



Coordenação
Prof. Arnaldo Wald
Min. Fernando Gonçalves
Prof.^a Moema Augusta Soares de Castro

Organização
Bernardo Vianna Freitas
Mário Tavernard Martins de Carvalho

SOCIEDADES ANÔNIMAS E MERCADO DE CAPITAIS

HOMENAGEM AO PROF. OSMAR BRINA CORRÊA-LIMA

Adriano Augusto Teixeira Ferraz
Alexandre Couto Silva
Arnaldo Wald
Bernardo Vianna Freitas
Carmen Godoy Vieira de Souza
Eduardo Augusto Caixeta Menezes
Eduardo Goulart Pimenta
Eduardo Oliveira Agostinho
Fátima Nancy Andrighi
Felipe Fernandes Ribeiro Maia
Fernanda Mattar Mesquita
Fernando Gonçalves
Gustavo César de Souza Mourão
Gustavo Oliva Galizzi
Humberto Theodoro Júnior
Ilene Patrícia de Noronha Najjarian
José Elias Alvarenga de Pádua
Júlio Antônio Nunes Queiroz
Laura Regina Da Riva

Leonardo Guimarães
Leonardo Netto Parentoni
Marcelo Andrade Féres
Marcello Augusto Lima Vieira de Mello
Marcia Carla Pereira Ribeiro
Maria Celeste Morais Guimarães
Mário Tavernard Martins de Carvalho
Maurício da Cunha Peixoto
Moema Augusta Soares de Castro
Modesto Carvalhosa
Natália Cristina Chaves
Nelson Eizirik
Newton De Lucca
Paulo Cezar Aragão
Ricardo Padovini Pleti
Rodrigo Almeida Magalhães
Sérgio Mourão Corrêa-Lima
Vinícius Rodrigues Pimenta
Walfrido Jorge Warde Júnior

QUARTIER LATIN

CONSIDERAÇÕES A RESPEITO DA CAPITALIZAÇÃO DE RESERVAS E LUCROS À LUZ DA LEI DAS SOCIEDADES POR AÇÕES

PAULO CEZAR ARAGÃO
FERNANDA MATTAR MESQUITA

1. INTRODUÇÃO E NATUREZA JURÍDICA DA OPERAÇÃO

A faculdade de a companhia aberta aumentar o seu capital mediante a capitalização de lucros ou reservas encontra-se expressamente prevista no Artigo 169 da Lei n° 6.404/76 ("LSA"¹).

Tal operação tem como principal característica a inexistência da entrada de novos recursos ao patrimônio da companhia, constituindo assim simples remanejamento de contas que o integram. Em virtude disso, trata-se de operação predominantemente contábil, na qual valores existentes nas demonstrações financeiras da companhia, até então contabilizados como lucro acumulado ou reserva (de lucros ou de capital), passam a ser registrados sob a rubrica de capital. Não há, da mesma forma, qualquer alteração no patrimônio do acionista, não havendo passagem de valores do patrimônio social para o patrimônio deste.

A capitalização tem natureza unitária, já que os valores são automaticamente transferidos da conta de reservas e/ou de lucros para a conta de capital, sem qualquer tipo de distribuição aos acionistas ou contribuição destes, não havendo, por conseguinte, subscrição ou integralização de ações pelos acionistas. Em alguns países estrangeiros, entende-se que essa operação tem natureza dupla, já que, por razões tributárias, ocorre a efetiva distribuição de lucros seguida de obrigatória subscrição de aumento de capital, o qual deve ser integralizado com tais lucros. Esse não é o caso do Brasil, onde, em regra, não há tributação incidente sobre as ações bonificadas emitidas² e nem necessidade de que a operação seja tratada como ocorrendo em duas fases³.

1 Todas as referências legislativas, salvo menção expressa, correspondem à LSA.

2 Se as reservas de lucros provierem de lucros apurados em exercícios sociais posteriores a 1995.

3 Ascarelli partilhava dessa opinião e utilizava as seguintes justificativas para defender que é inexata a tese segundo a qual a bonificação de ações representava uma dupla operação,

Nos termos do Artigo 169, a capitalização de lucros ou reservas pode tanto se realizar: (a) sem a emissão de novas ações, quando as ações da companhia não têm valor nominal; (b) por meio do aumento do valor nominal das ações existentes; ou, ainda, (c) com a emissão de novas ações (as chamadas bonificações em ações), tendo ou não as ações valor nominal.

Discutiremos aqui alguns aspectos societários e fiscais relativos à capitalização de lucros e reservas, especialmente quando a incorporação de lucros ou reservas ao capital resulta no crédito gratuito, em favor dos acionistas, de ações bonificadas, na proporção das suas participações no capital social.

2. ASPECTOS GERAIS SOCIETÁRIOS

2.1. DELIBERAÇÃO

Do ponto de vista procedimental, o aumento de capital por capitalização de reservas, por resultar na reforma do estatuto social, é, em princípio, de competência privativa da assembleia geral extraordinária, nos termos do artigo 122, I. Em virtude da sua natureza, a operação se completa na mesma assembleia que a deliberar, não sendo necessária a verificação ou a homologação posterior.

Não obstante, e apesar de não haver previsão legal expressa nesse sentido, a prática e a doutrina societária têm admitido, a nosso ver acertadamente, e sem que se conheça oposição da CVM, que, nas companhias com autorização para aumento de capital independente de reforma estatutária (ainda

conjugando distribuição de dividendos e reinvestimento dos mesmos no aumento de capital: "a) o aumento de capital com distribuição de ações gratuitas pode, com efeito, ser realizado através de nova avaliação dos bens sociais (art. 113 do Decreto-Lei n.º 2.627, de 26 de setembro de 1940); esta, ao contrário, não poderia ser utilizada para uma distribuição de dividendos; b) o aumento de capital com lucros, reavaliações ou reservas pode ser deliberado por maioria (arts. 104, 105, 113 do Decreto-Lei n.º 2.627, de 26 de setembro de 1940; arts. 135, 136 e 169 da Lei n.º 6.404, de 15 de setembro de 1976), ao passo que o reinvestimento dos dividendos em aumento de capital requer o consentimento individual de cada acionista [...]; c) o aumento de capital com lucros, reavaliações ou reservas pode ser realizado mediante um aumento do valor nominal das ações, ao passo que não o poderia um aumento de capital por subscrição, embora após uma anterior distribuição de dividendos". Posteriormente, concluía afirmando que "o fato de que o resultado econômico último de uma capitalização com fundos que já pertencem à sociedade equivale a uma distribuição destes fundos seguida de uma reinversão deles, não pode anular a diferença econômica e jurídica entre os dois casos, evidenciada no fato de que alcança, na primeira hipótese, por deliberação da maioria o que, na segunda, poderia resultar apenas do consentimento individual de todos os acionistas". (ASCARELLI, Tulio. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. 1ª Edição. Campinas: Bookseller, 2001. p. 635-636).

hoje chamadas de companhias "de capital autorizado", por razões meramente históricas), o conselho de administração possa capitalizar essas reservas independentemente de deliberação assemblear⁴. Para tanto, é suficiente que a autorização para aumento de capital esteja estatutariamente prevista, nos termos do Artigo 168, § 1º, e o montante dessa autorização comporte a capitalização pretendida. Nos termos do Artigo 166, em ambos os casos, deverá ser também ouvido o conselho fiscal, caso em funcionamento.

É importante notar que, quando deliberada pela assembleia geral, a capitalização de lucros ou reservas não precisa ser realizada na mesma ocasião da assembleia geral ordinária (por meio de assembleia extraordinária realizada cumulativamente). Poderá, inclusive, a companhia constituir reservas na forma da lei societária e do estatuto social para, em outra ocasião, proceder a essa incorporação dos lucros ao capital social. No entanto, convém recordar o fato de que, após a reforma legislativa de 2001, o novo § 6º do Artigo 202 estabelece que "os lucros não destinados nos termos dos artigos 193 a 197 deverão ser distribuídos aos acionistas", o que tornou inadmissível a manutenção de um saldo genérico em conta de lucros acumulados, para uma posterior destinação. Dessa forma, a assembleia geral deverá, obrigatoriamente, alocar todo o lucro não distribuído a uma das reservas objeto dos artigos 193 a 197⁵. Mesmo sem previsão específica no citado § 6º do Artigo 202, a assembleia geral extraordinária poderá, desde logo, deliberar aumentar o capital com o excedente do dividendo obrigatório não alocado a outras reservas, com ou sem a emissão de novas ações, mas não poderá destinar o saldo a contas como "reserva para aumento de capital"⁶ ou "lucros acumulados"⁷.

