De acordo com o § 5º do artigo 17, no caso de ações com dividendo fixo, o estatuto pode excluir ou restringir o direito das ações preferenciais de participar dos aumentos de capital decorrentes da capitalização de reservas ou lucros, pois, de fato, não é justo que os titulares de ações preferenciais com dividendo fixo recebam novas ações em decorrência da capitalização de lucros, uma vez que esses não lhes caberiam se tivessem sido distribuídos como dividendos. Portanto, se assim for previsto no estatuto, tais ações sofrerão uma diluição legalmente permitida como resultado desses aumentos de capital.

Nada impede, porém, que as novas ações emitidas em bonificação não sejam da mesma espécie e classe que as antigas, desde que atribuídas aos acionistas na mesma proporção<sup>6</sup>.

As ações recebidas em bonificação constituem extensões do bem, não frutos; assim, as ações novas são atribuídas ao proprietário das ações primitivas com os gravames que elas já apresentavam<sup>7</sup>. Decorre do § 2º que às ações em bonificação se estenderão o usufruto, o fideicomisso, a inalienabilidade e a incomunicabilidade que gravavam as ações primitivas. Nada impede que as partes, na constituição do gravame, estabeleçam expressamente que ele não se estenderá a ações recebidas em bonificação; no silêncio do instrumento de sua constituição, o gravame segue as ações novas. Não obstante o § 2º não fazer referência expressa ao penhor, salvo

6 SYLVIO MARCONDES. *Problemas de Direito Mercantil*. São Paulo: Max Limonad, 1970, p. 227; JOSÉ WALDECY LUCENA. *Das Sociedades Anônimas – Comentários à Lei (arts. 121 a 188)...*, v. II, p. 816; LUIZ LEONARDO CANTIDIANO. *Estudos de Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 10.

7 PONTES DE MIRANDA. *Tratado de Direito Privado*. t. L, 3ª edição, São Paulo: Revista dos Tribunais, 1984, p. 376.

estipulação em contrário, ele estende-se às ações bonificadas, uma vez que o valor dessas ações não é tratado como venda<sup>8</sup>.

As ações em tesouraria podem receber bonificação, pois a incorporação de lucros ou reservas ao capital não gera direito de crédito para o acionista como resultado da deliberação de distribuição de dividendo<sup>9</sup>. Tendo em vista que a finalidade da Lei das S.A. na capitalização de lucros ou reservas é manter a participação dos acionistas no capital, esse objetivo só será alcançado se todas as ações da companhia receberem o mesmo tratamento – tanto as ações em circulação quanto as que estão em tesouraria.

O § 3º disciplina as “sobras”, ou seja, as frações de ações, caso elas não possam ser atribuídas por inteiro a cada acionista, estabelecendo 2 (dois) procedimentos consecutivos: abertura de um prazo de 30 (trinta) dias, durante os quais os acionistas poderão comprar ou vender entre si as frações, para completar a unidade – ação – ou formar um condomínio de ações. Findo o prazo e não transferidas as frações, a companhia mandará vender as ações em Bolsa e dividirá o produto da venda pelos titulares das frações.

#### AUMENTO MEDIANTE SUBSCRIÇÃO DE AÇÕES

**“Art. 170. Depois de realizados 3/4 (três quartos), no mínimo, do capital social, a companhia pode aumentá-lo mediante subscrição pública ou particular de ações.**

**§ 1º O preço de emissão deverá ser fixado, sem diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, ainda**

8 No mesmo sentido, JOSÉ EDWALDO TAVARES BORBA. *Direito Societário*. 13ª edição, Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 285; OSMAR BRINA CORRÊA LIMA, “O Penhor de Ações de Companhias e a Bonificação de Ações”, *Revista dos Tribunais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 624, outubro, 1987, p. 262-266. Em sentido contrário, MAURO BARDAWIL PENTEADO. *O Penhor de Ações no Direito Brasileiro*. São Paulo: Malheiros, 2008, p. 190; FRAN MARTINS. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. 4ª edição, Rio de Janeiro: Forense, 2010, p. 145-146.

9 Sobre esse assunto, ver os comentários ao art. 30 da Lei das S.A.

**que tenham direito de preferência para subscrevê-las, tendo em vista, alternativa ou conjuntamente: (Redação dada pela Lei nº 9.457/1997)**

**I – a perspectiva de rentabilidade da companhia; (Incluído pela Lei nº 9.457/1997)**

**II – o valor do patrimônio líquido da ação; (Incluído pela Lei nº 9.457/1997)**

**III – a cotação de suas ações em bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado, admitido ágio ou deságio em função das condições do mercado. (Incluído pela Lei nº 9.457/1997)**

**§ 2º A assembleia geral, quando for de sua competência deliberar sobre o aumento, poderá delegar ao conselho de administração a fixação do preço de emissão de ações a serem distribuídas no mercado.**

**§ 3º A subscrição de ações para realização em bens será sempre procedida com observância do disposto no artigo 8º, e a ela se aplicará o disposto nos §§ 2º e 3º do artigo 98.**

**§ 4º As entradas e as prestações da realização das ações poderão ser recebidas pela companhia independentemente de depósito bancário.**

**§ 5º No aumento de capital observar-se-á, se mediante subscrição pública, o disposto no artigo 82, e se mediante subscrição particular, o que a respeito for deliberado pela assembleia geral ou pelo conselho de administração, conforme dispuser o estatuto.**

**§ 6º Ao aumento de capital aplica-se, no que couber, o disposto sobre a constituição da companhia, exceto na parte final do § 2º do artigo 82.**

**§ 7º A proposta de aumento do capital deverá esclarecer qual o critério adotado, nos termos do § 1º deste artigo, justificando pormenorizadamente os aspectos econômicos que determinaram a sua escolha. (Incluído pela Lei nº 9.457/1997)”**

## 1. PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS

O aumento de capital mediante subscrição de ações importa no efetivo ingresso de recursos na companhia, daí decorrendo a sua relevância, do ponto de vista econômico financeiro, pois possibilita o desenvolvimento de suas atividades sem endividamento. Por outro lado, como acarreta a alteração do estatuto social – exceto se procedido dentro do limite do capital autorizado – e a eventual alteração na participação relativa dos acionistas que não subscreverem o aumento, constitui procedimento que demanda cuidados especiais, tendo em vista particularmente a proteção dos minoritários.

Assim, verificamos uma certa contradição entre os objetivos econômicos e jurídicos do instituto: de uma perspectiva econômica, o desejável é que o processo de aumento de capital por meio de subscrição de ações ocorra da maneira mais rápida, flexível e ao menor custo. Já a análise estritamente jurídica da operação privilegia a exigência de uma série de formalidades necessárias, com o fim de impedir a opressão aos acionistas minoritários.

Tal contradição pode ser observada no Direito Comparado. Nas legislações europeias, de filiação romano-germânica, há um tratamento mais rigoroso do processo de aumento de capital por subscrição, com as seguintes características principais: (i) modificação dos atos constitutivos ou estatutos, por ato da assembleia geral extraordinária, que detém competência originária na matéria, com observância de *quorum* qualificado de instalação ou de deliberação, embora possa haver delegação à administração para a prática de certos atos; (ii) integralização prévia do capital subscrito; (iii) direito de preferência aos antigos acionistas; e (iv) integralização, no ato da subscrição do aumento de capital, de um percentual mínimo. Já nos sistemas da *common law*, os aumentos de capital são realizados com grande simplicidade, sem maiores formalismos, com a intervenção predominante dos órgãos de administração, sendo

desnecessária reforma estatutária, já que as companhias adotam o regime do capital autorizado<sup>1</sup>.

Entre nós, a matéria tem passado por interessante evolução. Por um lado, a Lei das S.A. segue o sistema mais rigoroso dos países de filiação romano-germânica, embora com alguma flexibilidade, que se verifica na adoção do regime de capital autorizado e na possibilidade de ser negado o direito de preferência nas subscrições públicas. Por outro lado, tendo a legislação sobre o mercado de capitais sofrido decisiva influência do sistema norte-americano, a regulamentação administrativa da Comissão de Valores Mobiliários referente às subscrições públicas (ofertas públicas de venda) apresenta maior pragmatismo, visando a evitar que elas sejam inviabilizadas pelo excessivo lapso temporal entre a decisão de aumentar o capital e a efetiva captação de recursos dos investidores<sup>2</sup>.

O aumento de capital mediante subscrição de ações pode ser definido como o procedimento – ou seja, sucessão de atos que se agrupam para atingir determinado fim – vinculado ou formal, no sentido de que deve seguir os requisitos e formalidades previstos em lei, embora exista margem de discricionariedade para a assembleia geral ou o conselho de administração (no caso de capital autorizado) avaliar a conveniência e oportunidade da operação<sup>3</sup>.

A deliberação da assembleia geral ou do conselho de administração, na sociedade de capital autorizado, que aprova o aumento de capital mediante subscrição de ações, constitui declaração de vontade por meio da qual a companhia formula uma proposta aos

- 
- 1 MAURO RODRIGUES PENTEADO. **Aumentos de Capital das Sociedades Anônimas**. 2ª edição atualizada por Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 157-174.
  - 2 A esse respeito, ver a Instrução CVM nº 400/2003, com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM nºs 429/2006, 442/2006, 472/2008, 482/2010, 488/2010, 507/2011, 525/2012, 528/2012, 531/2013, 546/2014, 548/2014 e 551/2014.
  - 3 MAURO RODRIGUES PENTEADO. **Aumentos de Capital das Sociedades Anônimas...**, p. 195.

acionistas e investidores para que eles comprem as ações que serão emitidas<sup>4</sup>.

Assim, constituindo tal deliberação uma proposta de celebração de negócio jurídico, a oferta vincula a companhia, que não pode revogá-la ou alterá-la unilateralmente, apenas em decorrência de sua vontade. Na subscrição pública aplica-se ao aumento de capital o disposto nos artigos 427 e 429 do Código Civil, nos termos dos quais a oferta dirigida ao público, desde que contenha os requisitos essenciais do contrato, equivale a uma proposta, obrigando o proponente, salvo se o contrário resultar dos termos da oferta, da natureza do negócio ou das circunstâncias do caso<sup>5</sup>.

As subscrições das ações equivalem, por sua vez, a declarações de aceitação da proposta, apresentando natureza contratual; a assinatura da lista ou boletim de subscrição corresponde à celebração de um contrato, mediante o qual o subscritor adere ao contrato plurilateral de sociedade, gerando, em consequência, direitos e obrigações irrevogáveis para o subscritor e a companhia<sup>6</sup>.

A partir da subscrição das ações, opera-se a efetivação do aumento de capital, o qual não poderá ser modificado ou revogado; o valor correspondente às ações passa a integrar, para todos os efeitos legais e contábeis, o patrimônio da companhia, ainda que elas não tenham sido integralizadas.

4 LUIZ ALBERTO COLONNA ROSMAN, "Modificação do Capital Social". In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). **Direito das Companhias**. v. II, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1.379.

5 Os arts. 427 e 429 do Código Civil assim dispõem: (i) "Art. 427. A proposta de contrato obriga o proponente, se o contrário não resultar dos termos dela, da natureza do negócio, ou das circunstâncias do caso."; (ii) "Art. 429. A oferta ao público equivale a proposta quando encerra os requisitos essenciais ao contrato, salvo se o contrário resultar das circunstâncias ou dos usos. Parágrafo único. Pode revogar-se a oferta pela mesma via de sua divulgação, desde que ressalvada esta faculdade na oferta realizada".

6 MAURO RODRIGUES PENTEADO. **Aumentos de Capital das Sociedades Anônimas...**, p. 309.

O fato de a proposta de aumento de capital mediante subscrição de ações ser irrevogável não impede, porém, que a companhia subordine sua realização ao implemento de determinadas condições, desde que o faça expressamente. Ou seja, o aumento de capital não pode deixar de ser realizado exclusivamente em virtude da vontade da companhia, porém sua eficácia pode ser condicionada a acontecimentos futuros e incertos, que não dependam da vontade do ofertante. Como em qualquer outro negócio jurídico, é lícito que o ofertante – a companhia – estabeleça determinadas condições, desde que não potestativas, às quais esteja subordinada a eficácia do aumento de capital.

Prevalece o princípio de que qualquer condição imposta à eficácia do aumento de capital mediante subscrição de ações somente será legítima na medida em que esteja fundamentada em interesse da companhia<sup>7</sup>. Se a condição visa unicamente a favorecer os acionistas controladores ou novos acionistas, será irregular por não atender ao interesse social. Também será irregular a fixação de condições contrárias à lei, à ordem pública ou aos bons costumes, se tiverem por fim privar a oferta de qualquer efeito ou a sujeitarem ao puro arbítrio do ofertante, se forem física ou juridicamente impossíveis, ou, ainda, incompreensíveis ou contraditórias<sup>8</sup>.

7 A CVM admite que, mesmo na oferta pública de venda de ações, pode a companhia estabelecer condições, desde que correspondam a um interesse legítimo. Nesse sentido, assim dispõe o art. 22 da Instrução CVM nº 400/2003: "A oferta deverá ser irrevogável, mas poderá ser sujeita a condições que correspondam a um interesse legítimo do ofertante, que não afetem o funcionamento normal do mercado e cujo implemento não dependa de atuação direta ou indireta do ofertante ou de pessoas a ele vinculadas".

