

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS  
FACULDADE DE DIREITO

**A PROBLEMÁTICA DA ESCOLHA DE CRITÉRIOS PARA FIXAÇÃO DO PREÇO  
DE EMISSÃO DE AÇÕES NAS SOCIEDADES ANÔNIMAS**

Gabriel Machado Braga

RIO DE JANEIRO

2017

Gabriel Machado Braga

A PROBLEMÁTICA DA ESCOLHA DE CRITÉRIOS PARA FIXAÇÃO DO PREÇO DE  
EMISSÃO DE AÇÕES NAS SOCIEDADES ANÔNIMAS

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção do grau de bacharel em Direito, sob a orientação do Professor Dr. João Marcelo de Lima Assafim.

RIO DE JANEIRO

2017

### CIP - Catalogação na Publicação

M813p Machado Braga, Gabriel  
A PROBLEMÁTICA DA ESCOLHA DE CRITÉRIOS PARA  
FIXAÇÃO DO PREÇO DE EMISSÃO DE AÇÕES NAS SOCIEDADES  
ANÔNIMAS / Gabriel Machado Braga. -- Rio de Janeiro,  
2017.  
156 f.

Orientador: João Marcelo de Lima Assafim.  
Trabalho de conclusão de curso (graduação) -  
Universidade Federal do Rio de Janeiro, Faculdade  
de Direito, Bacharel em Direito, 2017.

1. fixação do preço de emissão de ações. 2.  
critérios para precificação de ações. 3. direito das  
companhias. 4. nulidade de deliberação assemblear.  
5. responsabilidade da administração. I. de Lima  
Assafim, João Marcelo , orient. II. Título.

**CDD 342.2292**

Elaborado pelo Sistema de Geração Automática da UFRJ com os  
dados fornecidos pelo(a) autor(a).

**GABRIEL MACHADO BRAGA**

**A PROBLEMÁTICA DA ESCOLHA DE CRITÉRIOS PARA FIXAÇÃO DO PREÇO DE  
EMISSÃO DE AÇÕES NAS SOCIEDADES ANÔNIMAS**

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção do grau de bacharel em Direito, sob a orientação do Professor Dr. João Marcelo de Lima Assafim.

Data da Aprovação: \_\_\_\_ / \_\_\_\_ / \_\_\_\_.

Banca Examinadora:

---

Joao Marcelo de Lima Assafim – professor orientador

---

Membro da Banca

---

Membro da Banca

Rio de Janeiro  
2017 / 1º SEMESTRE

## AGRADECIMENTOS

A Deus, e ao Seu Espírito Santo, por mais essa vitória em minha vida. Toda honra e glória ao nosso Senhor Jesus Cristo e à Nossa Senhora, que sempre estiveram à frente das minhas escolhas e decisões, me dando forças para continuar.

À minha família, e especialmente à minha irmã, Ana Julia, minha mãe, Mara Cristina, minha madrinha, Maria do Carmo, minha tia, Cláudia, e minha vó, Maria da Penha, que sempre lutaram pela minha educação e pelo meu bem-estar, dedicando seus tempos e suas orações à realização das minhas conquistas e à minha felicidade. Dedico a vocês essa vitória, e espero um dia retribuir tudo aquilo que já fizeram por mim.

À minha mentora profissional, Lenita Braga, que no meu primeiro vínculo de estágio tanto me ensinou, e até hoje continua a me ensinar, sobre a prática do direito, a formação profissional e sobre as escolhas que a vida nos proporciona.

À Luíza Mariz por todo o apoio incondicional e por toda a contribuição, motivacional, literária e material, durante o período de elaboração do presente trabalho.

Aos meus amigos, e principalmente aqueles que foram colegas de estágio que tive em todos os lugares por onde passei, OFMA-MD e VRBG. Vocês participaram, e muito, da minha vida e da minha formação. Obrigado por tudo, vocês são parte disso.

Aos meus atuais colegas de trabalho, integrantes da Böing Gleich Advogados, pela companhia na intensa caminhada profissional e acadêmica desse último ano de graduação, e por terem me possibilitado o amplo aprendizado e a prática no ramo do direito societário, contribuindo de forma expressiva para o interesse no tema do presente trabalho.

A todos os professores da Faculdade Nacional de Direito, por toda a contribuição e aprendizado compartilhado, e em especial ao meu orientador, João Marcelo de Lima Assafim, que acreditou no presente trabalho e na minha vontade de fazê-lo algo especial. Obrigado por todos os conselhos e diretrizes, foram essenciais para o presente trabalho.

## RESUMO

O direito das companhias, regulado em sua maioria pelas normas da Lei n.º 6.404 de 1976, sempre foi tema de extrema importância, considerando a expressão jurídica e sócio econômica das sociedades anônimas no sistema legislativo brasileiro. Dentro desse direito, se desenvolve o tema da fixação do preço de emissão de ações nas companhias, que pode ser interpretado como de alta relevância por envolver outros temas e requisitos basilares no que se refere ao funcionamento e ao direito das companhias, como sua constituição e a alteração de seu capital social. Para que a administração da companhia fixe o preço das ações a serem emitidas, a legislação preceitua determinados critérios e procedimentos. Ocorre que muitas vezes a escolha desses critérios é subjetivada por conta da atuação da administração e dos laudos técnicos e documentos produzidos a fim de justificá-la. Por tal motivo, o presente trabalho busca entender e interpretar as premissas, parâmetros e procedimentos que podem ser adotados visando a garantia de direitos, a prevenção e a reparação de irregularidades e lesões, referentes ao patrimônio dos acionistas e da própria companhia, que sejam decorrentes da escolha de critérios para fixação do preço de emissão de ações nas sociedades anônimas.

**Palavras-chave:** fixação do preço de emissão de ações; critérios para precificação de ações; direito das companhias; nulidade de deliberação assemblear; responsabilidade da administração.

## ABSTRACT

Brazilian corporate law, governed mostly by Law n.º 6.404 of December 15th, 1976, has always been a matter of extreme importance, considering its legal and socioeconomic expression in the Brazilian legislative system. Within such legal system, setting the shares' issue price in companies can be considered as a matter of high relevance, since it involves other issues and basic requirements regarding the companies' operation and corporate law, such as their constitution and capital modification. In order to establish the price of the shares to be issued, the legal system provides certain criteria and procedures. Although, the adoption of such criteria is subjective due to the companies' administration acts, evaluation reports and its justification documents. Therefore, this work has as objective understand and interpret the premises, parameters and procedures that can be adopted aiming at the guarantee of rights, the prevention and reparation of irregularities and injuries to the shareholders' equity and to the companies' property due to choice of criteria for setting the issue price of shares in companies.

**Keywords:** shares' issue price; criteria for share's issue price; corporative law; nullity of shareholders' assemblies; managers and directors' duties and liabilities.

## SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	10
1 PRECEDENTES EM MATÉRIA DE SOCIEDADES ANÔNIMAS.....	13
1.1. A criação e a evolução da legislação comercial brasileira até o ano de 1940.....	13
1.2. O surgimento da Lei 6.404 de 1976 e a criação da Comissão de Valores Mobiliários.....	18
1.3. O crescimento dos investimentos e das operações societárias nas companhias a partir do ano de 1976.....	20
1.4. Breve histórico da negociação de ações no Brasil e sua precificação no mercado.....	27
1.4.1. O surgimento e a evolução das bolsas de valores atrelada ao mercado de capitais.....	27
1.4.2. A evolução histórica do mercado de capitais e dos investimentos em ações.....	33
1.5. A evolução legislativa dos critérios e procedimentos para fixação do preço de ações.....	37
1.5.1. A regulamentação da precificação no Decreto Lei n.º 2.627 de 1940.....	37
1.5.2. As mudanças introduzidas pela Lei 6.404 de 1976 e a questão o ágio.....	38
1.5.3. A elaboração da Lei n.º 9.457 de 1997 e a solução de inconsistências.....	42
1.5.4. O histórico de problemas enfrentados pelas companhias na precificação.....	45
2 ASPECTOS SÓCIOS ECONÔMICOS DA FORMAÇÃO DO PREÇO DE AÇÕES NAS COMPANHIAS.....	47
2.1. A formação do capital social e as formas de captação de recursos nas companhias.....	47
2.1.1. Considerações sobre a formação do capital social da sociedade anônima.....	47
2.1.2. As acepções do capital social no entendimento de seu conceito.....	50
2.1.3. As Funções do Capital Social na Companhia – Âmbitos Interno e Externo.....	54
2.1.4. A composição e divisão do capital social da companhia.....	57
2.1.5. As formas de captação de recursos nas sociedades anônimas.....	62
2.2. A importância das operações societárias e da negociação de recursos para o funcionamento das companhias.....	64
2.2.1. Breve descrição das operações societárias permitidas no direito brasileiro.....	65
2.2.2. A identificação do controle e os incentivos para sua aquisição nas companhias.....	67
2.2.3. A percepção de importância das operações e das avaliações dos investimentos.....	71
2.3. A escolha de critérios para fixação do preço na emissão de ações da companhia e os métodos de cálculo.....	72
2.3.1. Os critérios para fixação de preço previstos pela legislação brasileira.....	72
2.3.2. Os critérios associados aos métodos de cálculo utilizados para avaliação de ativos.....	74
2.4. A busca pelo preço justo e os efeitos adversos que podem ser causados em decorrência do procedimento e das premissas utilizadas.....	79
2.5. Estatísticas de utilização dos critérios para fixação do preço pelas companhias, de acordo com dados da CVM.....	83
3 CONTRIBUIÇÃO E ENTENDIMENTO DE OUTROS SISTEMAS LEGISLATIVOS.....	85
3.1. A contribuição e o entendimento de diferentes sistemas legislativos para o direito.....	85