4 GUERREIRO, José Alexandre Tavares Guerreiro. *Regime Jurídico do Capital Autorizado*. São Paulo: Saraiva, 1984. p. 102-103.

5 A reserva legal (Artigo 193), as reservas estatutárias (Artigo 194), a reserva de contingências (Artigo 195) e os lucros retidos com base em orçamento de capital (Artigo 196). A reserva de lucros a realizar está submetida a disciplina diversa, que vincula à futura distribuição aos acionistas a parcela do dividendo obrigatório que corresponde a uma fração não realizada do lucro do exercício.

6 Exceto quando existir reserva estatutária de lucros sob essa rubrica.

7 Mesmo anteriormente à inclusão do §6º ao Artigo 202, a retenção de lucros por meio da destinação de valores para a conta de lucros acumulados sem a elaboração do correspondente orçamento de capital já não era vista com bons olhos, tendo a CVM se manifestado contrariamente a tal prática em várias ocasiões, dentre as quais podemos destacar a Nota Explicativa à Instrução CVM 59/86, na qual a CVM manifesta que "o entendimento da CVM é que, no caso de o estatuto estipular dividendo mínimo obrigatório, a totalidade do lucro do exercício deverá ter a sua destinação definida, não cabendo quaisquer retenções indiscriminadas na conta de lucro acumulados"; e, no Ofício Circular/CVM/SNC/SEP/Nº02/2000, afirma-se que:

A decisão tomada pela assembleia geral ou pelo conselho de administração, conforme o caso, favoravelmente à capitalização de lucros ou reservas, vinculará todos os acionistas, e assim, cada acionista participará do aumento na proporção da sua participação no capital social, independentemente da manifestação individual expressa de sua vontade neste sentido, aumentando, conseqüentemente, a sua responsabilidade social⁸. Não há tampouco previsão na LSA quanto à existência de direito de recesso do acionista com relação a tal deliberação, não restando a este nenhum remédio se não o de aceitar a capitalização deliberada pela maioria (exceto nos casos em que as novas ações distribuídas configurem uma das hipóteses previstas nos incisos I e II do art. 136 onde, nos termos do art. 137, surgiria o direito de retirada).

Somente nos casos em que a ordem do dia prever uma distribuição de dividendos sob a forma de dinheiro ou bens seguida de uma chamada de aumento de capital a ser facultativamente integralizado pela capitalização destes – caso em que não estaremos falando da operação típica de bonificação prevista no Artigo 169 – é que o acionista poderá de fato decidir se irá ou não receber ações adicionais.

Vale mencionar que a capitalização é ato absolutamente discricionário da assembleia geral ou do conselho de administração, sendo apenas obrigatório quando, nos termos do artigo 199, o saldo das reservas de lucros exceder o valor do capital social, hipótese em que a assembleia deverá deliberar a respeito da destinação do saldo excedente para o aumento do capital social ou para a distribuição de dividendos aos acionistas.

2.2. PROPORCIONALIDADE

Conforme previsto no *caput* do artigo 169, as bonificações de ações devem ser atribuídas aos acionistas da companhia na proporção do número de

[...] todo o resto remanescente do lucro não distribuído deve ser obrigatoriamente destinado, na forma da lei societária, não cabendo quaisquer retenções indiscriminadas, seja como reserva, seja na conta de lucros acumulados. As destinações feitas a título de retenção de lucros devem ser justificadas por orçamento de capital aprovado pela assembleia geral e a sua classificação deve ser feita, preferencialmente, em conta específica de reserva. Admite-se, no entanto, a sua classificação na conta de lucros acumulados desde que seja evidenciada a sua natureza e obedecidas as disposições do art. 196 da lei societária."

8 LUCENA, Jose Waldecy. *Das Sociedades Anônimas – Comentários à Lei*. Vol. II. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 809.

ações que possuírem, de forma a permitir aos acionistas que mantenham o mesmo percentual de participação societária originalmente detida, assegurando assim que não haja infração aos direitos fundamentais de acionistas de participarem dos lucros sociais e do acervo social em caso de liquidação da companhia, nos termos do Artigo 109.

Esta proporcionalidade deve ser preservada considerando-se o número total de ações existentes, independentemente de estarem integralizadas ou não, já que, do contrário, da operação resultará o desbalanceamento das participações societárias, afetando-se os direitos dos acionistas e o valor da participação de cada um deles⁹. Modesto Carvalhosa¹⁰ e Leães¹¹ entendem ainda que não há qualquer impedimento a que os lucros ou reservas capitalizados sejam utilizados para a integralização de capital subscrito, desde que seja respeitada a proporcionalidade entre os acionistas.

Vale lembrar que, nos termos conforme previsto no § 5º do Artigo 17, o estatuto social pode excluir ou restringir o direito das ações preferenciais com **dividendo fixo** de participar dos aumentos de capital decorrentes da capitalização de lucros ou reservas regulados pelo Artigo 169. Esta restrição, que reverteu uma restrição constante da redação original do § 4º do mesmo artigo, deriva do fato de que, caso tais lucros fossem distribuídos aos acionistas como dividendos, os detentores das referidas ações preferenciais a eles não fariam jus, e assim não seria justificável que os recebessem na forma de bonificações.

2.3. RESERVAS E LUCROS QUE PODEM SER CAPITALIZADOS

Conforme dito acima, inexistente obrigação de que a capitalização seja realizada no mesmo momento da assembleia geral ordinária (ou em assembleia geral extraordinária realizada cumulativamente) e, assim, de que a bonificação mediante capitalização de lucros seja realizada no âmbito da sua destinação anual. Desse modo, tanto os lucros do exercício anterior, não destinados na forma dos artigos 193 a 202, quanto aqueles do exercício podem ser capitalizados.

9 ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. In LAMY FILHO, Alfredo e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coordenadores). *Direito das Companhias*. Vol. II. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p. 1453.

10 CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 3ª Edição. São Paulo: Saraiva, 2003. p. 511.

11 LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Pareceres*. São Paulo: Singular, 2004. p. 325.

Os lucros apurados em balanços levantados em qualquer período, mesmo aqueles inferiores a um semestre, podem ser utilizados, desde que, obviamente, exista autorização estatutária para que a companhia possa levantar balanços em periodicidade inferior ao exercício social. Nesse caso, não se aplica a restrição prevista no § 1º do Artigo 204, para a distribuição de dividendos com base em balanços levantados em períodos inferiores, que limita o montante destes ao valor das reservas de capital. Isso porque, na operação de capitalização de lucros, não há por que se oferecer proteção adicional ao capital social em benefício dos credores. Ainda que a companhia venha, ao final do exercício, a apurar prejuízo, nenhum valor terá sido distribuído aos sócios com danos ao capital social.

Já o aumento de capital por incorporação de reservas pode ser realizado tanto pela capitalização das reservas que registram recursos que não advêm das operações da companhia, como são as reservas de capital de que trata o artigo 200, IV, quanto por meio daquelas reservas que resultam da apropriação do seu lucro (artigo 182, § 4º), o que inclui a reserva legal, as reservas estatutárias, as reservas para contingências e os lucros retidos com fundamento em orçamento de capital.

A reserva especial de dividendos não distribuídos (artigo 202, § 4º) e a reserva de lucros a realizar, embora sejam também reservas de lucros, não podem ser capitalizadas. Isso porque ambas têm destinação específica e exclusiva prevista na LSA. A reserva especial de dividendos não distribuídos deverá ser utilizada para absorver prejuízos em exercícios subsequentes e, caso isso não ocorra, o saldo lá alocado deverá ser distribuído como dividendo assim que permitir a situação da companhia. Segundo Modesto Carvalhosa¹², tal montante corresponde a um crédito não exigível dos acionistas que tinham direito ao dividendo obrigatório no momento em que ela foi criada, e conseqüentemente não pode ser confundida com as demais reservas de lucros da sociedade, sendo inclusive objeto de registro contábil específico, e por esse motivo não poderia ser diretamente capitalizada, já que a capitalização deve beneficiar todos os acionistas. Já a reserva de lucros a realizar, como a própria redação do § 2º do artigo 197 prevê, apenas poderá

12 CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *Estudos de Direito Empresarial*. São Paulo: Saraiva, 2010. p. 268.

ser utilizada para o pagamento do dividendo obrigatório que não pôde ser pago no exercício em que esta foi constituída¹³.

Além disso, é importante mencionar que a assembleia geral é soberana, nos limites da lei, para a decisão de todos os negócios relativos à companhia, inclusive quanto à alocação e à distribuição de seu lucro líquido (por exemplo, a parcela do resultado remanescente após as participações). Assim, mesmo que uma assembleia anterior tenha determinado a retenção da parcela do lucro e a sua alocação a uma reserva específica, nada impede que decisão assemblear posterior decida alocar ao capital social o saldo daquela reserva aumentando o capital social, com ou sem a distribuição de novas ações (ressalvados os casos específicos mencionados no parágrafo acima). O mesmo se aplica para o conselho de administração, no caso de haver previsão de capital autorizado.