8 Ver, a propósito, os arts. 123 e 124 do Código Civil, que assim dispõem: (i) "Art. 123. Invalidam os negócios jurídicos que lhes são subordinados: I – as condições física ou juridicamente impossíveis, quando suspensivas; II – as condições ilícitas, ou de fazer coisa ilícita; III – as condições incompreensíveis ou contraditórias."; (ii) "Art. 124. Têm-se por inexistentes as condições impossíveis, quando resolutivas, e as de não fazer coisa impossível".

## 2. REQUISITOS

O primeiro requisito prévio ao aumento de capital mediante subscrição de ações é o de já terem sido integralizados 3/4 (três quartos) do capital. No regime anterior, exigia-se que o capital estivesse integralmente realizado para que a companhia pudesse aumentá-lo. A redução para 3/4 (três quartos) do capital justifica-se para evitar que a companhia fique impedida de aumentá-lo enquanto não consegue cobrar dos subscritores todo o preço de emissão de ações não integralizadas. Assim, o critério atual concede maior flexibilidade à sociedade, que não precisa aguardar o término dos processos de cobrança contra os acionistas remissos para buscar novos recursos mediante a emissão de ações<sup>9-10</sup>.

Tratando-se de companhia com capital autorizado, decidindo os administradores aumentar o capital, basta a deliberação favorável do conselho de administração, desde que o aumento se realize dentro do limite autorizado no estatuto<sup>11</sup>.

No entanto, (i) se a companhia é de capital autorizado e a competência para deliberar sobre o aumento de capital, mesmo dentro do limite, é da assembleia geral (hipótese rara); ou (ii) se o limite autorizado no estatuto já foi alcançado, será necessária a realização de assembleia geral extraordinária. Nessa última hipótese, haverá

9 Exposição de Motivos nº 196, de 24.06.1976; EGBERTO LACERDA TEIXEIRA e JOSÉ ALEXANDRE TAVARES GUERREIRO. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*. v. 1, São Paulo: José Bushatsky, 1979, p. 151.

10 Na hipótese de incorporação de sociedades, ainda que a incorporadora não tenha integralizado 3/4 (três quartos) de seu capital social, é possível realizar a incorporação com aumento de capital. A exigência legal de integralização de 3/4 (três quartos) do capital diz respeito a aumento mediante subscrição de ações, nos termos do *caput* desse artigo. Na incorporação não há subscrição, mas uma substituição de ações (uma sub-rogação real legal), uma vez que os acionistas da incorporada recebem, independentemente de sua vontade, ações da incorporadora. Ademais, não há, nesse caso, interesse que deva ser objeto de proteção especial de modo a vedar tal operação.

11 Sobre esse assunto, ver os comentários aos arts. 142 e 168 da Lei das S.A.

necessidade de alterar o estatuto para estabelecer o novo limite de capital autorizado; na primeira, não se modificará o estatuto.

Já no caso da companhia com capital fixo, deverá ser sempre convocada assembleia geral extraordinária para deliberar sobre o aumento e a conseqüente reforma do estatuto.

## 3. SUBSCRIÇÃO PÚBLICA E PARTICULAR

O aumento de capital pode ocorrer mediante subscrição pública ou particular das ações. Na primeira hipótese, privativa das companhias abertas, há necessidade de prévio registro da emissão na Comissão de Valores Mobiliários, posto que caracterizado o apelo à poupança popular, bem como a participação de instituição financeira atuando como *underwriter*. Na subscrição particular, que pode ser realizada por companhia fechada ou aberta, como não existe a procura de novos subscritores, os investidores do mercado, não há necessidade de registro junto à Autarquia nem de participação de instituição financeira<sup>12</sup>.

Na subscrição pública, deve ser observado o disposto no artigo 82, no que couber: (i) prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários, obedecendo às normas por ela expedidas, devendo ser apresentados projeto de estatuto social e prospecto<sup>13</sup>; e (ii) intermediação de instituição financeira.

Tratando-se de companhia que se constitui mediante subscrição pública, de rara ocorrência na prática, o pedido de registro deve ser acompanhado de estudo de viabilidade econômica e financeira do empreendimento, podendo a Comissão de Valores Mobiliários condicioná-lo a modificações no estatuto ou no prospecto e de-

12 Sobre esse assunto, ver os comentários aos arts. 4º e 82 da Lei das S.A.

13 Ver a Instrução CVM nº 400/2003, com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM nºs 429/2006, 442/2006, 472/2008, 482/2010, 488/2010, 507/2011, 525/2012, 528/2012, 531/2013, 546/2014, 548/2014 e 551/2014.

negá-lo por inviabilidade ou temeridade do empreendimento ou inidoneidade dos fundadores (artigo 82, § 2º). Como a companhia não pode apresentar as informações requeridas pela regulamentação administrativa, referentes à sua atuação pregressa, pois está se constituindo naquele momento, a Comissão de Valores Mobiliários examina o mérito do empreendimento e a idoneidade dos fundadores.

Se a companhia já está constituída e procede à subscrição pública, não há necessidade de apresentar estudo de viabilidade do empreendimento, nem cabe à Comissão de Valores Mobiliários analisar o seu mérito, podendo apenas denegar o registro caso as informações não sejam adequadamente prestadas ou condicioná-lo a modificações no estatuto ou no prospecto<sup>14</sup>.

No caso de subscrição pública, nos termos do § 2º, seja de companhia com capital autorizado ou com capital fixo, a assembleia geral pode delegar ao conselho de administração a competência para fixar o preço de emissão de ações. Trata-se de procedimento que visa a agilizar o aumento de capital; a assembleia delibera o montante do aumento e as espécies e as classes de ações que serão emitidas, autorizando o conselho a fixar o seu preço de emissão, no momento mais adequado.

#### 4. PREÇO DE EMISSÃO DAS AÇÕES

O aumento de capital deve seguir o procedimento estabelecido no § 1º, com a redação que lhe foi dada pela Lei nº 9.457/1997, para a fixação do preço de emissão das ações.

<sup>14</sup> Ver os comentários ao art. 82 da Lei das S.A. Sobre o processo de registro na CVM e as informações que devem ser prestadas pela companhia ao emitir publicamente suas ações, ver Instrução CVM nº 480/2009, com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM nºs 488/2010, 509/2011, 511/2011, 520/2012, 525/2012, 547/2014 e 561/2015. Sobre o papel da CVM no registro das subscrições públicas, ver NELSON EIZIRIK, ARIADNA B. GAAL, FLÁVIA PARENTE e MARCUS DE FREITAS HENRIQUES. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. 3ª edição, Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 139 e seguintes.

A norma introduziu em nosso sistema o princípio fundamental de que as ações devem ser emitidas por seu valor econômico e não pelo seu valor nominal. A prática, verificada na vigência do Decreto-Lei nº 2.627/1940, de emitir ações pelo valor nominal, quando a companhia podia colocá-las no mercado por valor muito superior, trazia 2 (duas) consequências manifestamente negativas: proporcionava um ganho injustificado aos acionistas que exerciam seu direito de preferência pelo valor nominal e depois vendiam as ações pelo valor de Bolsa, seguidamente muito superior; e diluía injustificadamente a participação dos antigos acionistas que não tinham condições de acompanhar o aumento de capital.

Assim, o dispositivo do § 1º consagrou o princípio de que a emissão pelo valor econômico – calculado tendo em vista o valor patrimonial, o valor de mercado e as perspectivas de rentabilidade – é a solução que melhor atende os interesses de todos os acionistas, inclusive dos que não subscrevem as novas ações<sup>15</sup>.

Se o preço de emissão das ações é fixado muito abaixo do seu valor econômico, o subscritor pagará menos do que elas valem, para tornar-se acionista ou aumentar a sua participação no capital. Os acionistas que não acompanharem o aumento de capital terão sua participação no patrimônio da companhia injustificadamente diluída na proporção do preço que favoreceu os subscritores. Assim, pode-se dizer que ocorre uma transferência indireta do valor

<sup>15</sup> Consta da Exposição de Motivos nº 196, de 24.06.1976, que “*para proteção dos acionistas minoritários, o § 1º estabelece que as novas ações devem ser emitidas por preço compatível com o valor econômico da ação (de troca, de patrimônio líquido, ou de rentabilidade), e não pelo valor nominal. A emissão de ações pelo valor nominal, quando a companhia pode colocá-las por preço superior, conduz à diluição desnecessária e injustificada dos acionistas que não têm condições de acompanhar o aumento, ou simplesmente desatentos à publicação de atos societários. A existência do direito de preferência nem sempre oferece proteção adequada a todos os acionistas. A emissão de ações pelo valor econômico é a solução que melhor protege os interesses de todos os acionistas, inclusive daqueles que não subscrevem o aumento, e por isso deve ser a adotada pelos órgãos competentes para deliberar sobre o aumento de capital (...)*”.

dos acionistas atuais não subscritores para os que subscreveram o aumento de capital<sup>16</sup>.

Em sua redação original, o § 1º não mencionava a expressão “alternativa ou conjuntamente”, dele constante a partir da reforma de 1997, o que suscitou grande controvérsia, inclusive na esfera judicial, sustentando-se, em alguns acórdãos, que os parâmetros ali mencionados deveriam ser atendidos cumulativamente; em outros que não poderia ser adotado o valor de bolsa quando muito inferior ao valor patrimonial. Verificou-se, ainda, equivocada orientação doutrinária e jurisprudencial de que deveria prevalecer o parâmetro “valor patrimonial”, o que criou embaraços indevidos à capitalização das companhias que desejavam aumentar seu capital<sup>17</sup>.

A nova redação da norma visou a corrigir os equívocos de interpretação até então verificados, ficando claro que não é necessário que a companhia utilize os 3 (três) critérios em conjunto, ou faça qualquer ponderação entre eles. Pode, portanto, ser legitimamente utilizado um dos critérios ou efetivar-se uma ponderação entre 2 (dois) ou os 3 (três) deles, por decisão fundamentada da companhia.

Confirmou-se o objetivo original da Lei das S.A. de conferir um poder discricionário ao órgão que decide o aumento de capital – assembleia geral ou conselho de administração – no estabelecimento do preço de emissão das ações por ocasião do aumento de capital<sup>18</sup>.

A escolha dos parâmetros para a fixação do preço de emissão constitui decisão discricionária da companhia. Não pode o acionista

16 MARIO ENGLER PINTO JUNIOR, “A Capitalização da Companhia”. In: Maria Eugênia Reis Finkelstein e José Marcelo Martins Proença (Coord.). **Sociedades Anônimas**. São Paulo: Saraiva, 2007, p. 268.

17 NELSON EIZIRIK. **Reforma das S/A e do Mercado de Capitais**. 2ª edição, Rio de Janeiro: Renovar, 1998, p. 94-95.

18 FABIO KONDER COMPARATO, “A Fixação do Preço de Emissão das Ações no Aumento de Capital da Sociedade Anônima”, **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 81, janeiro-março, 1991, p. 82.

minoritário contestá-la por entender que não são os mais adequados, exceto se demonstrar a ilegalidade da decisão.

Tratando-se de companhia aberta com ações negociadas em Bolsa de Valores ou em mercado de balcão organizado e dotadas de índices razoáveis de liquidez, o parâmetro mais adequado será o de cotação de suas ações. Existe uma presunção absoluta de liquidez das ações que integram os índices da Bolsa<sup>19</sup>; com relação às demais, deverá a proposta de aumento de capital demonstrar que apresentam liquidez suficiente, medida em volume de negócios, seja quanto ao número, seja quanto ao valor, para justificar a escolha de tal critério. Em geral, as companhias abertas adotam o processo de *bookbuilding*, o qual tem por finalidade servir de base para a fixação do preço da oferta. Por meio desse procedimento, os *underwriters* buscam identificar a demanda pelos títulos, aferindo o interesse do mercado pela nova emissão mediante as diversas propostas de compra recebidas dos potenciais destinatários. De posse de tais informações, os *underwriters*, em conjunto com a companhia emissora, fixam o preço de lançamento das ações<sup>20</sup>.

Com a nova redação dada pela Lei nº 9.457/1997 ao § 1º, inciso III, admite-se que, quando for utilizado o parâmetro “cotação das ações”, podem elas ser emitidas com ágio ou deságio, ou seja, a preços superiores ou inferiores aos de sua cotação no mercado secundário.

A utilização do deságio é bastante usual, uma vez que, sem um “desconto” no preço de negociação no mercado secundário, não haverá nenhuma razão para o investidor comprar as novas ações

19 Os principais índices em que se presume a liquidez das ações que os integram são: Ibovespa, IBRX-50 e IBRX.

20 Ver a Instrução CVM nº 400/2003, com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM nºs 429/2006, 442/2006, 472/2008, 482/2010 e 488/2010. Sobre esse assunto, ver, também, NELSON EIZIRIK, ARIADNA B. GAAL, FLÁVIA PARENTE e MARCUS DE FREITAS HENRIQUES. **Mercado de Capitais - Regime Jurídico...**, p. 203-206.

emitidas. Ademais, a emissão de novas ações, em geral, afeta as cotações daqueles papéis dada a variação de sua oferta no mercado. Assim, na prática do mercado, as ações são quase sempre emitidas com deságio em relação ao valor de cotação no mercado secundário. Já a possibilidade de se emitir ações com ágio, ou seja, acima da cotação, é remota. Em princípio, seria justificável o ágio quando houvesse uma demanda para tais ações superior à sua oferta no mercado secundário, o que somente ocorreria se não fossem tais títulos dotados de liquidez. Não apresentando as ações liquidez, não se justificaria a utilização do critério de cotação em Bolsa de Valores ou mercado de balcão.