3.2. A contribuição e os entendimentos da doutrina e do sistema legislativo norte-americano.....	87
3.3. A contribuição e os entendimentos da doutrina e do sistema legislativo italiano.....	94
<b>4 A PROBLEMÁTICA DA ESCOLHA DE CRITÉRIOS E DA FIXAÇÃO DO PREÇO NO SISTEMA JURÍDICO BRASILEIRO.....</b>	<b>100</b>
4.1. A constituição das Sociedades Anônimas e suas principais características.....	100
4.2. A formação do capital social e a captação de recursos de acordo com a legislação.....	104
4.2.1. A formação do capital social e a sua divisão.....	104
4.2.2. As formas de captação de recursos nas companhias.....	109
4.3. Os procedimentos e formalidades para emissão de ações no aumento de capital das Sociedades Anônimas.....	112
4.4. A necessidade de observância do art. 170, §1º e §7º da Lei das S.A. nos procedimentos de aumento de capital com emissão de ações.....	114
4.4.1. A necessidade de pormenorização dos aspectos que justificam a escolha dos critérios para o aumento de capital.....	118
4.5. A diluição injustificada de participação acionária e o exercício do direito de preferência.....	120
4.6. Os entendimentos dos Tribunais de Justiça e da Comissão de Valores Mobiliários quanto à infração do art. 170, §1º e §7º da Lei 6.404/1976 e aos danos causados.....	122
<b>5 A DISCIPLINA DA FIXAÇÃO DO PREÇO DE AÇÕES E AS MEDIDAS APLICÁVEIS PARA REPARAÇÃO DE EVENTUAIS PREJUÍZOS INCORRIDOS POR ACIONISTAS.....</b>	<b>127</b>
5.1. As propostas de emissão de ações para aumento de capital e o compromisso de verificação e regularidade dos órgãos de fiscalização das Companhias.....	127
5.2. A possibilidade de anulação dos atos que aprovam aumento de capital em desconformidade com as normas do art. 170, §1º e §7º da Lei 6.404 de 1976.....	131
5.3. A responsabilidade civil e administrativa quanto à infração do art. 170, §1º e §7º da Lei das S.A.....	145
5.4. Críticas.....	137
<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>149</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....</b>	<b>153</b>

## INTRODUÇÃO

O objeto de estudo da presente monografia é a problemática que envolve administradores, acionistas minoritários, acionistas controladores e todos aqueles envolvidos nos procedimentos de fixação do preço de emissão de ações nas sociedades anônimas, incluindo nessa problemática a própria companhia. Nesse sentido, intenta-se analisar a importância das sociedades anônimas para o cenário jurídico e econômico do país e as operações e momentos que envolvem as emissões de ações e a fixação do preço nessas emissões, ressaltando, ainda, as medidas aplicáveis aos casos de descumprimento das normas para execução desses procedimentos, bem como as possibilidades de reparação de prejuízos e anulação de deliberação assemblear ou de assembleias como um todo.

Para realização desse estudo serão realizadas análises conceituais quanto aos institutos, princípios e operações adotadas pelo tipo societário em questão. Da mesma forma, será realizada uma análise fática, isto é, de casos julgados pelos tribunais de justiça e pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) num período de tempo de 20 anos, contando a partir de 1997, em que se verificou a infração da legislação em vigor e a consequente punição aplicada em todos os casos

Dessa forma, o presente trabalho aborda o desenvolvimento da legislação brasileira - no aspecto das sociedades anônimas, que teve como marcos o Código Comercial de 1850, o Decreto n.º 2.627 de 1940 e a atual Lei das S.A., n.º 6.404 de 1976 - e do sistema financeiro, no que diz respeito ao mercado de capitais, demonstrando como o sistema que temos hoje, bem como suas falhas e inconsistências, foram construídas e/ou mantidas ao longo do tempo.

Assim, objetiva-se, inclusive, analisar a importância das operações societárias de fusão, aquisição, incorporação, dentre outras previstas na legislação, para as sociedades anônimas, abordando também a formação do capital social e a captação de recursos por esse tipo de sociedade. Tal análise compreenderá, no que diz respeito aos critérios utilizados para fixação de preço das ações emitidas, a averiguação de fatores sócio econômicos e os impactos causados pela escolha de cada um dos critérios, bem como as responsabilidades civil e administrativa decorrente de eventual irregularidade, lesão ou infração legal.

Com a averiguação dos aspectos sócios econômicos que circundam o tema da fixação do

preço de emissão de ações nas companhias, objetiva-se ampliar o espectro de interpretação e aplicação das normas jurídicas aos casos em que há a discussão sobre a justiça ou legalidade dos critérios escolhidos para fixação do preço da ação em determinados casos, como os de aumentos do capital social. Nesse sentido, as análises do capital social, da sua formação e dos critérios e métodos de cálculo do preço da ação, realizadas do ponto de vista das finanças corporativas, serão trazidas ao presente trabalho a fim de que se entenda os elementos e conceitos interdisciplinares que podem influenciar e serem considerados dentro do processo de avaliação das companhias e de seus patrimônios, impactando diretamente no preço de eventual emissão de ações.

Visando o enriquecimento das informações que complementam os entendimentos e as previsões do sistema legislativo e judiciário brasileiro, o presente trabalho abordará, também, a contribuição de outros sistemas para a formação do direito comercial brasileiro, e em especial as contribuições dos sistemas legislativos norte-americano e italiano, no que diz respeito às sociedades anônimas e aos critérios de avaliação financeira das companhias e de suas ações no mercado.

Após traçados os precedentes em matéria de sociedades anônimas, mercado de capitais e precificação de ativos e ações, realizada a averiguação dos aspectos sócio econômicos e as contribuições de outros sistemas para o assunto, o presente trabalho adentrará no direito brasileiro, tratando das normas que regulam as companhias e os problemas que circundam a regularidade, as justificativas e a atuação das pessoas e órgãos que participam dos procedimentos relativos à emissão de ações nas companhias e à escolha de critérios para a consequente fixação do preço.

Ao final, trabalharemos com os problemas que se apresentam no desenrolar dos procedimentos de emissão de novas ações e avaliação das companhias, principalmente, na precificação decorrente dessas ações. Por isso, falaremos das propostas de aumento de capital com emissão de novas ações, dos laudos de avaliação e das condutas das pessoas que têm o poder de voto e o poder político nas companhias, tudo isso atrelado ao não preenchimento dos requisitos e premissas estabelecidas pela legislação para que haja a fixação do preço e a emissão, em si, de forma regular, legal e, se é que pode-se assim dizer, justa.

Para tanto, será realizada a análise e o embasamento das opiniões e observações mediante a utilização de precedentes dos tribunais de justiça de diferentes estados, tanto em grau de segunda instância quanto nos graus mais superiores, como é o caso do Superior Tribunal de Justiça, sem deixar de fora uma análise dos processos administrativos sancionadores analisados pela CVM, abordando a possibilidade de nulidade dos atos aprovados em desconformidade com os mandamentos legais e a possibilidade de reparação dos prejuízos sofridos por terceiros e pessoas vinculadas à sociedade, sendo que em todos os casos veremos a existência de precedentes num espaço de tempo que possibilite verificar a aplicação das diferentes fases da Lei de Sociedade por Ações e a continuidade do problema.

Ao final, aborda-se a divergência da doutrina, quanto à possibilidade de anular a deliberação assemblear ou a assembleia que aprovou o ato de aumento de capital ou de emissão de novas ações em desacordo com os critérios estabelecidos pelo art. 170, §1º e §7º, da Lei das S.A., e a sua convergência quanto à possibilidade de reparação dos prejuízos sofridos por terceiros e pessoas vinculadas à companhia, relatando ainda a influência da doutrina sobre os órgãos julgadores e apuradores de responsabilidade e vice-versa e tecendo críticas a respeito, relacionado a essa crítica a hipótese de anulação do negócio jurídico que é a assembleia ou a deliberação assemblear constante de tal assembleia que aprova a emissão de novas ações com possíveis irregularidades.

## 1 PRECEDENTES EM MATÉRIA DE SOCIEDADES ANÔNIMAS

### 1.1. A criação e a evolução da legislação comercial brasileira até o ano de 1940.

As Sociedades Anônimas representam, nos dias de hoje, um dos mais importantes tipos jurídicos de sociedades empresárias concebidas pelo direito brasileiro. Representadas basicamente pela flexibilidade na negociação dos ativos e valores mobiliários que compõem o seu capital social e pela responsabilidade dos titulares de tal capital, que é limitada ao preço das ações subscritas ou adquiridas e não implica na responsabilidade pelas obrigações assumidas pela sociedade, esse tipo societário é amplamente utilizado para empreendimentos de médio e grande porte, tendo uma participação fundamental na movimentação e na dinâmica da economia nacional.

Até a elaboração da Lei 6.404 de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, o processo de evolução legislativa foi longo e remonta os tempos da Idade Média, quando, no continente europeu, surgiram as primeiras Companhias de navegação e comércio, numa associação entre os governos e particulares. Ainda assim, pode-se ir além sem o medo de que a história e o passado sejam controversos no que diz respeito à origem das sociedades comerciais.