2.4. CRITÉRIOS PARA A FIXAÇÃO DO PREÇO DE EMISSÃO DAS AÇÕES DISTRIBUÍDAS

Um ponto a ser considerado no aumento de capital mediante a capitalização de lucros ou reservas com a distribuição de novas ações é o preço de emissão, por assim dizer¹⁴, atribuído a tais novas ações. A lei societária brasileira é silente acerca do preço de emissão das ações bonificadas, exceto pela proibição genérica à emissão de ações por preço inferior ao seu valor nominal, aplicável às companhias com ações com valor nominal.

A Superintendência Jurídica da Comissão de Valores Mobiliários ("CVM") manifestou-se sobre o tema no Parecer CVM/SJU/Nº 043, de 08.07.85, quando afirmou que mesmo as companhias cujas ações não têm valor nominal deveriam se utilizar de critério equivalente para se determinar o preço de emissão das ações, nos termos a seguir transcritos:

13 Existem situações excepcionais que permitem a reversão dos valores registrados em contas de lucros a realizar para a conta de lucros acumulados e sua subsequente capitalização, conforme regulado pela Instrução CVM n.º 247/96. Conforme o Artigo 18 da referida instrução, as bonificações recebidas pela sociedade investidora não devem ser objeto de contabilização na conta do investimento na controlada, devendo ser revertida para a conta de lucros ou prejuízos acumulados a correspondente parcela que tiver sido destinada para a reserva de lucros a realizar. Esses valores, uma vez revertidos e em não sendo absorvidos por prejuízos acumulados, deverão ser considerados no cálculo do dividendo obrigatório do exercício em que for feita a reversão, podendo o excedente ser utilizado no aumento de capital, na distribuição de dividendos ou na alocação para reservas estatutárias, conforme deliberar a assembleia.

14 Trata-se, mais exatamente, do quociente da divisão do total das reservas a serem capitalizadas pelo número de ações a serem emitidas.

Mesmo, porém, que as ações não tenham valor nominal, na bonificação faz-se necessário ter um parâmetro para cálculo do número de ações, uma vez que, conforme se lê no citado Parecer/CVM/Nº 54, "deve-se considerar, antes de mais nada, que a ação, tenha ela valor nominal ou não, representa uma cota-parte de um capital e/ou de um patrimônio. Portanto, qualquer uma das duas possui um determinado valor em moeda, a que poderíamos chamar ideal, e que, nas ações com valor nominal, a este corresponde". Assim, parece-nos que no caso sob estudo se deve limitar o nº de ações emitidas em função do valor ideal das ações e do quantum das reservas a ser incorporado. O que exceder deste número transborda da sistemática da bonificação para configurar desdobramento.

Não resta claro se a Superintendência Jurídica adota como divisor¹⁵, nesse cálculo, o valor patrimonial da ação ou o impropriamente chamado **valor unitário** ou **valor nominal implícito**, resultado da divisão do capital social pelo número de ações¹⁶, mas o conceito de que qualquer excedente configura suposto desdobramento confunde dois conceitos totalmente distintos, impedindo que seja dado, às ações bonificadas, o tratamento específico fiscal (que se examinará adiante) e mesmo societário, como no caso do § 2º do art. 169.

Apesar de serem essas as únicas manifestações que encontramos no Direito Brasileiro sobre o tema, tal critério não pode ser considerado como o mais acertado ou mesmo determinante para a fixação do preço de emissão de ações. Isso porque, além de não haver embasamento legal que determine a sua aplicação obrigatória, não traz maior proteção aos investidores do que, por exemplo, a utilização de um dos critérios previstos no Artigo 170, tal como o valor de mercado das ações.

Recorrendo-se ao direito comparado para aprofundar o exame da questão, verificamos que, há alguns anos, a *Securities and Exchange Commission* dos Estados Unidos da América ("SEC") colocou em discussão um projeto de ato normativo destinado a solucionar esta questão, retirando-o da audiência após

15 É equivalente, aritmeticamente, dividir o total das reservas a ser capitalizado pelo número de ações a serem emitidas quanto dividir tais reservas pelo **preço de emissão**. No primeiro caso, o quociente será o **preço de emissão**; no segundo, o número de ações a serem emitidas.

16 Neste último sentido, cf.: CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *Estudos de Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1999. p. 12 a 16.

longo tempo ou, em outras palavras, desistindo de regular a matéria, em função da sua complexidade.

Por isto mesmo, entendemos que, da polêmica desenvolvida no sistema jurídico norte-americano, devemos aproveitar tão somente a manifestação de um autor clássico sobre direito societário¹⁷, que afirma que "quando as ações bonificadas não têm valor nominal, não há qualquer medida adequada do montante das reservas a serem transferidas para o capital"¹⁸.

De fato, numa companhia com o capital dividido apenas em ações ordinárias, ou com ações preferenciais que fazem jus ao recebimento de dividendo em valor igual àquele pago à ação ordinária, essa questão tem relevância apenas teórica, já que o número maior ou menor de ações atribuídas por força da capitalização das reservas não alterará a participação dos acionistas no capital da companhia ou na distribuição de seus resultados, não havendo, assim, qualquer necessidade de se recorrer aos critérios estabelecidos no Artigo 170 com o intuito de proteger os acionistas minoritários de eventual diluição injustificada ou da fixação de preço proibitivo para a participação em aumento de capital, ou mesmo daquele estabelecido pela Superintendência Jurídica da CVM.

Se, contudo, a companhia tem ações preferenciais com dividendo majorado em relação às ações ordinárias, ou outra vantagem, e as bonificações que se pretende entregar aos acionistas não forem da mesma espécie e classe das ações por eles possuídas, a questão torna-se um pouco mais complexa, uma vez que o aumento excessivo do número de ações preferenciais aumentará também a assimetria na distribuição dos dividendos. Nesses casos, é recomendável que o preço

17 BALLANTINE, Henry Winthrop. *On Corporations*. Chicago (EUA): Callaghan and Company, 1946. p. 485.

18 Do ponto de vista contábil norte-americano, o Comitê de Procedimentos Contábeis do *American Institute of Certified Public Accountants (AICPA)* recomenda que, no caso de inexistirem ações com valor nominal, o critério a ser seguido para a determinação do preço de emissão das ações varie em função do efeito da bonificação sobre a cotação das ações da companhia. Assim, recomenda-se: (a) que a determinação do valor a ser capitalizado (e, conseqüentemente, do preço de emissão das ações) não seja superior ao mínimo legal (que, nas companhias com ações sem valor nominal, é equivalente ao preço de emissão das ações emitidas quando da constituição da companhia) nos casos em que (i) o número de ações a serem emitidas seja tão alto que se espere que vá diminuir o valor de mercado da ação de forma significativa, bem como em (ii) companhias fechadas, em que a bonificação não vá produzir maiores efeitos; e (b) que o preço de emissão seja equivalente ao valor de mercado nos casos em que a quantidade de ações a serem emitidas seja tão pequena em comparação ao número de ações em circulação que não vá haver efeitos aparentes com a capitalização. Para esses fins, o número de ações emitidas é considerado alto quando a bonificação é feita em proporção superior a 25%, conforme regra da SEC. (in HENDRIKSEN, Eldon S., VAN BREDA, Michael F. *Accounting Theory*. 5ª Edição. EUA: Irving McGraw-Hill, 1992. p. 810-811).

de emissão se fundamente numa média do preço de mercado dos últimos pregões, ou em um dos demais critérios estabelecidos no Artigo 170.

2.5. CONCRETIZAÇÃO DA OPERAÇÃO DE BONIFICAÇÃO DE AÇÕES

Conforme exposto no item 2.1, a operação de bonificação de ações deverá ser objeto de deliberação pela assembleia geral extraordinária ou do conselho de administração, caso prevista autorização específica no estatuto social. Uma vez aprovada em um destes conclaves, o capital social será automaticamente aumentado no montante equivalente aos lucros e reservas capitalizados. Como afirma Ascarelli, nessa hipótese, “não há apenas deliberação do aumento, mas há a necessária e imediata realização deste, participando, cada acionista, do aumento e não tendo a possibilidade de deixar de participar”¹⁹.