Se a companhia emite ações de diversas espécies ou classes, admite-se a fixação de preços de emissão diferentes, no mesmo aumento de capital, desde que todas as ações apresentem índices significativos de liquidez e tenham cotações díspares no mercado<sup>21</sup>.

Se a companhia é fechada, ou, sendo aberta, suas ações não apresentam liquidez no mercado, o preço de emissão deverá levar em consideração os 2 (dois) outros parâmetros: a perspectiva de rentabilidade da companhia; e o valor de patrimônio líquido da ação, isoladamente ou em conjunto, a critério da companhia.

No caso de companhia aberta com ações sem liquidez no mercado secundário também vem sendo adotado, na prática, o procedimento de *bookbuilding*, que pode constituir um indicativo do preço de mercado.

O valor patrimonial da ação, facilmente constatável, posto que resulta da divisão do valor do patrimônio líquido constante do balanço pelo número de ações, pode não ser aconselhável em função da eventual inconsistência das demonstrações contábeis das companhias fechadas, que não têm suas contas revisadas por auditor independente.

21 Parecer de Orientação CVM nº 05/1979.

Há, ainda, outro aspecto que pode dificultar a utilização das demonstrações contábeis para a obtenção do valor econômico de uma companhia: os ativos e passivos constantes dos relatórios contábeis variam muito em suas respectivas avaliações, pois, conforme a sua natureza, as normas contábeis podem determinar uma ou outra forma de mensuração. Existem diversas formas de avaliação de ativos e passivos em uma demonstração contábil, tais como: custo histórico, valor presente líquido, valor de mercado, valor justo, etc.

O valor patrimonial contábil apresenta uma "fotografia" estática da companhia em uma determinada data, não refletindo toda a dinâmica da atividade empresarial, principalmente a futura, que é um dos principais componentes na formação do valor da empresa.

A utilização do valor patrimonial contábil pode ocorrer no caso de sociedades constituídas para a manutenção ou consolidação de bens imóveis ou para a realização de investimentos de longa maturação, cujas taxas de retorno sejam de difícil mensuração. Também é aconselhável a utilização do valor patrimonial quando a companhia necessita com urgência de recursos, ou o montante da emissão é reduzido, não podendo aguardar um laudo que apure o seu valor econômico ou não dispondo de recursos para contratar uma empresa especializada.

O método de fixação do valor econômico com base no patrimônio líquido é muito utilizado em avaliações judiciais de empresas<sup>22</sup>, inclusive em casos envolvendo a fixação do preço de emissão das ações<sup>23</sup>, o que pode ser explicado por sua maior simplicidade e facilidade de apuração.

22 ANTONIO LOPO, LAURO BRITO, PAULO ROBERTO DA SILVA e ELISEU MARTINS, "Avaliação de Empresas". In: Eliseu Martins (Org.). **Avaliação de Empresas: da Mensuração Contábil à Econômica**. São Paulo: Atlas, 2009, p. 267. Ver, também, MARTINHO MAURÍCIO GOMES DE ORNELAS. **Avaliação de Sociedades: Apuração de Haveres em Processos Judiciais**. São Paulo: Atlas, 2003.

23 Várias decisões judiciais consideravam incorreto o valor de emissão das ações por não estar baseado no seu valor patrimonial: ALFREDO SÉRGIO

Mediante o parâmetro mencionado no inciso I do § 1º, busca-se aferir a taxa de retorno do investimento representado pela subscrição de ações dentro de um período determinado; ou seja, transmite-se ao subscritor a informação sobre quanto provavelmente lucrará, para que ele possa comparar tal alternativa de investimento com outras.

Há vários métodos para se calcular as perspectivas de rentabilidade: (i) modelo do valor dos dividendos descontados, que tem como base o fluxo futuro de dividendos; (ii) método baseado no indicador preço/lucro (P/L) de ações similares, que utiliza a comparação da empresa com outras que apresentam características semelhantes, por atuarem no mesmo setor, ou terem nível tecnológico comparável; (iii) modelo de capitalização dos lucros, que parte dos lucros médios ponderados antes dos juros e impostos e procede à sua capitalização com o uso de uma taxa subjetivamente determinada; e (iv) modelo dos múltiplos de fluxo de caixa e/ou do *EBITDA*<sup>24</sup>, mediante o qual se busca obter o valor do potencial de geração do caixa, antes de consideradas as depreciações, produzidas pelos ativos operacionais (excluindo-se assim as receitas financeiras), sem os efeitos decorrentes da forma de financiamento da empresa (excluindo-se também as despesas financeiras) e antes dos efeitos dos impostos sobre o resultado<sup>25</sup>.

O *EBITDA* foi muito utilizado, na prática do mercado norte-americano, principalmente na década de 1980, para a avaliação de investimento de capital<sup>26</sup>. Atualmente são identificados diversos

LAZZARESCHI NETO. *Lei das Sociedades por Ações Anotada*. 4ª edição, São Paulo: Saraiva, 2012, p. 574.

24 O *EBITDA* é a abreviação do termo *Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization*. No Brasil, é comum a utilização da expressão LAJIDA, que significa Lucro antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização.

25 ANTONIO LOPO, LAURO BRITO, PAULO ROBERTO DA SILVA e ELISEU MARTINS, "Avaliação de Empresas". In: Eliseu Martins (Org.). *Avaliação de Empresas: da Mensuração Contábil à Econômica...*, p. 270-272.

26 SHANNON PRATT. *The Lawyer's Business Valuation Handbook*. Chicago: American Bar Association, 2000, p. 97.

fatores que podem distorcer o valor econômico da empresa quando utilizado o *EBITDA* como medida de valor<sup>27</sup>.

Dentre todos os modelos de avaliação econômica, atualmente o do fluxo de caixa livre descontado é aquele tido como o que melhor apresenta a efetiva capacidade de geração de riqueza de determinado empreendimento, já que se propõe a retratar o seu potencial econômico, nele incluído o seu *goodwill*. Assim, muito resumidamente, o valor econômico da companhia representa o potencial de geração de riqueza que seus ativos propiciam, dentro de um período determinado (o "período de projeção"), trazidos a valor presente, mediante uma taxa de desconto que represente adequadamente o risco desse fluxo<sup>28,29</sup>.

Embora caiba à companhia, com exclusividade, escolher o parâmetro que considerar mais adequado, o § 7º, acrescentado pela Lei nº 9.457/1997, estabelece que a proposta de aumento de capital deverá esclarecer qual foi o critério adotado para fixar o preço de emissão das ações, justificando os aspectos econômicos que determinaram a sua escolha<sup>30</sup>. Ou seja, deve o órgão competente explicitar as razões econômicas que legitimam o preço de emissão, demonstrando a

27 Sobre os problemas do uso do *EBITDA*, ver PAMELA M. STUMPP, TOM MARSHALL, MIKE ROWAN, ROB MCCREARY and MONICA COPPOLA, "Putting EBITDA in Perspective – Ten Critical Failings of EBITDA as the Principal Determinant of Cash Flow", *Moody's Investors Service, Global Credit Research, Special Comment*. June, 2000, p. 1-24.

28 ANTONIO LOPO, LAURO BRITO, PAULO ROBERTO DA SILVA e ELISEU MARTINS, "Avaliação de Empresas". In: Eliseu Martins (Org.). *Avaliação de Empresas: da Mensuração Contábil à Econômica...*, p. 275.

29 Sobre os métodos de avaliação e os problemas que podem decorrer do uso do custo médio ponderado de capital (CMPC) na avaliação de empresas, ver VINÍCIUS MARTINS. *Interação Entre Estrutura de Capital, Valor da Empresa e Valor dos Ativos*. Tese de Doutorado do Programa de Controladoria e Contabilidade do Departamento de Contabilidade da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade (FEA) da Universidade de São Paulo (USP), 2005.

30 A esse respeito, ver a decisão do Colegiado da CVM proferida no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2005/5132, Rel. Dir. Pedro Oliva Marçilio de Sousa, j. em 22.08.2006.

adequação do critério utilizado à situação da companhia. Por outro lado, não há qualquer exigência legal de demonstrar-se as razões econômicas que levaram a companhia a decidir aumentar seu capital, presumindo-se a legitimidade da operação, posto que os acionistas estão colocando recursos próprios para a capitalização da empresa.

Se as ações da companhia apresentam liquidez no mercado secundário, o critério mais adequado será o da sua cotação, admitindo-se deságio para tornar mais atraente a emissão. Basta, no caso, que se demonstre qual foi a cotação média das ações durante um período determinado. Tratando-se de valor patrimonial, é suficiente a apresentação das demonstrações contábeis que amparam tal cálculo. Já no caso das perspectivas de rentabilidade, é necessário que a justificativa do preço de emissão seja acompanhada de um laudo econômico, preferencialmente elaborado por profissional especializado e independente.

## 5. DILUIÇÃO INJUSTIFICADA

O preço de emissão não deve causar a “diluição injustificada” da participação dos antigos acionistas, que pode ocorrer quando eles não subscrevem as novas ações. A diluição pode verificar-se nos direitos patrimoniais e políticos, sendo aceita pela Lei das S.A., desde que justificável<sup>31</sup>.

A diluição patrimonial de suas ações, entendida como diminuição do seu valor econômico, ocorre quando o acionista não exerce o direito de preferência. Com efeito, o aumento do número de ações modifica a fração do lucro ou do patrimônio líquido que cabe a

31 Nesse sentido, ver as decisões da (i) 4ª Câmara Cível do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, proferida nos autos da Apelação Cível nº 507637-4/8, Rel. Des. José Geraldo Jacobina Rabello, j. em 13.11.2008, publicada no DOSP em 05.12.2008, e (ii) 9ª Câmara Cível do Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, proferida nos autos da Apelação Cível nº 2008.001.13308, Rel. Des. Carlos Santos de Oliveira, j. em 29.04.2008, publicada no DORJ em 08.05.2008.

cada ação e, conseqüentemente, diminui o seu valor econômico, a não ser que a nova emissão de ações seja acompanhada do aumento, na mesma proporção, do lucro total ou do patrimônio líquido a ser rateado entre todas as ações<sup>32</sup>.

Assim, por exemplo, se uma companhia tem as suas ações negociadas em Bolsa de Valores por R\$ 1,50 (um real e cinquenta centavos) e o valor patrimonial da ação é de R\$ 3,00 (três reais), as ações serão emitidas pela sua cotação no mercado, pois nenhum investidor as subscreveria por um valor muito superior àquele pelo qual poderia adquiri-las no mercado. O acionista que não subscrever as novas ações terá sua participação no patrimônio diluído, mas tal diluição é justificada, e, portanto, legal, pelo fato de não ser viável a colocação no mercado por um preço superior à cotação das ações<sup>33</sup>.

Há diluição “política” quando o acionista que não subscreve as novas ações perde determinados direitos pelo fato de ver a sua participação relativa no capital diminuída. Por exemplo, se um acionista que detinha 5% (cinco por cento) do capital não exerce o seu direito de preferência e tem a sua participação reduzida, perderá direitos que lhe eram assegurados pela sua posição anterior no capital, como os de pedir informações ao conselho fiscal (artigo 163, § 6º) ou requerer a exibição dos livros da companhia (artigo 105)<sup>34</sup>. Se o aumento de capital foi realizado no interesse social, a diluição de sua posição acionária é justificada.

32 Exposição de Motivos nº 196, de 24.06.1976.

33 A esse respeito, ver a decisão do Colegiado da CVM proferida no Processo Administrativo CVM nº RJ 2006/0180, Rel. Dir. Pedro Oliva Marcilio de Sousa, j. em 11.04.2006.

34 Citem-se, ainda, outros exemplos de direitos políticos: os acionistas que representam o,5% (meio por cento) ou mais do capital têm o direito de obter a relação de endereços dos acionistas aos quais a companhia enviou pedidos de procuração (art. 126, § 3º). Os titulares de 5% (cinco por cento), pelo menos, do capital social têm, também, o direito de: (i) propor ação judicial contra os administradores, caso a assembleia delibere não promover a ação (art. 159, § 4º); (ii) propor ação de dissolução da companhia que não pode preencher o seu fim (art. 206, inciso II, alínea “b”); (iii) propor ação de perdas e danos contra a sociedade controladora

Não tendo o aumento de capital por fim o interesse da companhia, mas visando apenas a promover a diluição da participação dos minoritários, seja sob a perspectiva patrimonial, seja no exercício de seus direitos, caracteriza-se o abuso do poder de controle<sup>35</sup>. Porém, não se presume o comportamento abusivo do controlador, cabendo ao acionista insatisfeito com o aumento provar que a diluição que sofreu não foi justificada. Provada a diluição injustificada, cabe a responsabilização dos acionistas controladores e administradores pelos danos causados aos minoritários.

Como a Lei das S.A. conferiu um poder discricionário ao órgão decisório da companhia no estabelecimento do preço de emissão das ações, a violação à norma do artigo 170 é cominada com perdas e danos, não ensejando a anulação dos atos deliberados na assembleia geral<sup>36</sup>.