Nesse sentido, é inequívoco e não há dúvidas que “as diversas formas de sociedades de comércio atualmente utilizadas em todos os países civilizados possuem sua origem histórica nos estatutos das cidades comerciantes da Idade Média, e especialmente das cidades italianas”<sup>1</sup>.

Mas se na Idade Média já se falava em estatutos das cidades comerciantes, isso se deve a algo de maior distância temporal considerando o período em que vivemos, considerado como o início do Século XXI. A origem das sociedades é proveniente da interpretação de comportamentos humanos que, há milhares de anos atrás, podiam ser entendidos como colaborativos, até se ver no Código de Hammurabi, tido como a primeira codificação de leis comerciais<sup>2</sup>, em seu art. 99, a regra de que “se um homem deu a (outro) homem dinheiro em

---

<sup>1</sup> LUCENA, José Waldecy. Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 1º a 120), vol. 1. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 3-4

<sup>2</sup> REQUIÃO, Rubens. Curso de direito comercial: volume 1 – 33. Ed., ver. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 32

sociedade, o lucro e as perdas que existem, eles partilharão diante de Deus (ou seja, no templo) em partes iguais”<sup>3</sup>.

Desse tipo embrionário de comportamento de um sujeito, regulado por um Código Real, para com o outro até o desenvolvimento de poderosas ligas e corporações de comerciantes, que se desenvolvem a ponto de criar um comércio territorial que chega a dominar cidades e confundir o estatuto das cidades com o das próprias corporações, como foram nas cidades italianas<sup>4</sup>, muito tempo se passou e muito foi absorvido pelo desenvolvimento dos primeiros sistemas legislativos europeus.

Quando falamos de sistemas europeus, temos a intenção de introduzir o que viria a ser o sistema legislativo brasileiro, afinal o Brasil, enquanto país, nasceu para o mundo como colônia de Portugal. Antes da chegada da família real portuguesa, o Brasil-colônia tinha suas relações jurídicas, ainda que de baixa complexidade, pautadas pela legislação de Portugal, na qual havia a predominância do direito canônico e do direito romano<sup>5</sup>.

A chegada da família real portuguesa ao Brasil, para os portugueses representava um fim e para o Brasil, no entanto, um novo começo. Já em 1808 com a Lei de Abertura dos Portos, o Império começou a dar novas caras e uma nova cara ao Brasil, tornando o que se resumia em uma política de comércio restrita, num comércio de povos. Daí em diante, não foram poucos os atos que alavancaram este país por iniciativa da família real. Por meio de leis e alvarás foram criados o Banco do Brasil, visando a promoção da indústria, da emissão de bilhetes e saque, a Real Junta de Comércio, Agricultura, Fábricas e Navegação, visando o estímulo da produção em uma nação que surgia para o mundo naquele momento, e menos de duas décadas adiante, foi convocada a Assembleia Constituinte e Legislativa de 1823, após uma sucessão de fatos importantes, dentre os quais se inclui a proclamação da independência.

Naquele momento, o Brasil encontrava-se regido pelas leis portuguesas vigentes, que por sua vez autorizavam a invocação de direito estrangeiro como subsidiário para questões mercantis, dessa forma o Brasil encontrou na sua primeira legislação comercial, enquanto país

---

<sup>3</sup> LUCENA, José Waldecy. Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 1º a 120), vol. 1. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 3.

<sup>4</sup> REQUIÃO, Rubens. Curso de direito comercial: volume 1 – 33. Ed., ver. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 34

<sup>5</sup> Ibidem, p. 39

independente, o subsídio do Código Comercial francês, de 1807, e dos posteriores Códigos Comerciais da Espanha, de 1829, e de Portugal de 1833, que representavam, à época, a legítima e reconhecida legislação mercantil nacional<sup>6</sup>.

Após o conturbado período envolvendo as grandes navegações, a instalação e afirmação da coroa portuguesa em solo latino americano e do Brasil Império, que terminou por presenciar a volta da Corte portuguesa para o seu país de origem, o Brasil presenciou mais uma independência, dessa vez legislativa, no âmbito do direito comercial. Enviado à Câmara em 1834, após longo tempo de tramitação, surge então o que viria a ser a primeira codificação de Direito Comercial dotada de originalidade no continente americano, o Código Comercial do Império do Brasil, criado com o sancionamento da Lei n. 556, de 25 de junho de 1850, e inspirado nos Códigos Comerciais francês, espanhol e português, que já se vinham se propondo como subsídio para o sistema legislativo brasileiro até aquele momento<sup>7</sup>.

Por conseguinte, no âmbito do direito comercial como um todo, o Código Comercial foi sofrendo modificações e aprimoramentos ao longo dos anos para dar resultado, após mais de cem anos de lutas e elaborações de anteprojetos, no atual Código Civil brasileiro, promulgado em 2002 e revogando toda a parte de direito comercial e societário existente naquele Código, restando em vigor apenas as normas atinentes ao Direito Marítimo.

No entanto, como o presente trabalho tem por objeto o tipo societário das Sociedades Anônimas, a transição não pode ser efetivada de forma tão objetiva, sendo importante falar, também, do percurso que deu origem à nossa atual Lei de Sociedades Anônimas.

A história das companhias no Brasil tem início com a Companhia das Índias Ocidentais, criada em 1621 no Estados Gerais, que tinha por objeto a exploração do Novo Mundo e um capital social de 7.108.161 florins dividido em seis mil partes, partes que hoje chamamos de ações. Estabelecida em Pernambuco, após tentativa mal sucedida de se estabelecer na Bahia, a Companhia das Índias Ocidentais foi expulsa de lá em 1659, pela Companhia Geral de Comércio do Brasil. Essa última Companhia foi criada em 1649 sob a égide de um estatuto de cinquenta e duas cláusulas que previa a divisão do capital em cartas (ações) e com

---

<sup>6</sup> REQUIÃO, Rubens. Curso de direito comercial: volume 1 – 33. Ed., ver. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 40

<sup>7</sup>Ibidem, p. 40-41

características que não nos estranham: registro das cartas em livro próprio, impossibilidade de resgate junto à companhia, livre negociação com terceiros, e impenhorabilidade e inexequibilidade, sendo que essas últimas características somente seriam mitigadas no caso de ausência de bens do devedor, caso em que o credor poderia sucedê-lo na companhia<sup>8</sup>.

Por conseguinte, sucederam essas Companhias a Companhia Geral do Grão-Pará e Maranhão, criada em 1755 para o monopólio do tráfico de escravos, e a Companhia Geral das Capitanias de Pernambuco e Paraíba, criada em 1779. Quanto à essas companhias, interessa notar a evolução de seus estatutos, que apesar de seguirem em muito o estatuto da Companhia Geral de Comércio do Brasil, passaram a se referir aos participantes da composição do seu capital enquanto acionistas.<sup>9</sup>

Desse prelúdio, surgiu em 1808 a primeira sociedade anônima da história brasileira, o Banco do Brasil, já citado neste trabalho como providência da corte portuguesa após a sua chegada ao Brasil<sup>10</sup>. Instituído com um capital de 1.200 (mil e duzentos) contos e estatutos aprovados por Alvará de 12 de outubro de 1808, o Banco extinguiu-se vinte anos depois<sup>11</sup>, devido ao retorno da família real para Portugal e à sua consequente descapitalização.

À época da extinção do Banco do Brasil, o número de sociedades anônimas no Brasil não tinha expressão alguma, era quase possível contar nos dedos as existentes. Não era algo de se estranhar, afinal, conforme Carvalho de Mendonça, “o primeiro ato oficial publicado no Brasil sobre as sociedades anônimas foi o Decreto n. 575, de 10 de janeiro de 1849, estabelecendo regras para a incorporação de quaisquer sociedades anônimas”<sup>12</sup>. Isto é, foram necessários mais de quarenta anos, desde a criação da primeira sociedade anônima brasileira, para que essa matéria e esse tipo societário alcançassem as canetas do legislativo e se tornassem um assunto a ser enfrentado.

---

<sup>8</sup> LUCENA, José Waldecy. Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 1º a 120), vol. 1. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 10-11.

<sup>9</sup> Ibidem, p. 11.

<sup>10</sup> Cf. p. 11 do presente trabalho.

<sup>11</sup> O segundo Banco do Brasil foi criado posteriormente, no ano de 1851.

<sup>12</sup> CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. Tratado de Direito Comercial Brasileiro, 1945 apud LUCENA. José Waldecy. Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 1º a 120), vol. 1. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 8.



As resoluções normativas introduzidas por esse Decreto só foram revogadas com a promulgação do Código Comercial de 1850, no qual a aparição das sociedades anônimas se deu forma discreta, o que somente viria a mudar com a edição do Decreto Lei n.º 2.627 de 1940.

Nesse entretempo da promulgação do Código Comercial e da edição do Decreto Lei n.º 2.627 de 1940, o Brasil viveu um conturbado período para o funcionamento e desenvolvimento das Companhias. Até o ano de 1882 algumas leis e decretos, por influência do Código Comercial francês, estabeleceram a necessidade de autorização do governo para o funcionamento das sociedades anônimas e aumentaram a intervenção estatal nessas sociedades, o que se justificava pelo anonimato na titularidade do capital que, dividido em ações, podia ser livremente transacionado entre indivíduos sem a necessidade de grandes formalidades em âmbito notarial e pela ausência de limitação na responsabilidade dos sócios. O país só foi se libertar de tamanha intervenção estatal quando da elaboração da Lei n.º 3.150 de 1882, que representou a adesão do Brasil ao sistema liberal de constituição e regulamentação das sociedades anônimas, veiculado anos antes em quase todos os países europeus<sup>13</sup>.