A questão que se discute aqui é o momento em que ocorre a entrega definitiva das ações bonificadas aos acionistas, completando-se assim a deliberação da assembleia geral ou do conselho de administração, conforme o caso. Sobre esse tema, afirma José Waldecy Lucena²⁰ que a “a integralização, no aumento mediante capitalização de lucros ou reservas, é imediata, isto é, por ocasião da assembleia geral que aprovou a operação, quando então imediato passa a ser também o direito in concreto do acionista às ações bonificadas”. O referido autor lembra ainda que: “[...] tal se dá no plano interno da companhia. Já com relação a terceiros, fica-se na dependência do cumprimento das formalidades de arquivamento ou averbação, assim como da publicidade”.

2.6. TRATAMENTO DADO ÀS SOBRAS

Na forma do disposto no § 3º do artigo 169, na hipótese em que a bonificação é efetivada em razão não inteira, o que faz com que, em alguns casos, não seja possível atribuir um número inteiro de ações aos acionistas, as ações resultantes da composição das frações remanescentes serão vendidas em bolsa e o produto líquido da venda creditado em dinheiro aos acionistas correspondentes. Tal dispositivo determina ainda que, anteriormente a tal alienação, a companhia deverá fixar prazo, não inferior a 30 dias, durante os quais

os acionistas poderão convencionar a transferência das frações de ações entre si. Essa convenção prévia permite que os acionistas possam completar um número de ações tal que, depois de efetivada a operação de bonificação, não sobrem para ele frações de ações.

Referido parágrafo não disciplina, contudo, o tratamento que deveria ser dispensado às frações de ações das companhias fechadas, o que obrigou as supramencionadas sociedades a buscarem soluções com resultados equivalentes para os seus acionistas. Assim sendo, é comum que os próprios acionistas de tais companhias tentem se compor diretamente, ou ainda que a própria companhia recompre as ações resultantes da composição das frações remanescentes e deixe o produto dessa compra à disposição dos acionistas.

2.7. DISTINÇÃO ENTRE DIVIDENDOS E BONIFICAÇÃO E SEUS EFEITOS

A bonificação em ações, mesmo que seja vista como uma vantagem adicional para o acionista, não se confunde com o dividendo em dinheiro, identificação equivocada muitas vezes feita por duas razões: uma pelo fato de que, internacionalmente, a bonificação em ações é conhecida como *stock dividend*, o que transmite uma percepção equivocada da sua natureza jurídica, já que não é um verdadeiro dividendo; outra pelo fato de que outros sistemas jurídicos não conhecem o conceito de “dividendo mínimo obrigatório” do Artigo 202 e, assim, consideram a bonificação como uma “distribuição” adequada do resultado do exercício para o acionista.

Veja-se, por exemplo, o texto da lei do Estado de Delaware, no qual se acha incorporada a grande maioria companhias abertas norte-americanas:

§ 173 - Declaration and payment of dividends.

No corporation shall pay dividends except in accordance with this chapter. Dividends may be paid in cash, in property, or in shares of the corporation's capital stock. If the dividend is to be paid in shares of the corporation's theretofore unissued capital stock the board of directors shall, by resolution, direct that there be designated as capital in respect of such shares an amount which is not less than the aggregate par value of par value being declared as a dividend and, in the case of shares without par value being declared as a dividend, such amount as shall be determined by the board of directors. No such designation as capital shall be necessary if shares are being distributed by a corporation pursuant to a split-up or division of its stock

19 ASCARELLI, Tulio. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. 1ª Edição. Campinas: Bookseller, 2001. p. 625-626.

20 LUCENA, Jose Waldecy. *Das Sociedades Anônimas – Comentários à Lei*. Vol. II. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 817.

rather than as payment of a dividend declared payable in stock of the corporation. [Grifos nossos]²¹

Para as companhias brasileiras, ao contrário, o dividendo mínimo obrigatório deve ser sempre pago em dinheiro²², razão pela qual a bonificação não pode jamais corresponder a uma forma de pagamento do citado dividendo mínimo obrigatório, podendo apenas ter como origem o excedente do lucro e/ou as reservas depois de pago o referido dividendo mínimo obrigatório.

A própria natureza do dividendo não se confunde com a da bonificação: os dividendos constituem a parcela do lucro líquido correspondente a cada ação, entrando então na categoria dos frutos civis, já que podem ser considerados como o rendimento normal da ação. Por seu turno, a bonificação visa apenas, nas palavras de Leães, “a conservação do valor relativo da quota de participação do acionista”²³, e não pode ser considerada como mero acessório (fruto) da ação principal, e conseqüentemente se exigir que essas tenham a mesma natureza das ações que as originaram. Sobre esse tema, Orlando Gomes já ensinava que os

frutos se caracterizam por sua (i) periodicidade, (ii) inalterabilidade da substância e (iii) separabilidade da coisa principal²⁴. Dessa forma, como as ações que resultam da bonificação, ao contrário dos dividendos, não são produzidas periodicamente e implicam a diminuição do valor patrimonial das ações anteriores, alterando assim a sua substância, estas não podem ser consideradas como frutos.

Esse entendimento é partilhado pela doutrina predominante, que já reconheceu que as bonificações não se confundem com frutos. Pontes de Miranda já dizia que as ações emitidas em decorrência da bonificação configuram “extensão do bem e não frutos”²⁵. Trajano de Miranda Valverde, ao analisar a questão, afirmou que “como frutos não poderão ser consideradas tais distribuições, pois que lhe falta o caráter de periodicidade”²⁶. Arnoldo Wald segue na mesma linha, lembrando a distinção entre frutos e produtos: “[...] os primeiros são riquezas normalmente produzidas pelo capital, enquanto que os segundos constituem utilidades extraídas de um bem que não se reproduzem periodicamente e lhe reduzem o valor”. O autor conclui que: “[...] não há dúvidas que, enquanto os dividendos das ações constituem incontestavelmente frutos, as ações dadas em bonificação são produtos, pois não decorrem necessária ou normalmente da vida societária e importam em desvalorização das ações bonificadas”²⁷.

Por fim, o próprio Supremo Tribunal Federal já se posicionou sobre o tema no mesmo sentido – por exemplo, afirmando possuírem as bonificações de ações natureza diversa de fruto no Recurso Extraordinário 34.153, preferindo acórdão com a seguinte ementa: “[...] não são frutos e não se tornam disponíveis pelo fiduciário, ações novas distribuídas aos acionistas em consequência de incorporação de reservas ou fundos [...]”²⁸.

21 Livre tradução para o inglês da Delaware General Corporations Law: “Nenhuma companhia pode pagar dividendos exceto de acordo com as provisões deste artigo. Dividendos podem ser pagos em dinheiro, em bens ou em ações da própria companhia. Se o dividendo for ser pago em ações da própria companhia a serem emitidas para esse fim, o conselho de administração deverá, por resolução, instruir que seja considerado como capital um valor não inferior ao valor nominal, no caso de pagamentos de dividendos com ações com valor nominal, e, no caso de ações sem valor nominal serem declaradas como dividendo, o valor a ser determinado pelo conselho de administração. Tal designação como capital não será necessária no caso de as ações serem distribuídas por uma companhia como desdobramento ou divisão de ações ao invés de declaração de dividendo com pagamento em ações da companhia”.

22 Neste sentido é o entendimento predominante da doutrina e o da CVM, manifestado nos Pareceres CVM/SJU n.º 03, de 11/01/1983, e CVM/SJU n.º 74, de 26/07/1983, este último com base no argumento de ser o pagamento em bens incompatível com a norma prevista no artigo 202, III, que prevê o pagamento do dividendo obrigatório quando os valores de lucros a realizar forem realizados (ou seja, convertidos em dinheiro), bem como com aquela do §5º do mesmo artigo, que prevê o pagamento do dividendo diferido assim que permitir a situação financeira da companhia. Os argumentos não parecem muito convincentes, uma vez que o conceito contábil de “realização” não está necessariamente vinculado a realização financeira. Alguns autores, como Fabio Konder Comparato (*Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981) e Wilson de Souza Campos Batalha (*Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. Vol. III. Rio de Janeiro: Forense, 1977. p. 989) têm opinião diversa, não vendo ilegalidade no pagamento de dividendos obrigatórios em espécie e admitindo-o em qualquer hipótese. Por sua vez, Alfredo Lamy Filho (*A Lei das S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 1996), embora também tenham manifestado opinião no sentido de que, em regra, os dividendos obrigatórios devam ser pagos em dinheiro, admite o pagamento em espécie caso exista previsão estatutária autorizando-os.

23 LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Pareceres*. São Paulo: Singular, 2004. p. 325. Na mesma obra Leães esclarece, no que se refere a essa afirmação, que não quis dizer que a ação “se assimila a uma fração ideal do patrimônio líquido da sociedade, posto que sabemos que este não equivale ao capital, a não ser no raro momento em que a sociedade se constitui”.