## 6. SUBSCRIÇÃO COM BENS

As ações podem ser subscritas com dinheiro ou com bens, desde que suscetíveis de avaliação em dinheiro<sup>37</sup>. De acordo com o § 3º, integralizado o capital com bens, a sua avaliação deverá ser feita por

---

pelos prejuízos causados, por abuso de poder, à companhia controlada (art. 246, § 1º, alínea "a"). Os acionistas titulares de 0,1 (um décimo) do capital com direito a voto podem requerer a adoção do processo de voto múltiplo para eleição do conselho de administração (art. 141) e quando o funcionamento do conselho fiscal não for permanente, podem solicitar a sua instalação, o mesmo direito têm os acionistas titulares de 5% (cinco por cento) das ações sem direito a voto (art. 161, § 2º). Na constituição do conselho fiscal, os titulares de 10% (dez por cento) ou mais das ações com direito a voto terão direito de eleger, em votação em separado 1 (um) membro e respectivo suplente (art. 161, 4º).

35 Ver os comentários ao art. 117 da Lei das S.A. A Instrução CVM nº 323/2000, no inciso VIII do art. 1º, considera como modalidade de comportamento abusivo do controlador a promoção de diluição injustificada dos acionistas não controladores, por meio de aumento de capital em proporções desarrasoadas.

36 A esse respeito, ver a decisão proferida pela 4ª Turma do Superior Tribunal de Justiça no Recurso Especial nº 1.190.755-RJ, Rel. Min. Luis Felipe Salomão, j. em 21.06.2011, publicada no DJU em 01.08.2011.

37 Ver os comentários ao art. 7º da Lei das S.A.

3 (três) peritos ou empresa especializada, que apresentarão laudo fundamentado e instruído com os documentos relativos aos bens avaliados<sup>38</sup>. Ademais, devem ser seguidas as formalidades para a transferência dos bens do subscritor para a sociedade<sup>39</sup>. Integralizado o capital em dinheiro, pode a companhia receber as entradas e prestações das realizações das ações sem necessidade de depósito bancário, nos termos do § 4º; com efeito, não há qualquer razão para negar aos administradores competência para receber o produto do aumento de capital, já que lhes compete a gestão do patrimônio social<sup>40-41</sup>.

## 7. SUBSCRIÇÃO PARCIAL

É válido o aumento de capital parcialmente subscrito, desde que a deliberação que o aprove mencione expressamente tal condição. Embora a subscrição integral seja condição necessária para a constituição da companhia, o § 6º do presente artigo estabelece que se aplica, no que couber, o disposto sobre a constituição da companhia. Trata-se de situação diversa, uma vez que, na constituição, o requisito da subscrição da totalidade das ações justifica-se na medida em que, naquele momento, o capital, entendido como o conjunto de recursos com que conta a companhia para iniciar suas atividades, está sendo formado<sup>42</sup>.

---

38 Ver os comentários ao art. 8º da Lei das S.A.

39 Ver os comentários ao art. 98 da Lei das S.A.

40 A Exposição de Motivos nº 196, de 24.06.1976, observa que *"as prestações da realização do aumento poderão ser recebidas pela companhia independentemente de depósito bancário (§ 4º) porque não existem, na hipótese, as razões que justificam a exigência do depósito na constituição da companhia: na sociedade em funcionamento, não há motivo para negar aos administradores eleitos pelos acionistas competência para receber o produto do aumento de capital, quando já têm, sob sua responsabilidade, a gestão de todo o patrimônio da companhia"*.

41 PAULO CEZAR ARAGÃO e FERNANDA MATTAR MESQUITA. "Conferência de Ativos e Passivos ao Capital Social de Sociedade pelo seu Valor Líquido". In: Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França e Marcelo Vieira Von Adamek (Coord.). **Temas de Direito Empresarial e Outros Estudos em Homenagem ao Professor Luiz Gastão Paes de Barros Leães**. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 13-24.

42 Ver os comentários ao art. 8º da Lei das S.A.

Tratando-se de subscrição particular, prepondera a deliberação dos acionistas em assembleia geral, ou do conselho de administração, por delegação do estatuto; assim, podem os acionistas estabelecer que o aumento será válido, ainda que nem todas as ações sejam subscritas, desde que atingido um valor mínimo<sup>43</sup>.

Tratando-se de subscrição pública ou privada de companhia aberta, durante muito tempo prevaleceu na Comissão de Valores Mobiliários o entendimento de que seria inadmissível a homologação do aumento de capital em bases diversas das originalmente estipuladas por ocasião de sua autorização. Assim, diante de tal situação, a única solução legítima, que possibilitaria aos subscritores reverem sua decisão inicial de investir, seria a rerratificação de todo o processo, mediante realização de nova deliberação da assembleia geral ou do conselho de administração, na hipótese do artigo 168. Em seguida, aprovadas as bases do aumento, deveria ser feito novo registro da emissão na Comissão de Valores Mobiliários, no caso da subscrição pública, abrindo-se prazo para o exercício do direito de preferência<sup>44</sup>.

Posteriormente, a Comissão de Valores Mobiliários reformulou sua posição, passando a admitir, acertadamente, que é válido o aumento de capital com subscrição parcial, desde que prevista expressamente esta possibilidade na deliberação do aumento e especificada a quantidade mínima de valores mobiliários ou o montante mínimo de recursos para os quais será mantida a oferta pública<sup>45</sup>.

43 MAURO RODRIGUES PENTEADO. *Aumentos de Capital das Sociedades Anônimas...*, p. 224 e seguintes.

44 Parecer de Orientação CVM nº 08/1981.

45 Arts. 30 e 31 da Instrução CVM nº 400/2003, com as alterações introduzidas pela Instrução CVM nº 488/2010. Entendeu também a CVM que, embora os aumentos de capital mediante subscrição privada não tenham sido regulados pela Instrução CVM nº 400/2003, também neles é admitida a subscrição parcial (decisão do Colegiado proferida no Processo Administrativo CVM nº RJ 2006/0214, Rel. Dir. Wladimir Castelo Branco Castro, j. em 09.05.2006).

#### DIREITO DE PREFERÊNCIA

**“Art. 171. Na proporção do número de ações que possuírem, os acionistas terão preferência para a subscrição do aumento de capital.**

**§ 1º Se o capital for dividido em ações de diversas espécies ou classes e o aumento for feito por emissão de mais de uma espécie ou classe, observar-se-ão as seguintes normas:**

**a) no caso de aumento, na mesma proporção, do número de ações de todas as espécies e classes existentes, cada acionista exercerá o direito de preferência sobre ações idênticas às de que for possuidor;**

**b) se as ações emitidas forem de espécies e classes existentes, mas importarem alteração das respectivas proporções no capital social, a preferência será exercida sobre ações de espécies e classes idênticas às de que forem possuidores os acionistas, somente se estendendo às demais se aquelas forem insuficientes para lhes assegurar, no capital aumentado, a mesma proporção que tinham no capital antes do aumento;**

**c) se houver emissão de ações de espécie ou classe diversa das existentes, cada acionista exercerá a preferência, na proporção do número de ações que possuir, sobre ações de todas as espécies e classes do aumento.**

**§ 2º No aumento mediante capitalização de créditos ou subscrição em bens, será sempre assegurado aos acionistas o direito de preferência e, se for o caso, as importâncias por eles pagas serão entregues ao titular do crédito a ser capitalizado ou do bem a ser incorporado.**

**§ 3º Os acionistas terão direito de preferência para subscrição das emissões de debêntures conversíveis em ações, bônus de subscrição e partes beneficiárias conversíveis em ações emitidas para alienação onerosa; mas na conversão desses títulos em ações, ou na outorga e no exercício de opção de compra de ações, não haverá direito de preferência.**

§ 4º O estatuto ou a assembleia geral fixará prazo de decadência, não inferior a 30 (trinta) dias, para o exercício do direito de preferência.

§ 5º No usufruto e no fideicomisso, o direito de preferência, quando não exercido pelo acionista até 10 (dez) dias antes do vencimento do prazo, poderá sê-lo pelo usufrutuário ou fideicomissário.

§ 6º O acionista poderá ceder seu direito de preferência.

§ 7º Na companhia aberta, o órgão que deliberar sobre a emissão mediante subscrição particular deverá dispor sobre as sobras de valores mobiliários não subscritos, podendo:

a) mandar vendê-las em bolsa, em benefício da companhia; ou

b) rateá-las, na proporção dos valores subscritos, entre os acionistas que tiverem pedido, no boletim ou lista de subscrição, reserva de sobras; nesse caso, a condição constará dos boletins e listas de subscrição e o saldo não rateado será vendido em bolsa, nos termos da alínea anterior.

§ 8º Na companhia fechada, será obrigatório o rateio previsto na alínea 'b' do § 7º, podendo o saldo, se houver, ser subscrito por terceiros, de acordo com os critérios estabelecidos pela assembleia geral ou pelos órgãos da administração."

## 1. OBJETIVOS DA NORMA

A norma disciplina o exercício do direito de preferência dos antigos acionistas por ocasião do aumento de capital, seja em dinheiro, hipótese mais frequente, seja mediante capitalização de créditos ou subscrição em bens.

Embora classificado como um dos direitos essenciais do acionista, o direito de preferência vem se tornando, cada vez mais, um direito relativo, uma vez que, nas companhias de capital autoriza-

do, pode ser negado em ofertas de venda de ações no mercado de capitais<sup>1</sup>. Tal como ocorre com a disciplina genérica do aumento de capital, o direito de preferência apresenta um tratamento mais rigoroso nos sistemas de filiação romano-germânica, enquanto nos países anglo-saxões praticamente não é exigido. No direito societário norte-americano, em princípio, o estatuto da companhia pode livremente regular a matéria, reconhecendo ou não o direito de preferência<sup>2</sup>. Se a outorga do direito de preferência privilegia o antigo acionista, a sua negação, na companhia aberta, atende mais aos interesses dos investidores do mercado de capitais, na medida em que lhes permite participar da subscrição de novas ações.

O direito de preferência foi introduzido nas leis societárias a partir de sua reiterada inclusão em estatutos sociais, visando a corrigir abusos originados pelo fato de as novas emissões serem subscritas unicamente pelos acionistas controladores, com o que reduzem a participação dos minoritários no capital social. Trata-se, assim, de um bom exemplo de adoção, pelo Direito Societário, de prática corretiva de abusos adotada nos estatutos de companhias<sup>3</sup>.

Com o direito de preferência objetiva-se permitir que os acionistas mantenham a mesma posição que tinham antes do aumento de capital. Constitui, assim, um instrumento de proteção aos seus direitos patrimoniais e políticos, pois, ao exercer o direito de preferência, ele mantém o seu percentual no capital. Para tanto, o acionista deve subscrever as novas ações emitidas, pagando o seu preço de emissão, com o que não sofrerá qualquer tipo de diluição em seus direitos políticos ou patrimoniais.

1 Ver os comentários aos arts. 109 e 172 da Lei das S.A.

2 *Model Business Corporation Act*, arts. 26 e 26-A.

3 SAN TIAGO DANTAS. *Problemas de Direito Positivo*. Rio de Janeiro: Forense, 1953, p. 266; WALDEMAR FERREIRA. *Tratado das Sociedades Mercantis: o Estatuto da Sociedade de Pessoas*. 5ª edição, v. 5, São Paulo: Saraiva, 1958, p. 1.520-1.524.

Assim, com o direito de preferência, a Lei das S.A. tutela 2 (dois) interesses dos acionistas: (i) concorrer ao aumento de capital com prioridade em relação a terceiros; e (ii) possibilitar a manutenção do *status* de sócio, quantitativa e qualitativamente igual à situação existente antes do aumento.

## 2. NATUREZA DO DIREITO

Ainda que a expressão “direito de preferência” esteja consagrada no Direito Societário Brasileiro, trata-se, na realidade, de um direito de opção, pois inexistente, por ocasião da subscrição, concorrência entre os acionistas e terceiros<sup>4</sup>. A sua natureza é a de um verdadeiro “poder”, um direito potestativo que integra o estado de sócio e confere ao seu titular a prerrogativa de atuar unilateralmente sobre a esfera jurídica da companhia, que se encontra numa posição passiva, obrigada a suportar os efeitos jurídicos do seu exercício por parte do acionista<sup>5</sup>.

A preferência constitui uma expectativa de direito; uma vez deliberado o aumento de capital com a emissão de novas ações, nasce o direito expectado à subscrição, que pode ser exercido ao longo de todo o prazo fixado pela assembleia geral ou pelo conselho de administração<sup>6</sup>. Antes do aumento de capital, não há possibilidade

4 PONTES DE MIRANDA. *Tratado de Direito Privado*. t. I, 3ª edição, São Paulo: Revista dos Tribunais, 1984, p. 356.

5 FABIO KONDER COMPARATO. *Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981, p. 177.

6 LUIZ GASTÃO PAES DE BARROS LEAES. *Estudos e Pareceres sobre Sociedades Anônimas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1989, p. 114; FABIO KONDER COMPARATO. *Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial...*, p. 177. De acordo com PONTES DE MIRANDA. *Tratado de Direito Privado*. t. V, 4ª edição, São Paulo: Revista dos Tribunais, 1983, p. 282-285, no direito expectativo o sujeito tem uma espera de direito, que já integra o universo jurídico, daí decorrendo que tem o direito de adquirir o objeto da expectativa. Já a expectativa de direito está fora do universo jurídico, não constituindo propriamente um direito. O exemplo clássico é o da diversidade de situações entre o sujeito que, caso outrem viesse a falecer, seria seu herdeiro (expectativa de direito) e a do sujeito que firmou com outro promessa de compra e venda de um bem (direito expectativo, já que a ordem jurídica reconhece o direito do pré-contraente).

de cessão ou de renúncia ao direito de preferência, que constitui mera expectativa ou “direito abstrato”. Deliberado o aumento e aberto o prazo para o seu exercício, o direito de preferência passa a constituir uma prerrogativa *in concreto* frente à companhia, que pode ser objeto de renúncia ou de cessão a terceiro<sup>7</sup>.