A consequência da adesão do sistema legislativo brasileiro a esse liberalismo foi sentida aos poucos, mas teve seu estopim em 1889, com o advento da República, no período denominado *encilhamento*. Com Ruy Barbosa a frente do Ministério da Fazenda, o país experimentou um período de enormes especulações, o que resultou na criação de um grande número de sociedades anônimas, sendo a maioria, justamente, em caráter especulativo<sup>14</sup>.

Nesse sentido, importa ressaltar, sobre o período do *encilhamento*, a sua importância para toda a sequência histórica da evolução do mercado de capitais no Brasil. Por isso, aqui anotamos que tal período se apresenta como a primeira crise, proveniente da especulação, do mercado de capitais, com a emissão de ações sem lastro, posteriores ofertas públicas e fechamentos de capital por parte de diversas sociedades anônimas.

Diante dos fatos assustadores e do cenário econômico que se desenhou nesse período, que durou de 1889 à 1892, o Governo resolveu consolidar todas as disposições e legislações existentes a respeito da regulamentação das sociedades anônimas, numa tentativa de atender as

---

<sup>13</sup> LUCENA. José Waldecy. Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 1º a 120), vol. 1. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 14.

<sup>14</sup> *Ibidem*, p. 12.

necessidades da economia pré-capitalista que vigorava no Brasil, o que ocorreu com a edição do Decreto n.º 434, de 4 de julho de 1891<sup>15</sup>.

Esse Decreto teve uma duração de aproximadamente cinquenta anos, sendo revogado em 1940 com o Decreto n.º 2.267. Durante seu tempo de vigência, foi criado o Código Civil de 1916, que adentrou à matéria das sociedades, para permitir expressamente que as sociedades civis se constituíssem sob a forma de sociedades anônimas, de acordo com seu art. 1364<sup>16</sup>.

Por conseguinte, foi confiada a Trajano de Miranda Valverde a missão de elaborar um anteprojeto de lei das sociedades por ações. Missão que foi cumprida, após sugestões e emendas, com a elaboração do Decreto-Lei n.º 2.627, de 26 de setembro de 1940, publicado no Diário Oficial de 1º de outubro do mesmo ano. Dessa forma, operou-se a revogação do Decreto n.º 434, de 4 de julho de 1891, e a revogação da norma do art. 1364 do Código Civil de 1916, fazendo da Sociedade Anônima uma sociedade mercantil independentemente de seu objeto, ainda que civil fosse<sup>17</sup>.

O trabalho realizado à época demonstrou-se, no decorrer de sua vigência e para todos que o viram posteriormente, de extrema utilidade, prestando inegáveis serviços e representando um marco na legislação brasileira, conforme interpretaram Alfredo Lamy e Bulhões Pedreira, e Fran Martins em suas respectivas análises<sup>18</sup>.

## **1.2. O surgimento da Lei 6.404 de 1976 e a criação da Comissão de Valores Mobiliários.**

Com o fim da Segunda Guerra Mundial, dado em 1945, diversos esforços foram envidados para o desenvolvimento comum das nações, com a realização da Conferência de Bretton Woods, com a criação do Banco Mundial e do Fundo Monetário Internacional, dentre outras medidas.

Adotando esse movimento desenvolvimentista, o Brasil deu um passo que lhe colocaria

---

<sup>15</sup> LUCENA. José Waldecy. Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 1º a 120), vol. 1. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p.12-13.

<sup>16</sup> “Art. 1.364. Quando as sociedades civis revestirem as formas estabelecidas nas leis comerciais, entre as quais se inclui a das sociedades anônimas, obedecerão aos respectivos precitos, no em que não contrariem os deste Código; mas serão inscritas no registro civil, e será civil o seu foro”.

<sup>17</sup> LUCENA. José Waldecy. Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 1º a 120), vol. 1. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 17.

<sup>18</sup> *Ibidem*, p. 18.

dentro dos liames legislativos nos quais nos encontramos atualmente. Na onda de tal movimento, e como exemplo de avanço, o país se desenvolveu com a constituição da Comissão Mista Brasil-Estados Unidos, criando-se o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (hoje BNDES). Acelerando ainda mais esse processo, após a Revolução de 1964, os ministros da Fazenda e do Planejamento, Otavio Gouvêa de Bulhões e Roberto Campos, iniciaram uma grande estruturação do sistema financeiro nacional, criando o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central, disciplinando as instituições financeiras com a edição da Lei n. 4.595 de 1964 e o mercado de capitais com a edição da Lei n. 4.728 de 1965.

Diante dessa nova conjuntura econômica e com o crescimento das atividades empresárias, o Brasil evoluiu o Decreto Lei n. 2.627 de 1940, concebido antes para pequenas e médias empresas, fruto de uma época que rapidamente se transformou, já não podia mais regular todas a situação na qual o país se encontrava, abrindo espaço para mais um avanço legislativo.

Nesse contexto de uma rápida evolução econômica sofrida por todo o mundo e por um período agitado pós-guerra fria, o Brasil se viu obrigado a atender os reclamos por uma nova lei de sociedade por ações que atendesse os avanços econômicos e sociais. Dessa forma, após diversas alterações ao Decreto de 1940, e a inserção da disciplina das sociedades anônimas no anteprojeto de Código Civil, em agosto de 1974, no Governo Geisel, foi constituído um grupo, que terminou composto pela dupla Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, encarregado de elaborar um anteprojeto de uma lei especial, exclusivamente destinada às sociedades por ações, retirando o tema do anteprojeto de Código Civil<sup>19</sup>.

Dessa maneira, o anteprojeto foi submetido a críticas e sugestões de diversos advogados, os quais não podemos deixar de citar: Antonio Fernando de Bulhões Carvalho, Augusto Esteves de Lima, Carlos Augusto da Silveira Lobo, Egberto Lacerda Teixeira, Fábio Konder Comparato, Fran Martins, Hélio Dias de Moura, João Pedro Gouvêa Vieira, Jorge Hilário Gouvêa Vieira, J.M. Pinheiro Neto, José Nabuco, Luiz Gastão de Paes Barros Leães, Modesto de Souza Barros Carvalhosa, Plínio Pinheiro Guimarães, Rubens Requião e Theophilo de Azeredo Santos.<sup>20</sup>

---

<sup>19</sup> LUCENA. José Waldecy. Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 1º a 120), vol. 1. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 18.

<sup>20</sup>Ibidem, p. 18 .

E sob as críticas e sugestões dos ilustríssimos advogados, o projeto foi revisto e corrigido por seus autores e encaminhado para tramitação em 1975. Aprovado com 56 emendas, na Câmara dos Deputados e com 46 emendas no Senado Federal, o projeto foi sancionado em 15 de dezembro de 1976 pelo Presidente da República, como a Lei n.º 6.404, a nossa atual Lei de Sociedades por Ações<sup>21</sup>.

Fruto dos mesmos autores do anteprojeto da Lei das Sociedades por Ações, tramitou em paralelo o anteprojeto sobre mercado de valores mobiliários e criação da Comissão de Valores Mobiliários, o que ocorreu ao final pela Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976.

### **1.3. O crescimento dos investimentos e das operações societárias nas companhias a partir do ano de 1976.**

Diante dos contornos em que se desenharam as Leis 6.385 e 6.404 do ano de 1976, torna-se impossível negar que o ano de 1976 representou um marco histórico e legislativo no âmbito das sociedades anônimas para o nosso país. Criou-se uma lei diferente de tudo que o Brasil vinha criando até o momento, e a prova disso, de acordo com Alfredo Lamy Filho, foi a adoção pela legislação europeia de novidades trazidas pela Lei das S.A., o que representou uma inversão de papéis que até aquela data não se via no Brasil. Se não há contestação, foi a primeira vez que se editou uma lei mercantil que não tentou ter vida curta, possibilitando a criação e o desenvolvimento de grandes empresas no cenário nacional<sup>22</sup>.

Apesar de se ter uma lei “nova em folha” regulamentando as sociedades anônimas, naquele momento em que a lei se apresentou ao país, não havia muito que pudesse ser feito por ela. Os anos que se seguiram ao ano de seu sancionamento foram uns dos mais turbulentos que o Brasil já presenciou.

Logo nos anos 80, o Brasil presenciou o que muitos intitularam como a “década perdida” no que se refere ao crescimento econômico. Para não dizer de forma diversa, o sociólogo Salvatore Santagada descreve que

---

<sup>21</sup> LUCENA. José Waldecy. Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 1º a 120), vol. 1. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 19.

<sup>22</sup> Entrevista concedida por Alfredo Lamy ao site CONJUR. Disponível em <[http://www.conjur.com.br/2006-dez-17/lei\\_sa\\_viabilizou\\_existencia\\_grandes\\_empresas](http://www.conjur.com.br/2006-dez-17/lei_sa_viabilizou_existencia_grandes_empresas)>. Acesso em 03/06/2017.

“Os analistas econômicos da conjuntura brasileira consideram os anos 80 como a “década perdida” em termos de crescimento. A área social sofreu diretamente os reflexos do comportamento negativo da economia nacional; acrescente-se a esse quadro a herança de desigualdades sociais do “milagre econômico brasileiro” (1968-73) e do modelo de desenvolvimento econômico posto em prática nos últimos 25 anos, e ter-se-á a dimensão exata do que se convencionou chamar de dívida social”<sup>23</sup>. O resgate dessa dívida tem hoje um instrumento normativo assentado na nova Constituição Federal (05.10.88), além da oportunidade de escolha direta do Presidente da República, envolvendo 82 milhões de eleitores, o que poderá dar prioridade ao desenvolvimento econômico conjugado com a necessária e urgente equidade social. É preciso incorporar ao estatuto da cidadania a maioria do povo brasileiro que não teve, até o presente momento, assegurado o direito à alimentação, ao emprego, à saúde, à educação e à maioria”<sup>24</sup>.