24 GOMES, Orlando. *Introdução ao Direito Civil*. 7ª Edição. Rio de Janeiro: Forense, 2000. p. 232.

25 PONTES DE MIRANDA. *Tratado de Direito Privado*. 2ª Edição. Rio de Janeiro: Borsoi, 1954. t. 50, §5.329.7, p. 376.

26 VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedade por Ações*. 2ª Edição. Vol. II. Rio de Janeiro: Revista Forense, 1953. p. 259-260.

27 WALD, Arnoldo. *As Bonificações e o Regime de Bens*. In: Revista de Direito Mercantil. Vol. 30. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1978. p. 45.

28 Decisão proferida pelo Supremo Tribunal Federal em 22/10/64, nos autos do Recurso Extraordinário nº 34.153. Esse entendimento foi confirmado posteriormente em 08/10/1974 pela 1ª Turma do mesmo Supremo Tribunal Federal, no julgamento do Recurso Especial 70.192-SP, e, em 17/08/1979, pela 4ª Câmara de Direito Civil do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, no julgamento do Recurso de Apelação 282.103.

Adicionalmente, também já se reconheceu que as reservas correspondem ao patrimônio da própria companhia, e não a frutos civis ou acessórios de propriedade dos acionistas. Se fosse admitido que as reservas e fundos disponíveis pertencessem aos acionistas e não à sociedade, deveria concluir-se que os acionistas poderiam exigir a sua parte, quando o julgassem mais conveniente, ou que elas pudessem ser penhoradas em execuções movidas contra eles, o que seria inaceitável do ponto de vista jurídico.

Além disso, enquanto a distribuição de dividendos configura uma transferência de recursos do patrimônio social para o patrimônio individual dos acionistas, tal não ocorre na bonificação. Isso em virtude da natureza da operação de bonificação, em que há apenas o remanejamento de contas do patrimônio, não havendo qualquer ingresso de novos recursos. Ou seja, as ações bonificadas não geram qualquer acréscimo de participação para os acionistas que as detém, sendo que a nova quantidade de ações que passará a ser detida por cada acionista após a entrega das bonificações representará a mesma parcela do patrimônio líquido que as ações originalmente detidas por cada um deles representavam anteriormente à efetivação dessa operação.

3. PRINCIPAIS FINALIDADES DA OPERAÇÃO DE BONIFICAÇÃO DE AÇÕES

Tendo em vista a responsabilidade limitada dos sócios das sociedades anônimas e o atual regime do capital social no Brasil, que visa a garantir a proteção aos credores da companhia, a capitalização de lucros ou reservas tem como efeito o aumento dessa proteção, uma vez que ocorre um aumento da parcela do patrimônio líquido da companhia que está à disposição desses credores em definitivo, tendo em vista o princípio da intangibilidade do capital social. Nesse sentido, vale transcrever opinião de Luiz Antonio de Sampaio Campos²⁹:

Diferentemente do patrimônio da sociedade, que é essencialmente mutável de acordo com o desenvolvimento da vida social – e por isto mesmo, sujeito a flutuações –, o capital social, em oposição, é fixo e torna-se um ponto de referência permanente na vida financeira da

sociedade e, uma vez fixado, não pode ser alterado (a não ser cumpridas formalidades em hipóteses específicas), assegurando uma margem de garantia para os credores, um coeficiente de liquidez.

Adicionalmente, a companhia deve ser administrada visando à maximização do retorno de seus acionistas e, para tanto, deve-se buscar um ponto ótimo entre o percentual do lucro a ser distribuído aos acionistas anualmente e o percentual de lucro a ser retido pela companhia, sempre se levando em conta que, se por um lado ao acionista interessa receber o retorno de seu investimento no menor espaço de tempo possível, por outro, a ele também interessa que esse retorno seja significativo, o que pode demandar que um reinvestimento prévio dos lucros seja feito pela companhia.

Assim, a capitalização de lucros ou reservas normalmente tem por objetivo permitir que tal reinvestimento ocorra, de forma que a companhia se aproprie permanentemente de tais valores, utilizando-os em seus projetos e operações. Isso porque a lei societária atual impõe determinadas restrições à retenção de lucros e manutenção e/ou utilização de reservas. Conforme exposto no item 2.3, os lucros devem ser destinados anualmente na forma dos artigos 193 a 197. Por seu turno, o valor do saldo das reservas de lucro fica limitado ao valor do capital social, ao passo que a aplicação das reservas de capital somente pode se dar para um dos fins previstos no artigo 200, sendo a incorporação ao capital social um deles. É importante mencionar que a capitalização de lucros ou reservas com a emissão de ações bonificadas não traz, em princípio, qualquer vantagem em relação à capitalização sem a emissão de ações.

4. EFEITOS NO VALOR DA AÇÃO

Como resultado da emissão de ações bonificadas e entrega dessas aos acionistas na proporção das ações que anteriormente possuíam, o valor patrimonial das ações da companhia sofrerá uma redução proporcional à quantidade de novas ações que tiverem sido emitidas, o que, em tese, acabaria também se refletindo no seu valor de mercado.

Dessa forma, a partir do momento em que as ações passarem a ser negociadas sem o direito à bonificação (data posterior àquela em que tal operação tenha sido realizada), o seu preço teórico seria fixado com base no preço no fechamento do pregão do dia anterior, reduzido proporcionalmente na mesma razão em que a bonificação tiver sido feita.

29 CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. *Algumas Notas sobre a Utilização do Lucro do Exercício em Curso: Dividendo e Recompra*. in Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneo (coordenação de Marcelo Vieira Von Adamek). São Paulo: Malheiros, 2011. p. 421.

Em alguns casos, no entanto, essa redução tende a ser parcialmente revertida. Primeiramente porque o mercado tende a interpretar a operação de bonificação como um reinvestimento nas atividades produtivas da empresa, o que gera a perspectiva de provável crescimento e ganho futuro, e isso acaba refletindo no preço da ação. Em segundo lugar, um preço de cotação menor, que seja mais adequado ao perfil da ação, aumenta a liquidez da ação, o que pode acabar refletindo no seu preço.

5. ASPECTOS SOCIETÁRIOS CONTROVERSOS

5.1. NECESSIDADE DE QUE AS AÇÕES BONIFICADAS DISTRIBUÍDAS SEJAM DA MESMA ESPÉCIE E CLASSE DAS AÇÕES ORIGINAIS

Uma das questões mais discutidas pela doutrina no que tange à bonificação de ações é a possibilidade de distribuição aos acionistas de ações bonificadas de espécie diversa daquela da ação original.

Grande parte dessa discussão tem origem na inexistência de previsão legal específica a esse respeito, visto que o artigo 169 afirma apenas que a distribuição das novas ações entre os acionistas deva ser feita na proporção do número de ações que possuem. Não se faz, contudo, qualquer menção à obrigatoriedade ou não de que se deva também observar a proporcionalidade entre as ações de cada espécie possuídas pelos acionistas.

Para a análise da questão deve-se considerar, em primeiro lugar, o princípio da liberdade que norteia a evolução do direito comercial, sendo que não se pode entender que a ausência de regulação específica da matéria represente, de alguma sorte, a presunção de impossibilidade da operação. Dito isso, tem-se que a letra da lei permite a interpretação de que a bonificação deva obedecer apenas à proporção de ações totais detidas por cada um dos acionistas, e não a de ações da mesma espécie e classe.

É importante lembrar que a desproporção entre as espécies e as classes é expressamente admitida pela LSA. Primeiramente, o artigo 136, I, admite o aumento de classe existente de ações preferenciais, sem guardar proporção com as demais classes da mesma espécie de ações (na redação da Lei nº 10.303/01), desde que cumpridas as formalidades legais (por exemplo, assembleia com *quorum* qualificado, aprovação dos preferencialistas e eventualmente concessão do direito de retirada) ou desde que tais formalidades tenham sido afastadas por previ-

são estatutária anteriormente estabelecida. Além disso, a assembleia geral extraordinária tem ainda competência para deliberar a conversão de ações ordinárias em ações preferenciais, o que deve ser feito observando a porcentagem de ações totais detidas por cada acionista.

A própria Superintendência Jurídica da CVM reconheceu a legitimidade da bonificação realizada mediante distribuição de ações bonificadas de tipo diverso das originais nos Pareceres CVM/SJU/161/79³⁰, CVM/SJU/32/82³¹ e CVM/SJU/47/84³².

A mesma CVM emitiu ainda o Parecer de Orientação CVM nº 3, de 15 de março de 1979, quando manifestou o mesmo entendimento, nos seguintes termos:

[...] a capitalização de reservas (obrigatória somente quando determinados limites, em função do capital social, eram atingidos) abria para a sociedade, cujo capital se dividisse em ações ordinárias e preferenciais, a opção entre bonificar os acionistas com novas ações de espécies determinadas segundo a proporção das ações existentes, ou alterar esta proporção, até mesmo bonificando-os através da exclusiva emissão de ações ordinárias.