Nos termos do § 6º, o acionista poderá ceder seu direito de preferência, após iniciado o prazo para o seu exercício. Trata-se, portanto, de um direito negociável, diretamente com terceiro, em operação privada, ou no mercado de capitais, mediante a alienação do direito de subscrição ou do recibo de subscrição, que constituem valores mobiliários<sup>8</sup>. O direito de subscrição pode ser conferido pela companhia aos seus acionistas após a aprovação do aumento de capital, mas antes que ele se realize; trata-se de um direito condicionado à efetivação do aumento, correndo o adquirente o risco de que ele não seja efetivado. Já o recibo constitui valor mobiliário emitido após o início do prazo de subscrição das ações, sendo limitado o risco de frustração do aumento às hipóteses de aumento condicional ou de subscrição parcial.

Na companhia aberta é incompatível com o seu regime o estabelecimento de qualquer limitação estatutária ao direito do acionista de negociar o direito de preferência. Na companhia fechada, como o estatuto pode estabelecer limites à circulação de ações (artigo 36, *caput*), é possível que seja restringido o direito de acionista de ceder seu direito de preferência a terceiros.

O acionista tem também o direito de preferência quando a companhia fechada aliena ações que estavam em tesouraria, posto que, caso lhe fosse negado o direito, não teria condições de manter a proporcionalidade de sua participação no capital, podendo vê-la diluída injustificadamente<sup>9</sup>.

7 LUIZ GASTÃO PAES DE BARROS LEAES, “Doação e Regime Jurídico das Ações Bonificadas”. In: *Pareceres*. v. I, São Paulo: Singular, 2004, p. 324.

8 Art. 2º, inciso II, da Lei nº 6.385/1976.

9 Ver os comentários ao art. 30 da Lei das S.A.

Uma das finalidades essenciais do direito de preferência é a de permitir que o acionista mantenha a mesma posição antes detida. Assim, a norma do § 1º visa a adaptar tal desiderato ao caso da companhia que tem o capital dividido em diversas espécies ou classes e o aumento for feito por emissão de mais de uma espécie ou classe.

Quando o aumento de capital ocorre na mesma proporção do número de ações de todas as espécies e classes existentes, o direito de preferência será exercido sobre as ações idênticas de propriedade do acionista, de sorte que ele mantém a posição acionária anterior, em percentagem sobre o número de ações e sobre o número de cada espécie e classe.

Quando o aumento se der mediante a elevação do número de ações de espécies e classes existentes, mas importando alteração das respectivas proporções no capital, prevalece a preferência para subscrição da mesma espécie e classe às já possuídas pelo acionista. Como há, no caso, modificação nas proporções anteriores, o acionista poderá subscrever adicionalmente ações de espécie ou classe diversa das antes possuídas para não ter a sua participação no capital reduzida proporcionalmente.

Na terceira hipótese - emissão de ações de espécie ou classe diversa das existentes - o acionista exercerá o direito de preferência, na proporção das ações de que já é titular, sobre as novas ações de todas as espécies e classes emitidas; assim, manterá a sua posição proporcional no capital social, ainda que em ações de classe ou espécie diversas das que antes detinha. Se o capital for composto apenas por ações ordinárias e forem emitidas ações preferenciais, os acionistas concorrerão à subscrição das novas ações proporcionalmente à sua participação no capital.

O aumento de capital deve atender ao interesse social, não podendo ser deliberado com o fim exclusivo de diluir a participação dos acionistas minoritários em determinada classe ou espécie de ação, o que caracterizaria modalidade de abuso do poder de controle<sup>10</sup> (p. 291). É o que pode ocorrer no caso de aumento de capital mediante a emissão

apenas de ações preferenciais sem direito de voto, com o fim de reduzir os direitos políticos dos minoritários, exceto se demonstrado que interessa à companhia aumentar a proporção de ações preferenciais, ou que os potenciais subscritores não demonstram interesse na aquisição de ações ordinárias<sup>11</sup>.

### 3. NA CAPITALIZAÇÃO DE CRÉDITOS E NA SUBSCRIÇÃO EM BENS

No regime do Decreto-Lei nº 2.627/1940, conforme orientação doutrinária da época, somente existia o direito de preferência no aumento de capital mediante integralização das ações em dinheiro. Assim, comumente na capitalização o credor recebia o que lhe era devido em ações emitidas pela companhia, sem que os demais acionistas pudessem exercer o direito de preferência, o que diminuía a sua participação proporcional no capital<sup>12</sup>. A Lei das S.A., visando a corrigir tal problema, assegura o direito de preferência tanto na integralização em dinheiro como em créditos ou bens, conforme determina o § 2º.

Na capitalização de crédito, como não ocorre transferência de bem ou direito, não há necessidade de avaliação por peritos, nos termos do artigo 8º, desde que o crédito seja líquido, certo e reconhecido pelos administradores da companhia, registrado nas demonstrações contábeis, bem como tenha sua exatidão atestada pelo conselho fiscal<sup>13</sup>.

10 Ver os comentários ao art. 117 da Lei das S.A.

11 Nesse sentido, o Parecer CVM/SJU nº 21/1990.

12 TRAJANO DE MIRANDA VALVERDE. *Sociedades por Ações*. v. II, 2ª edição, Rio de Janeiro: Forense, 1953, p. 254-255.

13 Parecer CVM/SJU nº 131/1983. Ver, também, MAURO RODRIGUES PENTEADO. *Aumentos de Capital das Sociedades Anônimas*. 2ª edição, atualizada por Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 331-332; LUIZ ALBERTO COLONNA ROSMAN, "Modificação do Capital Social". In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). *Direito das Companhias*. v. II, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1.406.

O aumento de capital efetiva-se com a capitalização do crédito, devendo a companhia informar aos acionistas em que prazo eles podem, mediante a assinatura do boletim de subscrição, preferir o credor do crédito já capitalizado. Caso os acionistas não exerçam o direito de preferência, o credor adquirirá as ações. Se exercerem, as importâncias que pagarem pela subscrição das ações serão entregues ao titular do crédito. Como todo o aumento de capital é subscrito no início do procedimento pelo titular do crédito, não existirão sobras.

Já no aumento de capital mediante subscrição em bens, o procedimento é mais complexo. Os bens deverão ser objeto de avaliação, mediante laudo fundamentado, sendo indispensável a sua aprovação pela assembleia geral (artigo 170, § 3º)<sup>14</sup>. Na assembleia que deliberar sobre o valor dos bens, o acionista que com eles concorrer para a integralização do capital está impedido de votar (artigo 115).

O capital social pode, com efeito, ser formado ou aumentado com contribuições em dinheiro ou em qualquer espécie de bens, desde que suscetíveis de avaliação em dinheiro (artigo 7º). A expressão “bens” compreende todas as coisas corpóreas ou incorpóreas, móveis ou imóveis, desde que seu valor possa ser estimado em dinheiro.

Assim, admite-se a integralização de ações com máquinas, equipamentos, terrenos, edifícios, utensílios, veículos, concessões minerárias, estabelecimento industrial ou comercial, patentes de invenções e marcas de indústria, títulos de crédito e valores mobiliários, como debêntures e ações, desde que passíveis de avaliação em dinheiro. Ademais, os bens devem estar relacionados ao objeto social da companhia ou ter uma utilidade efetiva para o desenvolvimento de suas atividades<sup>15</sup>. Tratando-se o capital de garantia dos credores e piso para medição dos resultados do empreendimento, os bens devem ser atuais, penhoráveis e economicamente viáveis<sup>16</sup> (p. 293).

<sup>14</sup> Ver os comentários ao art. 8º da Lei das S.A.

<sup>15</sup> MODESTO CARVALHOSA. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. v. 1, 6ª edição, São Paulo: Saraiva, 2011, p. 203. A respeito da integralização de ações com bens, ver os comentários ao art. 7º da Lei das S.A.

Por outro lado, não são admitidos para integralizar o aumento de capital o *know-how*, por estar vinculado à pessoa que o detém<sup>17</sup>, assim como o trabalho e as prestações de serviços em geral, pela mesma razão: são indissociáveis das pessoas<sup>18</sup>.

Da mesma forma que ocorre com a capitalização de crédito, na integralização com bens as importâncias pagas pelo acionista que exerce o seu direito de preferência serão entregues ao titular do bem a ser incorporado, que não receberá as ações correspondentes.

Caso o valor do crédito ou do bem seja superior ao valor dos direitos de preferência, o excedente não será atribuído àquele que integralizou com créditos ou bens em novas ações, o que lesaria os demais acionistas, pois alteraria a proporcionalidade, mas em dinheiro<sup>19</sup>.

#### 4. NA SUBSCRIÇÃO DE VALORES CONVERSÍVEIS EM AÇÕES E NA OPÇÃO DE COMPRA DE AÇÕES

Conforme o § 3º, os acionistas terão o direito de preferência para subscrever valores mobiliários conversíveis em ações: debêntures, bônus de subscrição e partes beneficiárias. A finalidade da

<sup>16</sup> Ver os comentários ao art. 7º da Lei das S.A.

<sup>17</sup> Sobre o assunto, ver DENIS BORGES BARBOSA, “Da Conferência de Bens Intangíveis ao Capital das Sociedades Anônimas”, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 37, janeiro-março, 1980, p. 47-48.

<sup>18</sup> No direito societário norte-americano admite-se, em geral, que os serviços prestados podem ser considerados bens que integram o capital. Sobre esse assunto, ver HARRY G. HENN e JOHN R. ALEXANDER. *Law of Corporations and Other Business Enterprise*. St. Paul, Minn.: West Pub., 1983, p. 305. No direito francês, admite-se, a partir da Lei nº 2001-420, de 15.05.2001, o conferimento de trabalho ou serviços, desde que exista previsão estatutária. Para uma análise do assunto, ver MASSIMO MIOLA, “Il Sistema del Capitale Sociale e le Prospettive di Riforma nel Diritto Europeo delle Società di Capitali”, *Rivista delle Società*. Milão: Giuffrè, novembro-dezembro, ano 50, 2005, fascículo 6, p. 1.199 e seguintes.

<sup>19</sup> EGBERTO LACERDA TEIXEIRA e JOSÉ ALEXANDRE TAVARES GUERREIRO. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*. v. 1, São Paulo: José Bushatsky, 1979, p. 162.

norma é também permitir ao acionista manter a mesma participação proporcional no capital. O direito surge e somente pode ser exercido quando da emissão dos títulos, não quando de sua conversão, momento em que já estão incorporados ao patrimônio de seu titular.

Não há direito de preferência por ocasião da outorga e do exercício de opção de compra de ações. A opção tem por finalidade permitir aos administradores, empregados e prestadores de serviços a participação nos lucros da companhia e na valorização das ações de sua emissão no mercado. Trata-se de um direito, não de um valor mobiliário, a ser exercido em virtude da promessa unilateral da companhia de alienar ações de sua emissão aos beneficiários por um valor fixado no plano de outorga, o qual deve ser aprovado pela assembleia geral<sup>20</sup>.

## 5. PRAZO PARA EXERCÍCIO

O prazo para o exercício do direito de preferência, fixado no estatuto ou determinado pela assembleia geral ou pelo conselho de administração, conforme o caso, não poderá ser inferior a 30 (trinta) dias, exceto na companhia de capital autorizado<sup>21</sup>. De acordo com o § 4º, trata-se de prazo de decadência, portanto, contínuo e improrrogável, não podendo ser interrompido ou suspenso, contado a partir da publicação do “Aviso aos Acionistas”, que deve conter todas as informações necessárias ao exercício desse direito. O não exercício do direito de preferência dentro do prazo implica a sua extinção, por tratar-se de prazo decadencial.

## 6. NO USUFRUTO E NO FIDEICOMISSO

Como o direito de preferência não tem a natureza de frutos, no caso das ações em usufruto ou em fideicomisso o seu titular é

20 Ver os comentários ao art. 168 da Lei das S.A.

21 Ver os comentários ao art. 172 da Lei das S.A.

o nu-proprietário ou fiduciário, não o usufrutuário ou o fideicomissário<sup>22</sup>.

O § 5º determina que o direito de preferência, quando não exercido pelo acionista até 10 (dez) dias antes do vencimento do prazo, poderá sê-lo pelo usufrutuário ou fideicomissário. Assim, as pessoas legitimadas a subscrever as ações são o nu-proprietário e o fiduciário, mas casos estes não exerçam o seu direito de preferência dentro do prazo assinalado pela Lei das S.A., esse direito poderá ser exercido pelo usufrutuário ou fideicomissário, que subscreverão as ações em nome próprio, sendo, portanto, automaticamente, os seus titulares.

Se as ações forem subscritas pelo nu-proprietário, salvo estipulação em contrário no ato de instituição do usufruto, este adquirirá as novas ações sem restrições, porque elas integram o seu capital. No caso de serem subscritas pelo fiduciário, as ações deverão ser, posteriormente, entregues ao fideicomissário, pois admitir-se o contrário seria aceitar que o fideicomissário, que originariamente teria direito de receber ações representativas de um determinado percentual de participação no capital de uma companhia, recebesse um percentual inferior<sup>23</sup>.