Num tempo nebuloso como tal, não havia espaço para investimento. Mas o Brasil começava aos poucos a incorporar os principais conceitos e avanços da globalização e desenvolver, como forma de complementação à uma legislação que se demonstrava pronta para abrigar grandes sociedades, uma forte política econômica para dar resposta à recessão que o assolava.

Nesse sentido, até meados da década de 1990 o Brasil convivia com uma inegável instabilidade econômica, que era complementada por uma crescente dívida externa e hiperinflação. O mais atrativo para os investidores, à época, era investir em títulos públicos, considerando que o mercado ainda se mostrava praticamente fechado aos investimentos estrangeiros.

Por tal motivo, era vista como necessária uma mudança da postura econômica que permitisse um maior acesso do capital externo ao mercado brasileiro e a abertura de mercado, considerando principalmente as diretrizes formuladas no final do ano de 1989 por economistas e instituições como FMI, Banco Mundial e Tesouro dos EUA, no que se chamou de Consenso de Washington.<sup>25</sup> Sendo assim, acreditava-se na necessidade dessa mudança de postura e havia a intenção de uma mudança nas regras que podiam embaraçar o acesso do capital externo ao mercado acionário brasileiro, numa clara intenção de que o país pudesse usufruir da liquidez

---

<sup>23</sup> SANTAGADA, Salvatore. Revista Eletrônica de Indicadores Econômicos FEE. v.17, n.4, 1990, p. 121.

<sup>24</sup> Ibidem, p. 121.

<sup>25</sup> BATISTA, Paulo Nogueira. O CONSENSO DE WASHINGTON, A visão neoliberal dos problemas latino-americanos. 1994, p. 5. Disponível em <<http://www.consultapopular.org.br/sites/default/files/consenso%20de%20washington.pdf>>. Acesso em 04/06/2017.

internacional e do interesse dos investidores estrangeiros em aportes nos ativos nacionais, considerando o iminente plano de privatização de empresas estatais<sup>26</sup>.

Para concretizar essa intenção e se preparar aos movimentos subsequentes, em 1987 tivemos um dos primeiros indícios da abertura do mercado brasileiro ao investimento externo, com a Resolução n.º 1.289 do Conselho Monetário Nacional, o “CMN”<sup>27</sup>. Tal resolução disciplina a constituição e o funcionamento das sociedades de investimento, capital estrangeiro e carteiras de títulos e valores mobiliários, nos Anexos I a III<sup>28</sup>.

Já em 1991 outros dois mecanismos foram aprovados, por meios dos anexos IV e V dessa mesma resolução, visando a entrada direta de investimento estrangeiro no país. O Anexo IV disciplinava a constituição e administração de carteiras de valores mobiliários por investidores institucionais constituídos no exterior, possibilitando o investimento direto em valores mobiliários negociados no Brasil; e o Anexo V permitiu a negociação de valores mobiliários de companhias brasileiras em Bolsas de Valores de outros países por meio de *International Depositary Receipts*<sup>29</sup>.

A consequência de medidas como essas, foi o aumento do volume de valores mobiliários negociados na BOVESPA por investidores estrangeiros, passando de 5% (cinco por cento) em 1991 para 30% (trinta por cento) em 1995. Imaginava-se que esse aumento, de proporções consideráveis, deveria ser potencializado pelos efeitos do Plano Real, que eram a estabilização econômica e a queda da inflação. Mas com a crise do México, desenhada no final de 1994, houve uma relativa interrupção nesse aumento. Não se sabe ao certo se foi um reflexo disso, mas em 1995 mais uma vez o CMN adotou medidas para alavancar os investimentos, o que se deu com a Resolução n.º 2.183, que autorizava a constituição e o funcionamento de fundos de investimento financeiro e de fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento. Sendo assim, observa-se que durante a década de 90, o período no qual o maior volume de

---

<sup>26</sup> DONAGGIO, Angela Rita Franco. Governança Corporativa e novo mercado : proteção ao investidor e falhas no marco regulatório. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 30-32.

<sup>27</sup> Ibidem, p. 30-32.

<sup>28</sup> Resolução n.º 1.289 do Conselho Monetário Nacional. Disponível em <[https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachment s/42605/Res\\_1289\\_v22\\_L.pdf](https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachment%20s/42605/Res_1289_v22_L.pdf)>. Acesso em 05/06/2017.

<sup>29</sup> DONAGGIO, Angela Rita Franco. Governança Corporativa e novo mercado : proteção ao investidor e falhas no marco regulatório. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 30-32.

investimentos circulou pela BOVESPA foi aquele das privatizações de estatais, tendo como pico o ano de 1997.

E quando se fala em privatizações, se fala também de um período importantíssimo no que se refere às operações societárias e movimentação da economia brasileira. Com o advento da Lei Federal n.º 8.031, de 12 de abril de 1990, sancionada pelo então Presidente da República Fernando Collor de Melo, foi implementado o Programa Nacional de Desestatização, objetivando, conforme se vê em seu art. 1º, a recolocação do Estado na economia e a retirada do seu controle acionário nas principais companhias nacionais, o que se daria mediante a privatização do controle de tais companhias<sup>30</sup>. Considera-se, ainda, de grande importância o inciso VI do referido artigo, que prevê como um dos objetivos do Programa, “contribuir para o fortalecimento do mercado de capitais, através do acréscimo da oferta de valores mobiliários e da democratização da propriedade do capital das empresas que integrem o Programa”<sup>31</sup>.

Com a implementação do Programa Nacional de Desestatização, previu-se que os projetos de privatização seriam executados, em sua maioria, pela alienação da participação societária detida pelo Estado junto ao público, empregados, acionistas, fornecedores e consumidores, de forma a pulverizar, inclusive, o controle de algumas companhias.

A pulverização do controle acionário dessas companhias adveio de um modelo utilizado na Inglaterra ao final dos anos 70, que garantia ao Estado ações preferenciais – as *golden shares* – sobre as companhias recém privatizadas de forma a garantir-lhe, também, o poder de veto sobre determinadas matérias especificadas no estatuto da companhia<sup>32</sup>. O Brasil durante o curso das privatizações se utilizou em diversos momentos da emissão das *golden shares*, de modo a garantir que sua ingerência sobre determinados aspectos de algumas companhias privatizadas não fosse mitigada. Não à toa, as *golden shares* vieram a ser positivadas no sistema legislativo brasileiro por meio da Lei n.º 10.303 de 2001, que adicionou o parágrafo sétimo ao art. 17, da Lei das S.A., o qual transcrevemos abaixo:

---

<sup>30</sup> Lei n.º 8031 de 1990.

<sup>31</sup> Art. 1º, VI, da Lei n.º 8031 de 1990.

<sup>32</sup> OLGUIN, Pedro Rocha. A importância da golden share no direito empresarial brasileiro e as novas possibilidades de utilização na sucessão empresarial. Disponível em <[http://www.ambito-juridico.com.br/site/?n\\_link=revista\\_artigos\\_leitura&artigo\\_id=12415](http://www.ambito-juridico.com.br/site/?n_link=revista_artigos_leitura&artigo_id=12415)>. Acesso em 04/06/2017.

“Art. 17. As preferências ou vantagens das ações preferenciais podem consistir: (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

(...)

§ 7o Nas companhias objeto de desestatização poderá ser criada ação preferencial de classe especial, de propriedade exclusiva do ente desestatizante, à qual o estatuto social poderá conferir os poderes que especificar, inclusive o poder de veto às deliberações da assembléia-geral nas matérias que especificar. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)”

São exemplos de companhias que foram privatizadas com a implementação do Programa Nacional de Desestatização, supracitado, a Companhia Vale do Rio Doce (em 1997) e a EMBRAER (em 1994). Ambas as companhias contam com a presença de *golden shares* na sua composição acionária, sendo direito comum à República Federativa do Brasil, enquanto detentora desse tipo de ação nas duas companhias, vetar a mudança de suas denominações e/ou de seus objetos sociais<sup>33</sup>.

Não obstante os esforços do governo para atrair investidores externos e aquecer o mercado, tendo sido o PND um desses métodos, o interesse por novas aberturas de capital não era algo comum de se ver, o que, até certo ponto, se justificava pelo fato de o mercado nacional ser pequeno, ilíquido e com baixa taxa de poupança. E o reflexo disso foi a abertura de apenas oito novas companhias nos anos que compreenderam o período de 1995 até 2000<sup>34</sup>. Em outras palavras, se não considerarmos o volume alto de negociação que ocorreu na Bolsa de Valores de São Paulo por conta das privatizações, veremos que o cenário continuava desanimador, mais uma prova disso foi a diminuição, em 110 (cento e dez), do número de companhias listadas na Bovespa entre 1996 e 2001<sup>35</sup>.

Devemos, no entanto, ressaltar que essa oscilação e esse período turvo nos anos que antecederam o século XXI, do ponto de vista societário e negocial, não fez distinção entre as operações domésticas de fusões e aquisições, isto é, aquelas realizadas entre empresas brasileiras e as operações *cross borders*, que são aquelas envolvendo a aquisição de companhias brasileiras por estrangeiras.