Deve-se notar, porém, que alguns autores, como Modesto Carvalhosa e Cunha Peixoto, entendem que as ações a serem emitidas em decorrência de operação de bonificação devam ser de mesma espécie e classe das ações originalmente detidas pelos acionistas. Modesto Carvalhosa defende a sua

30 Parece-nos útil transcrever o seguinte trecho do parecer: "a Lei nº 6.404/76, no seu Artigo 169, assim como a Lei nº 2.627/40 no Artigo 113, não se refere à espécie ou classe de ações que bonificarão as antigas, mas apenas que os acionistas receberão ações novas, na proporção das ações que possuem. A questão sobre a admissibilidade de se bonificar ações antigas com ações de espécie e classe diversa era aberta à discussão doutrinária na Lei anterior. No regime atual, há dispositivos legais que sujeitam a quebra de proporção entre as classes de preferenciais existentes (e de ordinárias, como é o pensamento da CVM), ao quorum qualificado e conferem aos dissidentes da deliberação assemblear o direito de recesso, salvo se já prevista ou autorizada pelo Estatuto (Artigo 136 e 137). Não há determinação alguma que exclua destes dispositivos qualquer forma de emissão de ações, pelo que, pelo simples fato de constituir um procedimento de aumento de capital, a bonificação deve reger-se pelo disposto nos artigos supracitados".

31 Vale transcrever o seguinte trecho do parecer: "[...] para concluir, entendemos que o acionista deverá receber em bonificação ações da mesma categoria daquelas de que originam, tendo em vista não só o resguardo de seus interesses patrimoniais, como também o equilíbrio das relações societárias, salvo se tal possibilidade estiver prevista no estatuto ou resultar de deliberação com quorum qualificado, cabendo, neste caso, o exercício de direito de recesso. Se a medida resultar de deliberação assemblear, dependerá, para sua eficácia, de prévia aprovação ou ratificação, por titulares de mais da metade da classe de ações preferenciais interessada".

32 Podemos transcrever a seguinte ementa: "[...] as ações bonificadas, embora, em princípio, devam ser da mesma espécie e classe das que lhe deram origem, podem não sê-lo, desde que autorizado em assembleia especial pelos acionistas afetados".

posição no princípio de preservação do interesse patrimonial dos acionistas, inspirado no texto do artigo 2.442 do Código Civil Italiano, ao passo que Cunha Peixoto entende que, sendo a bonificação um “filhote” da ação originalmente possuída, esta deve partilhar a mesma natureza.

Como já manifestado acima, não compartilhamos da mesma opinião. Em primeiro lugar, o argumento da preservação do interesse patrimonial é improcedente, já que, embora a LSA proteja o interesse dos acionistas em sempre participar dos aumentos de capital (impedindo assim a sua diluição injustificada), seja pelo direito de preferência na subscrição de novas ações (art. 171), seja na capitalização de lucros ou reservas (art. 169), em nenhum momento ela dá a entender que o escopo dessa proteção alcançaria a preservação da participação dos sócios em cada espécie e classe do capital social; pelo contrário, já que a redação dos artigos acima referidos deixa claro que a proteção almejada alcança apenas a preservação do percentual de ações detido por cada acionista considerando-se o conjunto de todas as ações da companhia.

Além disso, por mais que a opção legislativa italiana seja a de prever que as bonificações devam seguir a natureza das ações originais, esta não configura princípio jurídico de suposta validade universal ao qual devemos seguir. Pelo contrário, mesmo porque um rápido exame de direito comparado permite verificar que várias jurisdições admitem que as bonificações devam seguir a natureza das ações originais, como o direito francês, o inglês e o norte-americano.

Adicionalmente, consideramos, conforme já tratado em item específico, que existe um equívoco em se considerar a bonificação como mero acessório (fruto) da ação principal, e conseqüentemente se exigir que essas tenham a mesma natureza das ações que as originaram, entendimento este compartilhado pela CVM, conforme se pode depreender da leitura do Parecer CVM/SJU/N.º 043/85 no qual se afirma que “não sendo frutos, do ponto de vista de sua natureza, as ações bonificadas não terão de ser, necessariamente, da mesma classe ou espécie que as antigas”³³.

33 Nesse mesmo parecer, fica claro que a bonificação constitui, na verdade, um produto ou acréscimo da ação anterior, não se confundindo com fruto, conforme se depreende do trecho a seguir: “[...] ações que resultam da bonificação são produto das anteriores, e o nome de filhotes é meramente resultado de uma comparação. São um produto no sentido de que correspondem a um direito próprio que o titular da ação tem de participar das reservas existentes, direito que já se acha expresso no valor patrimonial do título, quase sempre diverso

Não há assim, a tal respeito, necessidade de que as ações bonificadas distribuídas sejam da mesma espécie e classe das ações originais. Em outras palavras, a companhia pode distribuir ações preferenciais mesmo para os titulares das ações ordinárias, cabendo apenas verificar se, pelo estatuto social, está presente a autorização para o aumento de proporção das ações preferenciais de uma classe em relação à(s) outra(s) classe(s) de ações preferenciais, sem o que poderá a capitalização desproporcional eventualmente ensejar direito de retirada, nos termos da redação do Artigo 136, I, e exigir a realização de assembleia especial, conforme previsto no parágrafo primeiro desse mesmo artigo.

Vale notar, entretanto, que, nesse caso, as ações deverão ser entregues aos acionistas proporcionalmente e em igualdade de condições, respeitando-se o disposto no § 1º do Artigo 109. Ou seja, não é possível “escolher” determinados acionistas para receberem ações preferenciais e outros para receberem ações ordinárias, por exemplo. Todos os acionistas da mesma classe e espécie devem receber, obrigatoriamente, o(s) mesmo(s) tipo(s) de bonificação(ões).

Além disso, deverá ser respeitado o limite de emissão de ações preferenciais previsto no § 2º do Artigo 15. Assim, é claro que se o aumento do número de ações pela capitalização de reservas for efetuado apenas (ou predominantemente) com a emissão de ações preferenciais, isso teria um efeito negativo quanto à capitalização futura da companhia pela captação de novos recursos, já que a capacidade de emitir novas ações preferenciais para subscrição em bens ou dinheiro (ou mesmo em operações de reestruturação societária, como a incorporação de outras sociedades) poderia ficar até certo ponto limitada, sob pena da obrigatória emissão de ações ordinárias, com a redução da margem de controle representada pelo percentual de ações ordinárias do grupo controlador, se não acompanhasse o aumento.

Deverá ser analisado, por fim, o cabimento do pagamento de reembolso aos acionistas que dissentirem da deliberação com fundamento nos Artigos 136, I, e 137. Isso porque, não obstante a criação de novas ações preferenciais ser uma das hipóteses que autorizam o acionista a retirar-se da

o valor nominal. Sendo produto, é algo que das ações se retira, com diminuição de sua substância. De fato, quando da distribuição de ações por capitalização de reservas há uma diminuição de seu valor patrimonial, correspondente ao aumento do número de títulos desdobrados”.

companhia, a doutrina predominante³⁴ entende que, para que o acionista possa legitimamente manifestar a sua pretensão e retirar-se da companhia, é absolutamente necessária a existência de prejuízo efetivo. Tal entendimento tem como fundamento a finalidade do direito de recesso, qual seja, o equilíbrio dos conflitos entre os interesses dos acionistas majoritários e minoritário. Assim, é necessário que tal conflito exista efetivamente ou, em outras palavras, que a decisão pela capitalização com emissão de ações preferenciais aos titulares de ações ordinárias tenha atingido, de algum modo lesivo, os interesses dos preferencialistas.

A necessidade de prova de prejuízo efetivo também encontra respaldo no Poder Judiciário. O próprio Superior Tribunal de Justiça confirmou a necessidade da ocorrência de prejuízo para exercício de recesso, conforme trecho de acórdão abaixo transcrito:

Comercial. Sociedade anônima. Direito de Recesso pela criação de ações preferenciais. Necessidade de ocorrência de prejuízo como pressuposto da retirada (arts. 136, I e 137 da lei 6.404/76). Recurso desacolhido. O direito de retirada do sócio da sociedade anônima inconformado com a deliberação de criação de nova classe de ações preferenciais não é ilimitado, dependendo, assim, da demonstração de prejuízo em seu desfavor, sob pena de se transformar o recesso em mera venda de ações, o que escapa à finalidade do instituto.³⁵

Assim, salvo se restar comprovado que a distribuição de bonificações em ações preferenciais, de modo uniforme, gerou prejuízos efetivos para os detentores de ações preferenciais, não poderão estes exercer legitimamente o seu direito de retirada.