Assim, no fideicomisso, o fiduciário deve preservar o capital recebido para devolvê-lo ao fideicomissário, não podendo se apropriar das ações subscritas, originadas das que recebeu em confiança; cumpre-lhe zelar para que, no momento certo, sejam passadas ao fideicomissário<sup>24</sup>. Se ficar demonstrado que a subscrição trouxe

22 MODESTO CARVALHOSA. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. v. 3, 5ª edição, São Paulo: Saraiva, 2011, p. 669-670. Ver, também, os comentários ao art. 40 da Lei das S.A.

23 No mesmo sentido, JOSÉ WALDECY LUCENA. *Das Sociedades Anônimas – Comentários à Lei (arts. 1º a 120)*. v. I, Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 411 e 414. Em sentido contrário, JOSÉ EDWALDO TAVARES BORBA. *Direito Societário*. 13ª edição, Rio de Janeiro: Renovar, 2012, p. 286.

24 Ver o art. 1.956 do Código Civil, que assim dispõe: “Se o fideicomissário aceitar a herança ou o legado, terá direito à parte que, ao fiduciário, em qualquer tempo

benefícios ao fideicomissário, poderá o fiduciário, quando lhe passar as ações, pleitear o ressarcimento do que despendeu.

É recomendável que o instrumento que institui o usufruto ou o fideicomisso estabeleça expressamente o procedimento para a preferência.

## 7. SOBRES DAS NOVAS AÇÕES EMITIDAS

Os §§ 7º e 8º estabelecem o tratamento a ser conferido às sobras das novas ações emitidas. Constituem sobras as ações não subscritas pelos acionistas, ao deixarem de exercer, no todo ou em parte, o seu direito de preferência. A Lei das S.A. trata de forma diversa as sobras, tendo em vista a situação da companhia, se aberta ou fechada.

Na companhia aberta, tratando-se de subscrição particular, que é aquela em que as ações não são ofertadas publicamente no mercado de capitais, deve a assembleia geral ou o conselho de administração (na companhia de capital autorizado) estabelecer qual o regime das sobras.

Pode a companhia mandar vender as sobras em Bolsa de Valores, em seu benefício, seguindo o procedimento especial de leilão previsto nas normas regulamentares da Comissão de Valores Mobiliários e da Bolsa, sem necessidade de registro prévio na Comissão de Valores Mobiliários, por tratar-se de subscrição privada<sup>25</sup>. Pode a companhia, alternativamente, ratear entre os acionistas que tiverem pedido, no boletim ou lista de subscrição, reserva de sobras,

---

*acrescer.* Ver FABIO KONDER COMPARATO. *Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial...*, p. 185-192.

25 A esse respeito, ver as Instruções CVM nºs (i) 505/2011, com as alterações introduzidas pela Instrução CVM nº 526/2012; e (ii) 400/2003 (art. 4º), com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM nºs 482/2010 e 548/2014. Ver, também, o Regulamento de Operações e o Manual de Procedimentos Operacionais editados pela BM&FBovespa.

na mesma proporção do direito de preferência que detinham e que exerceram. Se, ainda assim, os pedidos de reservas de sobras não cobrirem a quantidade total de ações não subscritas, o saldo não rateado será vendido em Bolsa de Valores.

A norma não previu hipótese bastante usual: a companhia, havendo sobras, contrata uma instituição financeira para atuar como *underwriter*, procedendo-se à oferta pública das ações no mercado de capitais, fora de Bolsa. Tratando-se de *underwriting* firme, a instituição financeira subscreverá a totalidade das sobras para depois vendê-las, por sua conta e risco, aos investidores do mercado. Já no caso do *underwriting* de melhor esforço, a instituição financeira não subscrive as ações, comprometendo-se apenas a empenhar-se na sua venda no mercado, sem correr os riscos existentes na modalidade do *underwriting* firme<sup>26</sup>.

Tratando-se de companhia fechada, que não pode ter suas ações negociadas em Bolsa de Valores, deverá ser feito o rateio, na proporção das ações subscritas, entre os acionistas que tiverem pedido a sua reserva, no boletim ou lista de subscrição. Se ainda remanescerem sobras após o rateio, as ações poderão ser subscritas por terceiros, sem a utilização de meios de comunicação de massa, anúncios e editais, intermediação de instituições financeiras, a menos que a companhia registre-se na Comissão de Valores Mobiliários como companhia aberta e atenda aos requisitos regulamentares exigidos nas ofertas públicas de venda de ações no mercado.

### EXCLUSÃO DO DIREITO DE PREFERÊNCIA

#### “Art. 172. O estatuto da companhia aberta que contiver autorização para o aumento do capital pode prever a emis-

---

26 Ver os comentários ao art. 4º da Lei das S.A. A Instrução CVM nº 400/2003, com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM nºs 482/2010, 488/2010 e 548/2014, em seus arts. 2º, 3º e 33 a 37, regula a oferta pública de ações no mercado e a atuação dos *underwriters*.

**são, sem direito de preferência para os antigos acionistas, ou com redução do prazo de que trata o § 4º do artigo 171, de ações e debêntures conversíveis em ações, ou bônus de subscrição, cuja colocação seja feita mediante: (Redação dada pela Lei nº 10.303/2001)**

**I - venda em bolsa de valores ou subscrição pública; ou**

**II - permuta por ações, em oferta pública de aquisição de controle, nos termos dos artigos 257 e 263. (Redação dada pela Lei nº 10.303/2001)**

**Parágrafo único. O estatuto da companhia, ainda que fechada, pode excluir o direito de preferência para subscrição de ações nos termos de lei especial sobre incentivos fiscais."**

A norma estabelece as hipóteses em que pode ser negado o direito de preferência ou reduzido o prazo decadencial de 30 (trinta) dias (artigo 171, § 4º) para o seu exercício, com a finalidade de permitir que investidores, que não são acionistas da companhia, possam adquirir, em ofertas públicas de venda, as ações de sua emissão. Em tais hipóteses, a Lei das S.A. presume que o interesse social estará mais bem atendido se a companhia puder recorrer diretamente ou com maior celeridade ao mercado de capitais, não outorgando o direito de preferência, ou reduzindo o prazo de seu exercício.

A preferência para subscrição de novas ações, embora constitua um dos direitos essenciais do acionista, vem se tornando, cada vez mais, um direito relativo. Se a outorga do direito de preferência privilegia o antigo acionista, a sua negação, ou a redução do prazo de seu exercício, na companhia aberta, atende mais aos interesses dos investidores do mercado de capitais, facilitando o processo de capitalização da companhia.

Na companhia aberta, o direito de preferência não é tão importante como na fechada, uma vez que o acionista pode comprar no mercado as ações necessárias para manter a proporção no capital

que detinha antes da subscrição. Ademais, quando não há direito de preferência, aumenta o número de ações em circulação no mercado, acarretando maior liquidez dos títulos, o que interessa à companhia e também aos acionistas. Quanto maior a liquidez das ações, maior a facilidade para a realização de novas subscrições públicas, capitalizando a companhia. A maior liquidez das ações também beneficia todos os acionistas, que mais rapidamente poderão vender os títulos no mercado, quando desejarem.

A finalidade da norma é conferir maior flexibilidade ao processo de capitalização da companhia aberta mediante a oferta pública de suas ações, conferindo ao órgão de administração competente liberdade para adaptá-lo às condições de mercado. Dada a rapidez com que ocorrem mudanças de tendências no mercado de capitais, a supressão do direito de preferência ou a diminuição do prazo de seu exercício, ao reduzirem o tempo decorrido entre a deliberação de emitir publicamente as ações e o início da sua venda no mercado, permitem à companhia aproveitar as chamadas "janelas de mercado", minimizando os riscos de insucesso da operação.

O estatuto da companhia aberta de capital autorizado pode negar o direito de preferência aos antigos acionistas, ou reduzir o prazo para o seu exercício na subscrição de ações, debêntures conversíveis em ações ou bônus de subscrição, cuja venda seja realizada no mercado de capitais ou em permuta por ações, em oferta pública de aquisição de controle<sup>1</sup>.

É necessário que haja previsão estatutária para que seja negado o direito de preferência ou reduzido o prazo de seu exercício. Não basta que a companhia seja aberta e que seu estatuto contenha autorização para aumento de capital, sendo indispensável autorização expressa no estatuto para que a assembleia geral ou o conselho de administração negue o direito de preferência ou reduza o prazo de seu exercício.

<sup>1</sup> Sobre a companhia de capital autorizado, ver os comentários ao art. 168 da Lei das S.A.

A primeira hipótese em que cabe a emissão de ações ou de valores mobiliários conversíveis em ações ou a redução do prazo de seu exercício é a de venda em Bolsa. O legislador presumivelmente objetivava dispensar tais procedimentos quando houvesse a venda dos valores mobiliários diretamente na Bolsa de Valores, a exemplo do que ocorre no sistema inglês, em que os papéis podem ser colocados publicamente na Bolsa, que constitui, assim, o *locus* para a negociação no mercado primário e secundário dos títulos<sup>2</sup>. Entre nós, os valores mobiliários são inicialmente vendidos publicamente no mercado primário, fora da Bolsa, com a participação de instituições financeiras atuando como *underwriters*; posteriormente, a companhia requer, junto à Bolsa, a listagem de suas ações, para que elas possam ser negociadas em seu sistema<sup>3</sup>.

Assim, a expressão “venda em bolsa” significa apenas que a companhia pode vender em Bolsa ações em tesouraria, sem outorgar o direito de preferência a seus acionistas<sup>4</sup>. Tratando-se de uma venda realizada no sistema da Bolsa, aberto ao público, somente cabe a adoção de tal procedimento por companhia aberta, devidamente registrada na Comissão de Valores Mobiliários<sup>5</sup>. Ademais, na venda de ações em tesouraria por companhia fechada deve necessariamente ser conferido direito de preferência ao acionista<sup>6</sup>.

2 Ver, a propósito, PAUL DAVIES. *Gower and Davies: Principles of Modern Company Law*. 7<sup>th</sup> edition, London: Sweet and Maxwell, 2003, p. 642 e seguintes.

3 Sobre os conceitos e funções do mercado primário e secundário, assim como sobre a atuação dos *underwriters*, ver NELSON EIZIRIK, ARIÁDNA B. GAAL, FLÁVIA PARENTE e MARCUS DE FREITAS HENRIQUES. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. 3<sup>a</sup> edição, Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 179-207.

4 JOSE ALEXANDRE TAVARES GUERREIRO. *Regime Jurídico do Capital Autorizado*. São Paulo: Saraiva, 1984, p. 111.

5 A Instrução CVM nº 10/1980, com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM nºs 100/1989, 268/1997 e 390/2003, que disciplina as ações mantidas em tesouraria por companhia aberta, prevê, em seu art. 9º, que essas ações somente podem ser vendidas em Bolsa ou no mercado de balcão, vedando as operações privadas.

6 Ver os comentários ao art. 30 da Lei das S.A.

A hipótese em que usualmente se nega o direito de preferência ou se reduz o prazo de seu exercício é a da subscrição pública, objetivando maior celeridade na operação. A companhia aberta registra a emissão de suas ações na Comissão de Valores Mobiliários e passa a vendê-las ao público, com a participação necessária de uma instituição financeira atuando como *underwriter*. Caracteriza-se a emissão pública ou venda pública de valores mobiliários quando estão presentes determinados elementos objetivos e subjetivos. Os elementos objetivos estão elencados no artigo 19, § 3º, da Lei nº 6.385/1976, a saber: (i) utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público; (ii) procura de subscritores por meio de empregados, representantes, agentes, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários; (iii) negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ou público; e (iv) utilização de publicidade, cartas, anúncios, mediante meios de comunicação de massa<sup>7</sup>.

Embora sejam relevantes, para a caracterização da venda pública, os meios utilizados na colocação dos títulos, o elemento essencial refere-se à situação dos ofertados. Independentemente dos meios utilizados no processo de oferta, a distribuição não é pública se os destinatários, além de pessoas certas e determinadas, caracterizam-se como investidores qualificados e têm acesso ao mesmo tipo de informação que seria exigida em decorrência do registro na Comissão de Valores Mobiliários<sup>8</sup>.

7 Ver a Instrução CVM nº 400/2003, que regulamenta o dispositivo legal, com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM nºs 429/2006, 442/2006, 472/2008, 482/2010, 488/2010, 507/2011, 525/2012, 528/2012, 531/2013, 533/2013, 546/2014, 548/2014 e 551/2014. Ver, também, os comentários ao art. 4º da Lei das S.A.

8 A Instrução CVM nº 554/2014, alterando as Instruções CVM nºs 476/2009 e 539/2013, acrescentou os arts. 9º-A a 9º-C à Instrução CVM nº 539/2013, fixando novos parâmetros para a determinação de “investidores qualificados”, além de ter conceituado os “investidores profissionais”. Assim, nos termos do art. 9º-A da Instrução CVM nº 539/2013, incluído pela Instrução CVM nº 554/2014, são considerados investidores profissionais: “I – instituições financeiras e demais

Também pode ser negado o direito de preferência ou reduzido o prazo para o seu exercício na permuta por ações em oferta pública voluntária para aquisição de controle de companhia aberta, que não é muito utilizada na prática de nosso mercado de capitais, pelo fato de ainda serem poucas as companhias cujo capital votante encontra-se efetivamente disperso<sup>9</sup>.