<sup>33</sup> Quanto à Companhia Vale do Rio Doce, informações disponíveis em <[http://www.vale.com/brasil/PT/investors/company/corporate-governance/golden share/Paginas/default.aspx](http://www.vale.com/brasil/PT/investors/company/corporate-governance/golden_share/Paginas/default.aspx)>, consultado em 04/06/2017; quanto à EMBRAER, informações disponíveis em <<http://ri.embraer.com.br/show.aspx?idCanal=UCZ2tsp0QeM07fvoT8OubA===>>, consultado em 04/06/2017.

<sup>34</sup> DONAGGIO, Angela Rita Franco. Governança Corporativa e novo mercado : proteção ao investidor e falhas no marco regulatório. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 33-36.

<sup>35</sup> Ibidem, p. 42-45.



Conforme depreende-se da análise de relatório divulgado pela KPMG Corporate Finance Ltda em 2009, o volume de transações em que se constatou a entrada de capital estrangeiro no Brasil teve um aumento de cerca de 44% ao longo da década de 90, o que se deve, mais ao péssimo desempenho de tais operações nos três primeiros anos de tal década. Afinal, a partir do ano de 1994, tomando como marco o Plano Real, e até o ano de 2001, as operações societárias *cross borders* cresceram em média 10,5%, tendo o seu melhor resultado no ano de 1995, quando a evolução foi de aproximadamente 38%, comparado ao ano de 1994. No caso das operações domésticas o crescimento foi de 12,02% no mesmo período, tendo o seu melhor resultado no ano de 1996, quando o crescimento foi de aproximadamente 96%, comparado ao resultado do ano de 1995<sup>36</sup>.

O mesmo relatório, aponta também que a partir do ano de 2002, logo após uma pequena queda de em comparação ao ano de 2001, o número total de operações, bem como as operações domésticas e *cross borders* apresentaram resultados positivos até o ano de 2008, quando voltaram a cair novamente<sup>37</sup>. Mas no que diz respeito ao resultado da primeira década dos anos 2000, há de se aquiescer que foi positivo, espantando de vez o fantasma da instabilidade e da falta de investimento que assombrou o mercado brasileiro nas décadas de 80 e 90, valendo, ainda, demonstrar que o número de total operações societárias, assim como o número de operações *cross borders*, realizadas no ano de 2010 foi o maior que se teve notícia num espaço de tempo de vinte anos<sup>38</sup>.

Sabido que as operações societárias, principalmente aquelas envolvendo fusões e aquisições, tiveram sua maior expressão na primeira década dos anos 2000, nos importa apresentar o cenário que possibilitou essa evolução de números e resultados.

Algumas mudanças, como a autorregulação da Bolsa de Valores de São Paulo, responsável pela criação de segmentos especiais de governança corporativa e da Câmara de Arbitragem; a edição de novas leis regulatórias; a atuação mais intensa da CVM<sup>39</sup>; a atualização

---

<sup>36</sup> Pesquisa de Fusões e Aquisições 2009 – 4º trimestre, p. 14. Disponível em <[http://www.kpmg.com.br/publicacoes/fusoes\\_aquisicoes/2009/Fusoes\\_Aquisicoes\\_4\\_trim\\_2009.pdf](http://www.kpmg.com.br/publicacoes/fusoes_aquisicoes/2009/Fusoes_Aquisicoes_4_trim_2009.pdf)>. Acesso em 04/06/2017.

<sup>37</sup> *Ibidem*, p. 14.

<sup>38</sup> Pesquisa de Fusões e Aquisições 2010 – 4º trimestre, p. 19. Disponível em <[http://www.kpmg.com.br/publicacoes/fusoes\\_aquisicoes/2010/FA\\_4otrim\\_2010.pdf](http://www.kpmg.com.br/publicacoes/fusoes_aquisicoes/2010/FA_4otrim_2010.pdf)>. Acesso em 04/06/2017.

<sup>39</sup> Atuação que se deu por meio da criação de instrumentos regulatórios, atividade em Processos Administrativos, celebração de convênios com entidades públicas e privadas e estreitamente de relações com organizações

da legislação societária desde o ano 2000; e a criação do Novo Mercado, foram extremamente relevantes para a evolução da proteção de investidores, possibilitando o desenvolvimento exponencial do mercado acionário brasileiro na referida década<sup>40</sup>.

Nesse sentido, e no que diz respeito à legislação societária, a partir de 2000, ano da criação do Novo Mercado pela Bolsa de Valores de São Paulo<sup>41</sup>, foram aprovadas duas leis, visando a reforma das Leis n.º 6.385 (criação da CVM) e 6.404 (Sociedades por Ações), ambas de 1976. São elas: as Leis n. 10.303, de 2001, e 10.411, de 2002. Um dos resultados advindo dessas modificações pôde ser percebido pela CVM, com o aumento da sua autonomia administrativa e orçamentária, incluindo o estabelecimento de mandatos fixos aos seus diretores<sup>42</sup>.

Foram diversas as reformas operadas pela Lei 10.303 de 2001 no âmbito da Lei de Sociedades por Ações, tendo conferido uma nova redação à, aproximadamente, oitenta e quatro dispositivos, dentre artigos, incisos e parágrafos. Grande parte dessas reformas teve como escopo uma maior proteção aos acionistas minoritários, assegurando aos titulares de ações ordinárias o direito de *tag along*<sup>43</sup>; aumentando a possibilidade de eleição dos membros do conselho de administração pelos minoritários; estabelecendo obrigatoriedade de oferta pública para fechamento de capital (art. 4º, §§4º, 5º e 6º, LSA); e dispondo sobre a possibilidade de o estatuto social prever a solução de eventuais conflitos por meio de arbitragem, dando força às regras do Novo Mercado e à Câmara de Arbitragem da Bolsa (CAM)<sup>44</sup>.

---

supranacionais. De 2000 até o final de julho de 2010, foram publicadas 163 instruções, 312 Deliberações, seis Notas Explicativas e cinco Pareceres de Orientação pela CVM, conforme DONAGGIO, Angela Rita Franco. Governança Corporativa e novo mercado : proteção ao investidor e falhas no marco regulatório. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 51-54.

<sup>40</sup> DONAGGIO, Angela Rita Franco. Governança Corporativa e novo mercado : proteção ao investidor e falhas no marco regulatório. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 51-54.

<sup>41</sup> “Lançado no ano 2000, o Novo Mercado estabeleceu desde sua criação um padrão de governança corporativa altamente diferenciado. A partir da primeira listagem, em 2002, ele se tornou o padrão de transparência e governança exigido pelos investidores para as novas aberturas de capital e é recomendado para empresas que pretendem fazer ofertas grandes e direcionadas a qualquer tipo de investidor (investidores institucionais, pessoas físicas, estrangeiros etc.)” Site da BM&FBOVESPA. Disponível em <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/novo-mercado/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/novo-mercado/)>. Acesso em 04/06/2017.

<sup>42</sup> DONAGGIO, Angela Rita Franco. Governança Corporativa e novo mercado : proteção ao investidor e falhas no marco regulatório. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 51-54.

<sup>43</sup> O direito de *tag along* prevê que, no caso da alienação do controle da companhia a quem não o estivesse exercendo à época da subscrição de ações pelo acionista minoritário, o adquirente deverá pagar aos minoritários 80% do valor pago às ações do controlador.

<sup>44</sup> COUTO SILVA, Alexandre (Coord). Direito Societário: estudo sobre a Lei de Sociedades por Ações. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 203.

Outras reformas, realizadas da mesma maneira, não podem deixar de ser destacadas.

“A Lei também aperfeiçoou e detalhou os dispositivos quanto à oferta pública de ações obrigatória e voluntária, e ainda definiu as penas e os crimes contra o mercado de capitais como sendo (i) a manipulação do mercado; (ii) o uso indevido de informação privilegiada; e (iii) o exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função.

A Lei n. 11.638, aprovada em 2007, estendeu às sociedades de grande porte a elaboração de demonstrações financeiras de sociedades por ações, dentre outras alterações às Leis n. 6385 e 6.404/1976”<sup>45</sup>.

#### **1.4. Breve histórico da negociação de ações no Brasil e sua precificação no mercado.**

##### 1.4.1. O surgimento e a evolução das bolsas de valores atrelada ao mercado de capitais:

Torna-se difícil falar da negociação de ações pelas companhias sem explicar os contextos, motivos e passos históricos do nosso mercado de capitais. Uma parte importantíssima disso é o surgimento das bolsas de valores e a sua evolução no Brasil, considerando que tal desenvolvimento ocorreu concomitantemente ao desenvolvimento do mercado de capitais como um todo. Por tal motivo, abordaremos brevemente o surgimento das bolsas de valores como um todo, bem como a história das bolsas de valores no Brasil, alinhando esse perfil histórico com o paralelo desenvolvimento do mercado de capitais.

Não se sabe exatamente nem onde nem quando surgiu a primeira bolsa de valores no mundo, apontando a literatura que a sua origem seria bem remota. “Alguns escritores a localizam “nos *emporium* dos gregos, outros nos *collegium mercatorum* dos romanos, ou no *funduks* (bazares) dos palestinos” (RUDGE & CAVALCANTE, 1996, p.172)”<sup>46</sup>.