5.2. POSSIBILIDADE DE BONIFICAÇÃO DE AÇÕES EM TESOURARIA

Até pouco tempo atrás, a doutrina era praticamente pacífica em não admitir a possibilidade de bonificação de ações em tesouraria, em virtude de

terem estas suspensos os seus direitos patrimoniais e políticos, nos termos do §4º do artigo 30³⁶.

A própria CVM já havia se manifestado formalmente a respeito na Nota Explicativa nº 16/80, que dá orientações sobre a interpretação da Instrução CVM nº 10/80, afirmando que “o ganho inegável obtido pelos acionistas com a capitalização de lucros e reservas não seria de se estender à companhia, sob pena de torná-la sócia de si mesma”, concluindo que “bonificar as ações em tesouraria, em decorrência da capitalização de lucros e reservas, importaria permitir que a companhia participasse dos lucros sociais”.

Entretanto recentemente prevaleceu, no âmbito da CVM, um novo entendimento, defendido por Carlos Eduardo Bulhões Pedreira e Luiz Alberto Colonna Rosman, no sentido da possibilidade de bonificação de ações em tesouraria. Essa corrente defende, a nosso ver acertadamente, que a suspensão do direito a dividendo previsto no § 4º do artigo 30 não alcança o recebimento de ações bonificadas e que o entendimento original da CVM acima referido é equivocado, já que equipara as bonificações de ações à participação nos lucros sociais, confundindo assim os conceitos de “dividendos” e “bonificações de ações”, que, conforme já se viu no item 2.7 do presente Artigo, têm naturezas distintas.

De fato, se considerarmos que o artigo 169 autoriza que a capitalização de lucros ou reservas ocorra com ou sem a emissão de novas ações, e que ambas as operações geram o mesmo efeito, qual seja, o de incorporar lucros ou reservas ao capital social, temos que o efeito de uma ou de outra sobre a proporção de ações em tesouraria *versus* a quantidade de ações em circulação não deveria ser diverso.

Essa questão ganhou especial atenção nos últimos tempos, quando se tornaram mais comuns as outorgas de opções de compras de ações a executivos de companhia aberta, bem como a utilização de ações em tesouraria para atendê-las.

34 Podemos citar, como partidários deste entendimento, Wilson de Souza C. Batalha (*Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. Vol. II. Rio de Janeiro: Forense, 1977. p. 645); Sampaio de Lacerda (*Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. Vol. III. São Paulo: Saraiva, 1978. p. 138); Mauro Rodrigues Penteadó (*Dissolução e Liquidação de Sociedades*. Brasília: Brasília Jurídica, 1995. p. 193); e Ana Luiza Prisco Paraíso (*O Direito de Retirada na Sociedade Anônima*. 2ª Edição. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2000. p. 136).

35 Acórdão no Recurso Especial 31.515/SP. Relator Ministro Sálvio de Figueiredo Teixeira, In: EIZIRIK, Nelson. *Sociedades Anônimas: Jurisprudência*. Vol II. Rio de Janeiro: Renovar, 1998. p. 107.

36 Modesto Carvalhosa é um dos partidários desta corrente, defendendo que isso criaria uma situação na qual a sociedade se tornaria credora de si própria, da seguinte forma: “[...] somente quando voltarem à circulação é que as ações em tesouraria readquirirão os direitos que lhe são inerentes. Seria, com efeito, um contra-senso admitir-se que a companhia, titular de ações em tesouraria, viesse a ser credora de si mesma, reivindicando direito a bonificação em ações. Consequentemente, as bonificações em ações com valor nominal serão distribuídas proporcionalmente àquelas em circulação. Da mesma forma, as bonificações eventualmente distribuídas às ações sem valor nominal deverão restringir-se às que estejam em circulação, excluído o lote em tesouraria.” (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 3ª Edição. São Paulo: Saraiva, 2003. p. 512).

Tais companhias enfrentavam um impasse quando surgia a necessidade de se capitalizarem lucros e reservas e se desejava realizar tal operação por meio da emissão de novas ações, já que isso fazia com que o saldo de ações em tesouraria então existente fosse proporcionalmente reduzido. Como a grande maioria dos planos de opção de compra de ações contém cláusulas que atualizam a quantidade de ações outorgadas na hipótese de bonificações serem deliberadas pela companhia (até como forma de preservar o valor das opções), as companhias viam-se então obrigadas a novamente ir a mercado recomprar ações para reconstruir o seu estoque de ações em tesouraria, para fazer frente ao exercício das opções já outorgadas, o que acabava por onerá-las desnecessariamente, e assim indiretamente os seus acionistas.

Algumas companhias, inclusive, passaram a ignorar a regulamentação emitida pela CVM e a bonificar as suas ações em tesouraria.

Levada a questão à análise da CVM novamente em 2008, no Processo CVM RJ 2008/6446 (Reg. Col. 6164/2008), o Colegiado decidiu, por maioria de votos, e com fundamento na diferença existente entre dividendos e bonificações de ações, que as ações em tesouraria deveriam ser bonificadas. Nesse sentido, vale transcrever trecho da declaração de voto da Presidente Maria Helena Santana, no contexto de sua análise da viabilidade jurídica da bonificação de ações em tesouraria, conforme abaixo:

[...] a bonificação não se confunde com dividendo, sendo desprovida das características essenciais deste. E como a Lei das S.A. retira apenas os direitos ao recebimento de dividendos e de voto das ações mantidas em tesouraria (art. 30, §4º da Lei das S.A.), concluo que a Lei das S.A. não impede que tais ações também sejam bonificadas em ações, assim como o são as ações em circulação.

Notamos que referida decisão ainda aprovou que fosse alterada a Nota Explicativa à Instrução 10/80, para que se estabelecesse claramente a nova interpretação da CVM a respeito. Embora não tenhamos localizado alteração a tal Nota Explicativa, no OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SEP/Nº001/2010 emitido pela CVM, o entendimento acima é reforçado³⁷.

37 Essa orientação está no item 30 do referido ofício-circular, sob o título "Bonificação de Ações em Tesouraria", cujo inteiro teor é abaixo transcrito: "em reunião realizada em 25.11.2008 (disponível na página da CVM na Internet), o Colegiado da CVM entendeu ser procedente a alteração do número de ações em tesouraria, sempre que a companhia aprovar qualquer

6. ASPECTOS FISCAIS: O EFEITO DA CAPITALIZAÇÃO NA ATUALIZAÇÃO DO CUSTO DE AQUISIÇÃO.

A capitalização de lucros ou reservas se verifica sem que daí resulte nenhum ônus fiscal para a companhia, sendo certo apenas que a capitalização de reservas de lucros anteriores a 1996 (exceto 1993) está sujeita a restrições quanto à redução do capital, em regra nos cinco anos anteriores ou subsequentes à capitalização³⁸.

Como as reservas de lucros e de capital são basicamente os dois tipos de reservas hoje existentes³⁹, com a extinção da reserva de reavaliação (cuja capitalização, de toda sorte, tinha toda uma disciplina distinta que não vem mais ao caso analisar), pode-se assim concluir que a capitalização das reservas de lucros e capital não constitui, em regra, ônus fiscal para a pessoa jurídica que procede a tal incorporação de reservas ao capital social.

Vale o mesmo para o sócio ou acionista, pessoa física ou jurídica, da companhia que tem as reservas de capital ou lucro incorporadas ao capital social.

Conforme já exposto brevemente na introdução do presente artigo, durante algum tempo entendeu-se que a operação de capitalização de lucros teria natureza dupla, correspondendo a uma distribuição de dividendos seguida da respectiva incorporação ao capital social, e, assim, não sendo tributada a distribuição de dividendos, a sua incorporação ao capital social tampouco o deveria ser, para o acionista que recebe as novas ações.

Essa explicação teórica da natureza jurídica do aumento de capital por incorporação de reservas não tem mais aceitação, ao menos no âmbito do

bonificação de suas ações, corrigindo deste modo a expressão numérica do volume das ações de emissão própria em poder da empresa, sem que isso tenha como consequência a modificação do saldo daquela conta patrimonial. O fundamento para esta posição é que a bonificação constitui-se em mero procedimento contábil em que, ao aumentar-se a cifra do capital social, em contrapartida à redução de reserva de lucro, a decorrente entrega de ações não representa transferência de valor da companhia aos seus acionistas via distribuição de lucro."