No caso, o interessado em adquirir o controle de companhia aberta cujo acionista controlador tenha menos da metade das ações votantes ou que, dada a dispersão das ações no mercado, simplesmente não tenha acionista controlador, faz uma oferta pública de aquisição de ações para todos os titulares de ações com direito de voto. A oferta, em caráter irrevogável, deve ter por objeto o número de ações necessárias para assegurar o controle (artigo 257, § 2º). Ademais, por tratar-se de uma oferta pública de ações envolvendo permuta, deverá ser registrada na Comissão de Valores Mobiliários (artigo 257, § 1º). Caso a oferta seja bem sucedida, o ofertante logrará adquirir o controle da companhia.

---

*instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil; II - companhias seguradoras e sociedades de capitalização; III - entidades abertas e fechadas de previdência complementar; IV - pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante termo próprio, de acordo com o Anexo 9-A; V - fundos de investimento; VI - clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por administrador de carteira de valores mobiliários autorizado pela CVM; VII - agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; VIII - investidores não residentes". Por sua vez, de acordo com o art. 9º-B, são considerados investidores qualificados: "I - investidores profissionais; II - pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo 9-B; III - as pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios; e IV - clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados".*

9 Ver os comentários ao art. 257 da Lei das S.A.

A oferta pode ser realizada mediante pagamento em dinheiro ou mediante permuta de ações, já emitidas ou por emitir, do ofertante ou de terceiros. Pode ainda o ofertante lançar uma oferta pública de aquisição mista, em que parte do pagamento será em dinheiro e parte em ações.

Também pode ser excluído o direito de preferência, tanto na companhia aberta como na fechada, desde que expressamente previsto no estatuto, para subscrição de ações nos termos da legislação sobre incentivos fiscais. Assim, nas chamadas "companhias incentivadas", o estatuto usualmente nega o direito de preferência.

Já antes da vigência da Lei das S.A., a legislação tributária permitia, para as companhias incentivadas, a exclusão do direito de preferência na subscrição de ações em aumento de capital. Assim, nos termos da legislação sobre incentivos fiscais, as companhias, mesmo que fechadas e de capital fixo, podem excluir o direito de preferência para receber recursos provenientes de incentivos fiscais<sup>10</sup>.

## SEÇÃO II

### REDUÇÃO

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

---

10 Ver, a propósito, os Decretos-Leis nºs 1.376/1974, 1.419/1975 e 1.478/1976. A esse respeito, o art. 1º do Decreto-Lei nº 2.298/1986, que dispõe sobre Mercado de Títulos e Valores Mobiliários Incentivados, prevê que "compete à Comissão de Valores Mobiliários, sem prejuízo de suas demais atribuições: I - fiscalizar e disciplinar as sociedades beneficiárias de recursos oriundos de incentivos fiscais para a aplicação em participações societárias; II - regulamentar a negociação e a intermediação de títulos e valores mobiliários, emitidos pelas sociedades de que trata o item anterior". Nesse sentido, a CVM editou a Instrução CVM nº 265/1997, que dispõe sobre o registro de sociedades beneficiárias de recursos oriundos de incentivos fiscais, e que assim prevê em seu art. 1º: "Art. 1º. As sociedades beneficiárias de recursos oriundos de incentivos fiscais previstos no Decreto-Lei nº 1.376, de 12 de dezembro de 1974, são disciplinadas e fiscalizadas de acordo com o no Decreto-Lei nº 2.298/86, e com o disposto nesta Instrução (...)".

§ 1º A proposta de redução do capital social, quando de iniciativa dos administradores, não poderá ser submetida à deliberação da assembleia geral sem o parecer do conselho fiscal, se em funcionamento.

§ 2º A partir da deliberação de redução ficarão suspensos os direitos correspondentes às ações cujos certificados tenham sido emitidos, até que sejam apresentados à companhia para substituição.”

A redução de capital, assim como o seu aumento, era tida, no antigo Direito Societário, como alteração nas bases essenciais do contrato de sociedade. A redução era cercada de grandes cuidados, quase sacrais, por importar, conforme se entendia, em diminuição radical nas garantias dos credores da companhia.

Presentemente, a redução do capital social é vista como uma operação normal no curso dos negócios da companhia, principalmente pelo fato de ter, o moderno Direito Societário, aceitado que o patrimônio, e não o capital, é que constitui a garantia principal dos credores.

Discute-se mesmo se caberia ao Direito Societário proteger os credores. Tal proteção poderia ser objeto de livre negociação entre as partes ou ser disciplinada pelo Direito Falimentar e pelo Direito Obrigacional. Assim, quais as razões para o Direito Societário regular a matéria? A principal razão é que as cláusulas *standard* (como normas sobre capital mínimo ou sobre a relação capital/patrimônio) podem reduzir os custos da negociação entre as partes, sendo também úteis quando elas não logram resolver privadamente a questão da adequada garantia do credor, o que em geral ocorre: (i) quando as transações são de valor muito baixo para justificar as negociações; (ii) quando o credor não tem como se defender; e (iii) quando é possível obter medidas que beneficiam todos os credores,

como a divulgação obrigatória de informações ou o registro contábil das dívidas da companhia<sup>1</sup>.

No direito societário norte-americano há uma forte revisão crítica do papel do capital como instrumento de proteção aos credores, sendo ele inclusive considerado um instrumento “arcaico”, expressão de uma “anomalia histórica”, devendo ou ser eliminado ou conciliado com normas que permitam a sua maior eficácia ou a redução dos custos que acarreta<sup>2</sup>.

Nesse sentido, tende-se a privilegiar o patrimônio como instrumento de proteção aos credores, fixando-se uma determinada proporção entre o montante de dívidas e o capital (*debt/equity ratio*), garantindo-se, assim, maior consistência do patrimônio líquido da sociedade<sup>3</sup>.

Em vários países europeus, embora as legislações mantenham o conceito de capital, há nítida tendência no sentido de se adotar outros mecanismos de proteção aos credores, como maior transparência das informações sobre o passivo da companhia, assim como normas sobre as demonstrações contábeis do grupo de sociedades. Com relação ao capital social, busca-se conferir-lhe maior concretude, mediante regras sobre o capital mínimo, a reintegração do capital e a manutenção de determinada proporção entre o seu valor e o do patrimônio<sup>4</sup>.

1 REINIER KRAAKMAN, PAUL DAVIES, HENRY HANSMANN, GERARD HERTIG, KLAUS HOPT, HIDEKI KANDA and EDWARD ROCK. *The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach*. New York: Oxford University Press, 2007, p. 71-73.

2 R. W. HAMILTON. *Corporation Finance: Cases and Materials*. Minn.: West Publishing, 1989, p. 69.

3 Nesse sentido, o *California Corporation Code*, em sua Seção 500, estabelece alguns parâmetros para o *debt to equity ratio*; o ativo deve montar a 125% (cento e vinte e cinco por cento) do passivo, em princípio.

4 REINIER KRAAKMAN, PAUL DAVIES, HENRY HANSMANN, GERARD HERTIG, KLAUS HOPT, HIDEKI KANDA and EDWARD ROCK. *The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach...*, p. 77-87.

Em nosso sistema de Direito Societário, em regra, não há normas sobre capital mínimo nem sobre a proporção entre capital e patrimônio<sup>5</sup>. O papel do capital como instrumento de proteção ao credor é limitado, prevalecendo o sistema de negociação privada, em que a concessão de crédito é condicionada à prestação de garantias pessoais e reais. Assim, a redução do capital não deve ser tratada com excessiva rigidez, evitando-se que os credores pressionem indevidamente a companhia para receberem o que entendem devido, sob pena de não aprovarem a operação, que pode ser de interesse social.

A deliberação de reduzir o capital é sempre da assembleia geral, órgão que tem competência privativa para decidir a matéria. No caso de companhia aberta, a regulamentação administrativa da Comissão de Valores Mobiliários estabeleceu normas de prestação de informações aos investidores<sup>6</sup>.

A redução do capital constitui decisão que se insere dentre os poderes do órgão, que expressa a vontade social. Uma vez adotados os procedimentos previstos na Lei das S.A. e adequadamente assegurados os direitos dos credores e dos acionistas minoritários, se for o caso, a decisão de reduzir o capital, por constituir matéria concernente à gestão empresarial, não pode ser, no mérito, objeto de contestação.

A proposta de redução, seja de iniciativa dos administradores, seja dos acionistas, não pode ser submetida à deliberação da as-

5 Com relação às instituições financeiras, o Banco Central estabelece normas sobre capital mínimo. Ver, a propósito, o art. 1º do Regulamento Anexo II à Resolução CMN nº 2.099/1994, alterado pela Resolução CMN nº 2.607/1999.

6 De acordo com o art. 16 da Instrução CVM nº 481/2009, sempre que a assembleia geral for convocada para deliberar sobre a redução de capital, a companhia deve fornecer, no mínimo, as seguintes informações: (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, caso esteja em funcionamento, quando a proposta de redução do capital social for de iniciativa dos administradores; e (iv) conforme o caso: (a) o valor da restituição por ação; (b) o valor da diminuição do valor das ações à importância das entradas, no caso de capital não integralizado; ou (c) a quantidade de ações objeto da redução.

sembleia geral sem o parecer do conselho fiscal, se o órgão estiver em funcionamento. Da mesma forma que ocorre com relação ao aumento de capital, o exame do conselho fiscal deve centrar-se na legalidade do procedimento, não na sua conveniência ou oportunidade; não pode, assim, o órgão recomendar que a operação não se realize por considerá-la desnecessária ou porque poderá prejudicar a imagem da companhia<sup>7</sup>.

O artigo disciplina 2 (duas) hipóteses de redução voluntária do capital: (i) a nominal, ou contábil, que significa operação de redução da cifra do capital para ajustá-la ao valor do patrimônio; e (ii) a real, ou efetiva, quando a redução corresponde à diminuição do patrimônio.

A norma não esgota os casos em que ocorre redução do capital. Há outros dispositivos de cuja aplicação decorre ou pode decorrer redução do capital, como são os de: ações caídas em comisso (artigo 107); ações reembolsadas pelo exercício do direito de recesso (artigo 45); cancelamento de ações em tesouraria (artigo 30, § 1º, alínea “b”); ações resgatadas com redução do capital (artigo 44, § 1º); e ações adquiridas pela companhia em operações de fusão, incorporação ou cisão com incorporação (artigo 226, § 1º). A cisão parcial também pode acarretar redução nominal do capital social da sociedade cindida se parte do capital é incluída na parcela de patrimônio transferida para a outra sociedade (artigo 229)<sup>8</sup>.

Nos casos de ações caídas em comisso e de reembolso de ações, a redução é compulsória, embora deva ser homologada em assembleia geral, uma vez que decorre da lei.

Na redução voluntária é imprescindível a deliberação da assembleia geral extraordinária, ouvido o conselho fiscal, conforme antes

7 Ver os comentários ao art. 163 da Lei das S.A.

8 LUIZ ALBERTO COLONA ROSMAN. “Modificação do Capital Social”. In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). **Direito das Companhias**. v. II, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1.462.

referido. A matéria deve constar expressamente da ordem do dia da convocação da assembleia, explicitando qual a modalidade de redução: contábil ou real. Como a medida de redução do capital acarreta alteração do estatuto, o *quorum* de instalação é o do artigo 135: presença de 2/3 (dois terços) dos acionistas com direito de voto em primeira convocação, mas com qualquer número em segunda convocação. O *quorum* de deliberação é o previsto no artigo 129: maioria absoluta de votos. A aprovação da medida não enseja aos dissidentes o exercício do direito de retirada, por falta de previsão legal expressa.

Contudo, caso a redução do capital prejudique os titulares de ações preferenciais, ou de uma classe delas, será necessário realizar assembleia especial dos titulares das ações preferenciais prejudicadas, cabendo aos dissidentes o direito de recesso<sup>9</sup>.

A redução contábil ou nominal, como medida de saneamento financeiro, pode ser realizada quando há prejuízos acumulados que reduziram o valor do patrimônio<sup>10</sup>. Com a redução, visa-se a adequar o valor do capital ao do patrimônio, compatibilizando-o com a realidade econômico-financeira da sociedade. Uma vez restabelecido o equilíbrio financeiro da companhia, pode ela captar novos recursos, mediante aumento de capital.

É possível a redução do capital a zero, seguida de aumento de capital mediante subscrição de ações visando à sua recomposição. Como na perda total do capital o acionista deixaria de ser sócio, pela dissolução ou liquidação da companhia, e como a Lei das S.A. não prevê qual o limite mínimo do capital, a medida constitui instrumento eficaz de preservação da pessoa jurídica<sup>11</sup>.

9 Ver os comentários ao art. 136 da Lei das S.A. Ver, a propósito, MODESTO CARVALHOSA. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. v. 3, 4ª edição, São Paulo: Saraiva, 2009, p. 609-610; NELSON EIZIRIK. *Temas de Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 307-308.

10 O Código Civil, tratando das sociedades limitadas, dispõe, em seu art. 1.082, inciso I, que o capital pode ser reduzido quando houver "perdas irreparáveis".

11 LUIZ GASTÃO PAES DE BARROS LEÃES, "Redução do Capital Social a Zero e Simultânea Recomposição". In: *Pareceres*. v. I, São Paulo: Singular, 2004, p.