As primeiras bolsas que se aproximam das características modernas das atuais bolsas de valores surgiram com o desenvolvimento do comércio, no século XV, e sua expansão, no século XVI, afinal foi nesta época em que, por força da intensificação das atividades comerciais, o número de corporações de comerciantes, mercadores e banqueiros cresceu, possibilitando a

---

<sup>45</sup> DONAGGIO, Angela Rita Franco. Governança Corporativa e novo mercado : proteção ao investidor e falhas no marco regulatório. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 48-50.

<sup>46</sup> ROCHA, Fátima Gomes. Revista Perspectivas em ciência da informação, vol. 2, n.º 2, Belo Horizonte: ECI UFMG, 1997, p. 189-190. Disponível em <<http://portaldeperiodicos.eci.ufmg.br/index.php/pci/article/viewFile/633/422>>. Acesso em 04/06/2017.

criação das primeiras instituições onde se encontravam para efetuar suas transações. No entanto, a história aponta que

“foi em Bruges, na Bélgica, que, em 1487, a palavra bolsa alcançou seu sentido comercial e financeira, quando mercadores e comerciantes reuniam-se, a fim de realizar negócios, na casa do senhor Van der Burse, cujo brasão era ornamentado com o desenho de três bolsas. Mais tarde, em 1561, surgem as bolsas de Antuérpia e Amsterdam e, em 1595, as de Lyon, Bordéus e Marselha. A bolsa de Londres – Royal Exchange – foi criada na segunda metade do século XVI e, em Paris, a primeira bolsa surgiu em 1639. Assim, com o decorrer do tempo, todos os centros comerciais e industriais foram criando suas bolsas”<sup>47</sup>.

Com a ampliação dos empreendimentos, a partir do século XIX, foi possível instalar-se o jogo financeiro puro, através do comércio de ações. Tal fato foi um divisor de águas para as bolsas de valores, afinal aumentaram e muito o volume de negócios nas bolsas de valores, passando a determinar, inclusive, a sua especialização, pois enquanto umas conservaram a função de bolsa de mercadorias, outras realizaram o seu enfoque no comércio de valores mobiliários<sup>48</sup>.

Atualmente, as bolsas que ocupam grande destaque no cenário internacional são as bolsas de valores de Nova York, Londres, Paris e Tóquio, exercendo a primeira a supremacia sobre as outras, em razão do número e das importâncias dos negócios lá realizados, estando localizada na famosa Wall Street, o centro financeiro de Nova York<sup>49</sup>.

No Brasil, a primeira referência que temos a respeito de bolsa de valores, é aquela transmitida pelas praças do comércio, referenciadas no Código Comercial de 1850<sup>50</sup>, sendo, conforme a redação do art. 32 desse Código, “não só o local, mas também a reunião de comerciantes, capitães e mestres de navios, corretores e mais pessoas empregadas no comércio”<sup>51</sup>. Apesar de primitiva, comparado ao conceito de bolsa de valores que temos

---

<sup>47</sup> ROCHA, Fátima Gomes. Revista Perspectivas em ciência da informação, vol. 2, n.º 2, Belo Horizonte: ECI UFMG, 1997, p.190 Disponível em <<http://portaldeperiodicos.eci.ufmg.br/index.php/pci/article/viewFile/633/422>>. Acesso em 04/06/2017.

<sup>48</sup> Ibidem, p. 190.

<sup>49</sup> Ibidem, p. 190.

<sup>50</sup> As Praças do Comércio são citadas nos arts. 32, 33 e 34, do segundo Título, do Capítulo IV, do Código Comercial de 1850.

<sup>51</sup> “Art. 32. Praça do comércio é não só o local, mas também a reunião dos comerciantes, capitães e mestres de navios, corretores e mais pessoas empregadas no comércio.

Este local e reunião estão sujeitos à polícia e inspeção das autoridades competentes.

O regulamento das praças do comércio marcará tudo quanto respeita à polícia interna das mesmas praças, e mais objetos a elas concernentes”.

formado nos dias atuais, o conceito trazido pelo Código Comercial não se mostra tão distante, representando, para época, um desenho robusto do que viriam a se tornar as praças do comércio.

Importa, também, ressaltar o conteúdo dos arts. 33 e 34 do Código Comercial de 1850, que antigamente já ditavam uma característica das atuais bolsas de valores, que é a determinação dos cursos da variação do preço dos valores negociados. Além disso, era prevista também a possibilidade de os comerciantes elegerem, dentre si, uma comissão representando o corpo da praça na qual se operasse o comércio, o que de certa forma regionalizava a regulação dessas praças<sup>52</sup>.

Tais disposições do Código Comercial foram influenciadas pelas características e pela adoção do mesmo processo de constituição das primeiras bolsas existentes na Europa e nos Estados Unidos da América, ou seja,

“o da estruturação de um sistema financeiro com a participação de mercadeos constituídos em forma de bolsas para negociação de moedas, mercadorias, metais preciosos e títulos de participação relativos ao fracionamento dos créditos públicos à empresas, e se refere ao decreto nº 417 de 1845, que reconhecia – para fins de “arrecadação do Imposto sobre” – a profissão de corretor e determinava a cotação de títulos em pregão público”<sup>53</sup>.

Apesar de o Código Comercial de 1850 veicular algumas disposições embrionárias a respeito do tema, as leis e decretos pertinentes às bolsas de valores começaram a surgir no direito brasileiro posteriormente. A primeira bolsa de valores, ainda chamada de praça do comércio, só foi regulamentada no Brasil em 1876, pela Lei n.º 6.132, que foi especializada, no ano seguinte, pelo Decreto 6.635, de 26 de julho de 1877. Dessa lei, e do Decreto, inclusive, podemos extrair importantes sobre como o sistema e o mercado da época funcionavam<sup>54</sup>.

Em seu artigo 1º, a Lei n.º 6.132/1876, falava da existência de edifícios destinados às praças do comércio. No mesmo artigo, determinava a criação de um lugar especial, onde os

---

<sup>52</sup> “Art. 33 - O resultado das negociações que se operarem na praça determinará o curso do câmbio e o preço corrente das mercadorias, seguros, fretes, transportes de terra e água, fundos públicos, nacionais ou estrangeiros, e de outros quaisquer papéis de crédito, cujo curso possa ser anotado.

Art. 34 - Os comerciantes de qualquer praça poderão eleger dentre si uma comissão que represente o corpo do comércio da mesma praça.”

<sup>53</sup> LEITE, Marcelo Pires. A BM&FBOVESPA: a construção de um mercado nacional de bolsa de valores, mercadorias e futuros no Brasil. 2011. 148 f. Dissertação (Mestrado em Políticas Públicas, Estratégias e Desenvolvimento). Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2011. p. 24.

<sup>54</sup> *Ibidem*, p. 24.

corretores e fundos, ao efetuar transações, deveriam se reunir<sup>55</sup>, enquanto o Decreto, por sua vez, foi editado “Attendendo ao que representou a Junta dos Correctores da Praça do Rio de Janeiro”<sup>56</sup>. Por tal motivo, essas normas representaram o marco inicial da regulamentação da cotação de títulos em pregão e do funcionamento do pregão da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro.

Dessa forma, verificamos a partir da segunda metade do século XIX, as primeiras tentativas de estruturação de um sistema financeiro regulamentado e supervisionado pelo poder público. Influenciado pelo modelo de estrutura financeira montada na Inglaterra, a partir do final do século XVII, que contava com um banco público para emitir moeda e ser um financiador de primeira ordem<sup>57</sup>, o Brasil criou um sistema com capacidade de oferecer recursos visando o financiamento da industrialização e da expansão do comércio<sup>58</sup>.

Já no final do século XIX, foi elaborado o Decreto n.º 2.475, de 13 de março de 1897, que definia a legislação sobre as bolsas e corretoras do Distrito Federal, enquanto os outros estados, inclusive o próprio Distrito Federal de maneira complementar, tinham suas atividades de bolsa e corretoras reguladas por meio do Decreto n.º 24.275 de 1934. Mais à frente, em 1939, o Decreto n.º 1.344, de 13 de junho de 1939, consolidou as legislações sobre as bolsas de valores, passando a regê-las em todo o país, sendo, no entanto, com a criação do Conselho Monetário Nacional (CMN) em 1964, por meio da Lei n.º 4.595, de 31 de dezembro de 1964, que as atividades das bolsas de valores e corretores de fundos públicos passaram a ser disciplinadas<sup>59</sup>, o que nos força a concluir que “foi a partir das reformas que institucionalizaram

---

<sup>55</sup> “Art. 1º Nos edificios destinados para praças do comercio haverá um lugar especial, separado e elevado, onde, à vista do publico, se reunirão os corretores de fundos quando tiverem de propor e effecuar transacções sobre:

I Fundos públicos, nacionais ou estrangeiros;

II Letras de cambio;

III Empréstimos commerciaes;

IV Acções de companhias autorizadas e admitidas pelo Estado;

V Compra e venda de metaes preciosos.

Parapho único. Com os corretores de fundos serão admitidos, no lugar especial de que trata este artigo, os corretores de mercadorias quando pretenderem a compra ou venda de metaes preciosos.”

<sup>56</sup> DECRETO Nº 6.635, DE 26 DE JULHO DE 1877 que alterou a disposição dos arts. 1º e 2º, §§ 1º, 2º e 3º do Decreto nº 6132 de 4 de Março de 1876.

<sup>57</sup> Função representada, no Brasil, pelo Banco do Brasil, fundado novamente em 1853.

<sup>58</sup> LEITE, Marcelo Pires. A BM&FBOVESPA: a construção de um mercado nacional de bolsa de valores, mercadorias e futuros no Brasil. 2011. 148 f. Dissertação (Mestrado em Políticas Públicas, Estratégias e Desenvolvimento). Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2011. p. 24-25.