38 Esse conceito, tradicional no direito fiscal, tem que ser aplicado agora com um grão de sal: segundo o inciso **Parágrafo único** do art. 4º da Instrução Normativa RFB no. 949/09, a redução do capital após a capitalização da reserva de incentivos fiscais prevista no art. 195-A, oriundo da reforma da Lei nº. 11.638/07 e que constitui uma subespécie das reservas de lucros, resultará em tributação do respectivo valor **sem qualquer limitação de tempo**. Vale o mesmo para a redução do capital subsequente à capitalização do prêmio na emissão de debêntures, segundo o inciso I do § 2º do art. 5º da citada Instrução Normativa.

39 A nova reserva de incentivos fiscais prevista no Artigo 195-A, oriundo da Lei no. 11.638/07, nada mais é do que uma destinação do lucro líquido, que permite a exclusão do respectivo valor da base de cálculo do dividendo mínimo obrigatório.

direito mercantil, mas o princípio prevalece ainda no direito tributário. Assim, não sendo tributada a distribuição de lucros apurados em 1993 ou após 1996, a sua capitalização tampouco é fato gerador de imposto de renda para o sócio ou acionista⁴⁰.

Para o acionista que recebe os dividendos não tributados, por outro lado, prevalecia, em regra, o conceito de que a base de cálculo para apuração do ganho de capital em caso de alienação de ações é, sempre, o respectivo custo de aquisição, sem alterações por força da distribuição de resultados ou sem a incorporação ao custo (fiscal) de aquisição dos resultados positivos ou negativos da sociedade onde se fez o investimento, ressalva feita às pessoas jurídicas com participação relevante e influência significativa na sociedade objeto do investimento, que podem adotar o chamado método da equivalência patrimonial ("MEP").

A LSA foi explícita, por sinal, a tal respeito, mencionando no artigo 183, III que – exceto no caso de adoção do MEP –, o custo de aquisição do investimento, para a pessoa jurídica investidora, “não será modificado em razão do recebimento, sem custo para a companhia, de ações ou quotas bonificadas”. O conceito foi reproduzido, para fins fiscais, no Artigo 381 do Decreto 3000/99⁴¹ (“RIR”).

No entanto, o parágrafo único do Artigo 10 da Lei nº 9.249/95 (reproduzido no Artigo 135 do RIR) instituiu uma exceção a esta regra da inalterabilidade do custo de aquisição, admitindo, para as pessoas físicas, que:

No caso de quotas ou ações distribuídas em decorrência de aumento de capital ou incorporação de lucros apurados a partir do mês de janeiro de 1996, ou de reservas constituídas com esses lucros, o custo de aquisição será igual à parcela do lucro ou reserva capitalizado, que corresponder ao sócio ou acionista.

As pessoas jurídicas, por outro lado, têm norma idêntica constando do parágrafo único do Artigo 383 do RIR:

No caso de quotas ou ações distribuídas em decorrência de aumento de capital ou incorporação de lucros apurados a partir do mês de janeiro de 1996, ou de reservas constituídas com esses lucros, o custo de aquisição

será igual à parcela do lucro ou reserva capitalizada, que corresponder ao sócio ou acionista.

Em outras palavras: se o acionista receber ações com base em reservas e lucros cuja capitalização não seria tributada, por haverem sido apurados a partir de janeiro de 1996, a parcela de tais lucros ou reservas que caberia ao acionista não apenas está isenta de tributação para a pessoa jurídica que os capitalizar, como também atualizará a base de custo do acionista pessoa física ou jurídica, para uma eventual apuração futura do ganho de capital tributável.

Dessa forma, sem descapitalizar a companhia com distribuições de dividendos acima do obrigatório, o acionista vê aumentado o seu custo de aquisição que serve de base para a apuração do ganho de capital em caso de venda de ações⁴².

Uma leitura literal do texto da lei, reproduzida no RIR, que alude a “quotas ou ações distribuídas”, tem feito com que algumas companhias abertas, ao capitalizarem lucros ou reservas, adotem ainda a prática, até certo ponto ultrapassada, de distribuírem novas ações aos seus acionistas (por exemplo, as aqui tratadas bonificações), que na reforma se buscou desestimular, para evitar uma “ilusão de ganho” característica de um mercado de capitais incipiente e de uma economia inflacionária.

Sempre foi objeto de análise a possibilidade de que esta capitalização de lucros ou reservas fosse feita **sem a distribuição de novas ações**, pelos custos de implantação que as bonificações representam e, acima de tudo, pelo custo adicional que geram, principalmente, nos casos das companhias brasileiras com certificados de depósito de ações no exterior (“ADRs”), para os titulares dos referidos ADRs, já que, no mercado externo, o número de ações alienadas usualmente impacta o custo de transferência junto aos bancos depositários (uma vez que novos ADRs serão emitidos, fazendo com que uma mesma operação passe a envolver um número maior e custos de transação aumentados), tornando as operações mais onerosas para os investidores estrangeiros de portfólio (por exemplo, feitos com base da Resolução CMN nº 2.689), que estariam, em qualquer caso, isentos de tributação sobre ganho de capital.

40 Decreto 3.000/99 (Regulamento do Imposto de Renda – RIR - art. 659 e 662).

41 Conforme atualizado posteriormente até 2010.

42 Algumas outras companhias têm seguido a prática de distribuir dividendos em dinheiro e imediatamente proceder a uma chamada de capital em valor próximo.

Para esses investidores de portfólio, desse modo, a distribuição de novas ações em bonificação não tem real sentido econômico, apenas aumentando o custo de transação.

Nos últimos anos, contudo, a Receita Federal do Brasil divulgou Soluções de Consulta com base nas quais se reconhece que, em ambos os casos (por exemplo, na capitalização de reservas com ou sem a emissão de novas ações), o custo (fiscal) de aquisição dos acionistas pode sofrer ajuste⁴³.

Assim, segundo esse novo entendimento, a distribuição de novas ações não é necessária para o gozo do benefício de aumento do custo (fiscal) de aquisição para as pessoas físicas ou jurídicas, ainda que os citados artigo 135 e 383, parágrafo único, do RIR aludam a esse fato, uma vez que – como lembrado – com ou sem a emissão de novas ações, estão sendo incorporadas, ao capital social, reservas que, se distribuídas como dividendos e imediatamente capitalizadas, resultariam em um aumento da base de cálculo do investimento total realizado, também sem tributação.

E, como visto acima, é perfeitamente justificável que assim seja, já que não apenas o resultado econômico é o mesmo para o acionista, com ou sem emissão de novas ações, como também não há razão para que a capitalização de reservas nessas circunstâncias tenha tratamento menos favorecido, se a companhia pode proceder a essa capitalização de suas reservas sem alterar o número de ações (inclusive aumentando o valor nominal das existentes, quando for o caso).

43 Para referência, sugerimos consultar as respostas nos Processos de Consulta n.º 55, 56, 57 e 58/08 da Superintendência Regional da Receita Federal – SRRF / 6ª RF, conforme publicação no *Diário Oficial* em 02/06/2008.

O PAPEL E O DEVER DA CVM NA FISCALIZAÇÃO DAS INFORMAÇÕES PRESTADAS POR COMPANHIAS ABERTAS DE ECONOMIA MISTA

MÁRIO TAVERNARD MARTINS DE CARVALHO

I – AS COMPANHIAS ABERTAS DE ECONOMIA MISTA

A Constituição da República de 1988 prevê:

Art. 173. Ressalvados os casos previstos nesta Constituição, a exploração direta de atividade econômica pelo Estado só será permitida quando necessária aos imperativos da segurança nacional ou a relevante interesse coletivo, conforme definidos em lei.

Inicialmente, depreende-se que a participação direta do Estado na exploração da atividade econômica é vista pela Constituição da República como exceção, devendo, quando for o caso, ser implementada mediante a constituição de empresas públicas ou sociedades de economia mista. A empresa pública pode ser formada sob qualquer tipo societário, devendo sua criação ser autorizada por lei. Uma vez que se trata de uma pessoa jurídica com um único sócio, na qual 100% da participação pertence a um ente público, não será a empresa pública objeto do presente artigo.

Já a sociedade de economia mista, ao lado de sua criação depender de uma autorização legislativa, somente pode ser constituída sob a forma de sociedade anônima. Na sociedade de economia mista, haverá pelo menos dois sócios, sendo que o controlador deverá ser um ente público. Sobre as sociedades de economia mista, ensina a Profa. Maria Sylvia Zanella Di Pietro:

Quanto à forma de organização, o artigo 5º do Decreto-Lei 200/67 determina que a sociedade de economia mista seja estruturada sob a forma de sociedade anônima e, a empresa pública, sob qualquer das formas admitidas em direito; disso decorre que a primeira é sempre sociedade comercial e a segunda pode ser civil ou comercial.¹

1 DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. *Direito Administrativo*. 19 ed. São Paulo: Atlas, 2006.