Na captação dos novos recursos, mediante aumento de capital, os acionistas terão direito de preferência, exceto no caso da companhia aberta de capital autorizado cujo estatuto expressamente o negue<sup>12</sup>.

As perdas devem figurar no balanço, ensejando a redução do capital após a aprovação das demonstrações contábeis e uma vez esgotadas as reservas de capital na absorção dos prejuízos (artigo 200, inciso I)<sup>13,14</sup>.

Para que a finalidade da redução nominal do capital seja atingida, os prejuízos devem ser quantificados, o que, em geral, é feito no balanço de encerramento do exercício social. Caso a redução seja necessária para absorver prejuízos sofridos ao longo do exercício, as informações constantes de balanço intermediário podem servir de subsídio para a operação de saneamento financeiro<sup>15</sup>.

Na redução nominal, que constitui mero ajuste contábil do capital à situação real da companhia, inexistindo restituição de valores aos acionistas, não há necessidade de aprovação da medida por parte dos credores, que não têm a sua situação alterada.

A outra modalidade de redução, prevista no dispositivo, é a real, quando o capital é considerado excessivo para o desenvolvimento das atividades da companhia, mediante o qual se devolve aos acionistas parte do valor de suas ações, se já integralizadas. Se ainda

68-69; no mesmo sentido, decisão do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. In: *Revista de Jurisprudência do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo*. São Paulo: Lex Editora, v. 133, p. 140.

12 Ver os comentários ao art. 172 da Lei das S.A.

13 JOSÉ WALDECY LUCENA. *Das Sociedades Anônimas - Comentários à Lei (arts. 121 a 188)*. v. II, Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 916.

14 A esse respeito, ver a decisão do Colegiado da CVM proferida nos Processos Administrativos CVM nºs RJ 2004/4558, RJ 2004/4559, RJ 2004/4569 e RJ 2004/4583, Rel. Dir. Eli Loria, j. em 21.09.2004.

15 PAULO ARAGÃO e GISELA SAMPAIO DA CRUZ. "Alguns Aspectos da Redução do Capital das Sociedades Anônimas". In: Rodrigo Monteiro de Castro e Leandro Santos de Aragão (Coord.). *Reorganização Societária*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 164-165.

não estiverem integralizadas, opera-se a diminuição ou extinção da dívida dos acionistas, a depender do valor da redução do capital.

Como na redução real do capital há diminuição no patrimônio social, em parte restituído aos acionistas, é necessário que os credores aprovelem a operação<sup>16-17</sup>.

Tanto na redução nominal como na redução real deve-se assegurar a igualdade de tratamento aos acionistas. Daí decorre que, em princípio, a companhia não pode fazer a redução incidir apenas sobre determinadas ações. Nada impede, porém, que a redução por perda seja suportada pelos titulares de ações ordinárias, até o limite previsto no artigo 15, § 2º, ou de ações preferenciais, se a deliberação for tomada pela unanimidade dos acionistas.

A restituição pode se dar em dinheiro ou em bens, desde que respeitado o princípio da igualdade de tratamento entre os acionistas<sup>18</sup>.

16 Ver os comentários ao art. 174 da Lei das S.A.

17 Anteriormente à entrada em vigor da Lei Complementar nº 147/2014, exigia-se que os pedidos de arquivamento à Junta Comercial de atos societários de redução de capital estivessem acompanhados de diversas certidões de regularidade de obrigações tributárias, previdenciárias e trabalhistas. A Lei Complementar nº 147/2014 incluiu o art. 7º-A na Lei nº 11.598/2007, que afastou a exigência dessas certidões para o registro de atos societários, ao prever, em seu *caput*, que: “O registro dos atos constitutivos, de suas alterações e extinções (baixas), referentes a empresários e pessoas jurídicas em qualquer órgão dos 3 (três) âmbitos de governo, ocorrerá independentemente da regularidade de obrigações tributárias, previdenciárias ou trabalhistas, principais ou acessórias, do empresário, da sociedade, dos sócios, dos administradores ou de empresas de que participem, sem prejuízo das responsabilidades do empresário, dos titulares, dos sócios ou dos administradores por tais obrigações, apuradas antes ou após o ato de extinção”. Tais mudanças já se encontram refletidas nas Instruções Normativas do Departamento de Registro Empresarial e Integração – DREI, cujos Manuais de Registro de Empresário Individual, Sociedade Limitada, Cooperativa e Sociedade Anônima, aprovados pela Instrução Normativa DREI nº 10/2013, foram alterados pela Instrução Normativa DREI nº 26/2014.

18 A propósito, ver LUIZ ALBERTO COLONA ROSMAN. “Modificação do Capital Social”. In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). *Direito das Companhias...*, p. 1.465 e 1.478; e PAULO ARAGÃO e GISELA SAMPAIO DA CRUZ. “Alguns Aspectos da Redução do Capital das Sociedades Anônimas”. In: Rodrigo Monteiro de Castro e Leandro Santos de Aragão (Coord.). *Reorganização Societária...*, p. 153.

Porém, da mesma forma que ocorre com o pagamento de dividendos “*in natura*”, os acionistas não podem ser obrigados a receber a restituição em bens<sup>19</sup>.

O § 2º trata da suspensão, a partir da deliberação de reduzir o capital, dos direitos correspondentes às ações cujos certificados tenham sido emitidos. Tais certificados, correspondentes às ações endossáveis e ao portador, não mais são emitidos, a partir da vigência da Lei nº 8.021/1990, que extinguiu os títulos ao portador; assim, essa norma está derogada.

#### OPOSIÇÃO DOS CREDITORES

**“Art. 174. Ressalvado o disposto nos artigos 45 e 107, a redução do capital social com restituição aos acionistas de parte do valor das ações, ou pela diminuição do valor destas, quando não integralizadas, à importância das entradas, só se tornará efetiva 60 (sessenta) dias após a publicação da ata da assembleia geral que a tiver deliberado.**

**§ 1º Durante o prazo previsto neste artigo, os credores quirografários por títulos anteriores à data da publicação da ata poderão, mediante notificação, de que se dará ciência ao registro do comércio da sede da companhia, opor-se à redução do capital; decairão desse direito os credores que o não exercerem dentro do prazo.**

**§ 2º Findo o prazo, a ata da assembleia geral que houver deliberado a redução poderá ser arquivada se não tiver havido oposição ou, se tiver havido oposição de algum credor, desde que feita a prova do pagamento do seu crédito ou do depósito judicial da importância respectiva.**

**§ 3º Se houver em circulação debêntures emitidas pela companhia, a redução do capital, nos casos previstos neste artigo, não poderá ser efetivada sem prévia aprovação pela maioria dos debenturistas, reunidos em assembleia especial.”**

19 Ver os comentários ao art. 205 da Lei das S.A.

A norma trata da redução real do capital, que ocorre quando ele é considerado excessivo para o desenvolvimento dos negócios sociais, restituindo-se aos acionistas parte do valor de suas ações ou diminuindo o seu valor, quando ainda não integralizadas, à importância das entradas<sup>1</sup>.

Não existem critérios objetivos para se aquilatar se o capital 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 do capital constitui medida inserida no poder discricionário da administração e da assembleia geral da companhia, com relação ao qual não existe a possibilidade de exame de mérito por terceiros.

Como há, no caso, diminuição do valor do patrimônio social, é necessário que os credores quirografários não se oponham à operação, para que ela se torne eficaz.

Somente poderão manifestar sua discordância os credores quirografários anteriores à data de publicação da ata da assembleia geral extraordinária que deliberou a redução do capital social, por considerá-lo excessivo. Os titulares de créditos constituídos posteriormente não terão legitimidade para impugnar a medida, pois sabiam da deliberação ao contratarem com a companhia.

Uma vez deliberada a redução, os credores terão o prazo decadencial de 60 (sessenta) dias para impugnarem a operação, mediante notificação judicial ou extrajudicial dirigida à companhia, da qual deverão dar ciência à Junta Comercial, na qual encontra-se localizada a sua sede.

Os credores não necessitam justificar a impugnação, bastando que demonstrem a sua situação de quirografários; porém, se utilizarem a oposição como instrumento de pressão para receberem créditos discutíveis, ou para obterem vantagens indevidas, poderá

<sup>1</sup> Ver os comentários ao art. 173 da Lei das S.A.

ficar caracterizado o abuso de direito. Em tal hipótese, a companhia poderá, sem depositar o valor alegado do crédito, discutir judicialmente a procedência da impugnação.

Se não houver impugnação de credores, a ata da assembleia geral extraordinária que delibera reduzir o capital será arquivada na Junta Comercial<sup>2</sup>.

Caso exista oposição de credores, ainda assim a ata poderá ser arquivada se: (i) ficar demonstrado que o pagamento foi feito; (ii) a companhia depositou judicialmente a quantia pleiteada para discutir a existência, natureza ou valor do crédito; ou, (iii) a companhia obtiver liminar que a autorize a arquivar a ata sem o depósito, demonstrando o abuso de direito do credor.

Existindo debêntures em circulação, será convocada assembleia especial dos debenturistas que deliberará, por maioria, se aceita ou não a redução do capital. Assim, os debenturistas não podem rejeitar individualmente a decisão de redução do capital.

O titular de debênture perpétua com participação nos lucros não pode opor-se à redução de capital, pois não é titular de um crédito contra a companhia, a não ser que demonstre que a medida

<sup>2</sup> Anteriormente à entrada em vigor da Lei Complementar nº 147/2014, exigia-se que os pedidos de arquivamento à Junta Comercial de atos societários de redução de capital estivessem acompanhados de diversas certidões de regularidade de obrigações tributárias, previdenciárias e trabalhistas. A Lei Complementar nº 147/2014 incluiu o art. 7º-A na Lei nº 11.598/2007, que afastou a exigência dessas certidões para o registro de atos societários, ao prever, em seu caput, que: "O registro dos atos constitutivos, de suas alterações e extinções (baixas), referentes a empresários e pessoas jurídicas em qualquer órgão dos 3 (três) âmbitos de governo, ocorrerá independentemente da regularidade de obrigações tributárias, previdenciárias ou trabalhistas, principais ou acessórias, do empresário, da sociedade, dos sócios, dos administradores ou de empresas de que participem, sem prejuízo das responsabilidades do empresário, dos titulares, dos sócios ou dos administradores por tais obrigações, apuradas antes ou após o ato de extinção." Tais mudanças já se encontram refletidas nas Instruções Normativas do Departamento de Registro Empresarial e Integração - DREI, cujos Manuais de Registro de Empresário Individual, Sociedade Limitada, Cooperativa e Sociedade Anônima, aprovados pela Instrução Normativa DREI nº 10/2013, foram alterados pela Instrução Normativa DREI nº 26/2014.

prejudica o seu direito de participar nos lucros, na forma estabelecida na escritura de emissão<sup>3</sup>.

O disposto no § 3º deve ser interpretado em conjunto com o § 1º, mediante o qual a faculdade de impugnar a redução de capital somente pode ser exercida pelo credor quirografário. O titular da debênture com garantia real não é credor quirografário; faz parte da categoria de credores não sujeitos a rateio, ou seja, prefere aos demais credores da companhia relativamente ao valor do bem dado em garantia, sendo o seu crédito satisfeito prioritariamente com o produto da sua venda<sup>4</sup>. Apenas se o produto da venda de tal bem não for suficiente para o pagamento do crédito debenturístico é que este será reclassificado como quirografário e concorrerá com os demais credores. Nesse caso, o debenturista será considerado como quirografário, pelo saldo.

3 Ver os comentários ao art. 56 da Lei das S.A.

4 Ver os comentários ao art. 58 da Lei das S.A.

## CAPÍTULO XV

### EXERCÍCIO SOCIAL E DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

#### SEÇÃO I

#### EXERCÍCIO SOCIAL

**“Art. 175. O exercício social terá duração de 1 (um) ano e a data do término será fixada no estatuto.**

**Parágrafo único. Na constituição da companhia e nos casos de alteração estatutária o exercício social poderá ter duração diversa.”**

O exercício social é o período de levantamento das contas e apuração do resultado da companhia. Por meio do encerramento do exercício verifica-se a situação patrimonial em uma determinada data. A Lei das S.A. determina, no *caput* deste artigo, que (i) o exercício social terá a duração de 1 (um) ano; e (ii) a data do seu término deverá ser fixada no estatuto social. O exercício social pode corresponder ao ano civil, iniciando-se, portanto, em 1º de janeiro e terminando em 31 de dezembro – o que ocorre na maioria das companhias brasileiras, tendo em vista que a legislação do imposto de renda determina o levantamento do balanço nessa data<sup>1-2</sup> – ou compreender qualquer outro período, observada a duração de 1 (um) ano.

A anualidade do exercício social é princípio de ordem pública e, portanto, inderrogável. Ainda que a companhia, por disposição estatutária ou determinação legal esteja obrigada a elaborar demons-

1 Consta do art. 220 do Decreto nº 3.000/1999 (Regulamento do Imposto de Renda) que: “O imposto será determinado com base no lucro real, presumido ou arbitrado, por períodos de apuração trimestrais, encerrados nos dias 31 de março, 30 de junho, 30 de setembro e 31 de dezembro de cada ano-calendário (Lei nº 9.430, de 1996, art. 1º)”.

2 Sobre a separação da contabilidade societária e tributária, ver os comentários ao art. 177 da Lei das S.A.