<sup>59</sup> ROCHA GOMES, Fátima. Revista Perspectivas em ciência da informação, vol. 2, n.º 2, Belo Horizonte – MG: ECI UFMG, 1997, p.190 Disponível em <<http://portaldeperiodicos.eci.ufmg.br/index.php/pci/article/viewFile/633/422>>. Acesso em 04/06/2017.

o sistema financeiro nacional, iniciadas em 1964, que as Bolsas assumiram as características que hoje possuem”<sup>60</sup>.

A partir de então, o segmento das bolsas de valores no Brasil experimentaram importantes mudanças, dentre as quais podemos citar: (i) a criação da Lei n.º 4.728 de 1965, que conferiu ao Banco Central competência para autorização a constituição e fiscalização do funcionamento das bolsas, passando as bolsas a serem consideradas integrantes do sistema de distribuição de títulos e valores; (ii) a criação das Resoluções n.º 1.655 e 1.656, de 26 de outubro de 1989, do Banco Central, aprovando os regulamentos para constituição, organização e funcionamento das sociedades corretoras e das bolsas de valores, respectivamente<sup>61</sup>; e (iii) as reformas do sistema financeiro nacional e do mercado de capitais implementadas nos anos de 1965 e 1966, com a promulgação das Leis n.º 4.595, de 31 de dezembro de 1964, e n.º 4.728, de 14 de julho de 1965, que

“objetivavam realizar uma série de reformas que resultaria na constituição da estrutura básica do que é hoje o nosso Sistema Financeiro Nacional (SFN), que compreende tanto o Mercado de Capital, quanto todas as Instituições, Intermediários e Auxiliares Financeiros (públicos ou privados, com sede ou autorizados a funcionarem no país). Sendo, estas primeiras regulamentações, complementadas, ainda no governo militar, pela Lei n. 6.385, de 07 de dezembro de 1976, que tratava da regulamentação específica do Mercado de Valores Mobiliários e que criou a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, a qual foi constituída como uma entidade autárquica, vinculada ao Ministério da Fazenda, com objetivo de regulamentar, disciplinar e fiscalizar os negócios com títulos e valores mobiliários, onde suas atividades devem ser exercidas em coordenação com o Banco Central do Brasil (BCB) e de acordo com as políticas definidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), reconhecendo as diferenças e as especificidades dos negócios realizados nestes mercados em relação aos títulos de dívida”<sup>62</sup>.

Da mesma forma, no ano de 1966, por meio da Resolução n.º 39, do BCB, as Bolsas de Valores foram transformadas em associações civis sem fins lucrativos, tendo autonomia nos setores administrativo, financeiro e patrimonial, passando a funcionar com sob sua supervisão como entidades auto reguladoras compostas pelas sociedades corretoras. Sendo assim, as bolsas

---

<sup>60</sup> RUDGE, L. F. CAVALCANTE, F. Mercado de capitais. 3.ed.rev.aum. Belo Horizonte – MG: CNBV, 1996. Cap. 9: As Bolsas de valores: estrutura e funcionamento, p. 169-204 in ROCHA, Fátima Gomes. Revista Perspectivas em ciência da informação, vol. 2, n.º 2, Belo Horizonte: ECI UFMG, 1997. p.192. Disponível em <<http://portaldeperiodicos.eci.ufmg.br/index.php/pci/article/viewFile/633/422>>. Acesso em 04/06/2017.

<sup>61</sup> ROCHA, Fátima Gomes. Revista Perspectivas em ciência da informação, vol. 2, n.º 2, Belo Horizonte: ECI UFMG, 1997. p.192 Disponível em <<http://portaldeperiodicos.eci.ufmg.br/index.php/pci/article/viewFile/633/422>>. Acesso em 04/06/2017.

<sup>62</sup> LEITE, Marcelo Pires. A BM&FBOVESPA: a construção de um mercado nacional de bolsa de valores, mercadorias e futuros no Brasil. 2011. 148 f. Dissertação (Mestrado em Políticas Públicas, Estratégias e Desenvolvimento). Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2011. p. 41.

que antes funcionavam vinculadas aos poderes estaduais e que funcionavam como meio de captação de recursos pela negociação de títulos públicos, passaram a compor o novo “Sistema Distribuidor de Títulos e Valor Mobiliários” no Mercado de Capitais.

Com a autonomia administrativa, e a conseqüente desvinculação das secretarias de fazenda dos estados, as bolsas de valores e de mercadorias iniciaram um processo de reorganização operacional, cujo início ficou marcado pela fusão entre as principais bolsas de cada região (com exceção da BOVESPA e da BVRJ), visando a ampliação da participação no volume total de negócios com títulos de valores mobiliários, da representatividade no mercado de capitais e da eficiência operacional. Sendo assim, esse processo deu início à implementação de uma nova estrutura institucional para o mercado financeiro, buscando promover o investimento industrial com o ingresso de recursos nacionais e estrangeiros através do mercado de capitais<sup>63</sup>.

Com esse processo de unificação e transformação das bolsas, ao final da década de 1970, as 27 bolsas, antes existentes no país, passaram a estar reunidas em nove bolsas, que assim foram distribuídas:

- “. Bolsa de Valores do Rio de Janeiro – BVRJ;
- . Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA;
- . Bolsa de Valores Bahia-Sergipe-Alagoas – BVBSA;
- . Bolsa de Valores Minas Gerais-Espírito Santo-Brasília – BOVMESB;
- . Bolsa de Valores do Extremo Sul – BVES (Rio Grande do Sul e Santa Catarina);
- . Bolsa de Valores do Paraná – BVPR;
- . Bolsa de Valores Pernambuco-Paraíba – BVPP;
- . Bolsa de Valores Regional – BVRg (CE-RN-PI-MA-PA-AM); e
- . Bolsa de Valores de Santos – BVSt.

Das quais, de acordo com os dados publicados pela CVM em 1997, a BOVESPA concentrava, em 1996, 84% de todos os negócios realizados em bolsa de valores, enquanto que todas as outras bolsas reunidas, respondiam apenas pelos outros 16% do volume total de negócios realizados em bolsa no país<sup>64</sup>.

Ao final da década de 1980, foram aprovadas pelo CMN as Resoluções nº 1.645/89 e nº 1656/89, ambas garantindo a bolsa de valores e a bolsa de futuros como instituições auto reguladoras, sendo a primeira resolução para a bolsa de futuros e a segunda para a bolsa de

<sup>63</sup> LEITE, Marcelo Pires. A BM&FBOVESPA: a construção de um mercado nacional de bolsa de valores, mercadorias e futuros no Brasil. 2011. 148 f. Dissertação (Mestrado em Políticas Públicas, Estratégias e Desenvolvimento). Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2011. p. 43.

<sup>64</sup> Ibidem, p. 45-46.



valores. Dessa maneira, as bolsas foram incumbidas de certas responsabilidades como regulamentar e fiscalizar as transações realizadas em seus pregões e sistemas eletrônicos de negociação, e realizar a arbitragem de disputas, visando evitar e corrigir infrações legais, desvios de equidade e justiça dos mercados e proteção dos investidores<sup>65</sup>.

No caminhar desse processo de desenvolvimento e crescimento das bolsas, a BOVESPA finalizou em 2001 um dos acordos mais importantes de todos os tempos para o sistema financeiro e de mercado de capitais nacional, que foi a integração de todas as Bolsas brasileiras em torno de um único mercado de valores, o da própria BOVESPA, agregando as oito bolsas de valores ainda existentes no Brasil à época, incluindo a BVRJ, que passou a negociar somente títulos públicos emitidos pelos governos federal, estadual e municipal, além dos leilões de privatização<sup>66</sup>.

Por conseguinte, em 2007 a Bovespa e a BM&F concluíram seus processos de desmutualização, deixando de serem instituições sem fins lucrativos e tornando-se sociedades anônimas de capital aberto, quais sejam a BOVESPA  *Holding* S.A. e a BM&F S.A., passando a negociar suas respectivas ações com os códigos “BOVH3” e “BMEF3” em bolsa de valores<sup>67</sup>.

E, por fim, em 2008 as duas companhias se uniram, por meio da aprovação de uma reorganização societária, e consequente incorporação das controladas, a fim de que BOVESPA  *Holding* S.A. e BM&F S.A. se tornassem uma só, com a denominação de “BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros”, uma sociedade anônima de capital aberto e que passou a negociar suas ações no Novo Mercado sob o código “BVMF3”, se tornando terceira maior bolsa do mundo e a segunda maior bolsa das Américas em valor de mercado<sup>68</sup>.

#### 1.4.2. A evolução histórica do mercado de capitais e dos investimentos em ações:

Até a década de 1960 a população brasileira baseava os seus investimentos, principalmente, em ativos reais (imóveis), evitando o investimento em títulos públicos ou

---

<sup>65</sup> *Ibidem*, p. 53.

<sup>66</sup> LEITE, Marcelo Pires. A BM&FBOVESPA: a construção de um mercado nacional de bolsa de valores, mercadorias e futuros no Brasil. 2011. 148 f. Dissertação (Mestrado em Políticas Públicas, Estratégias e Desenvolvimento). Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2011. p. 53.

<sup>67</sup> *Ibidem*, p. 53.

<sup>68</sup> *Ibidem*, p. 53.

privados, afinal com o término dos anos 50, o cenário da economia brasileira era representado por uma crescente inflação e pela Lei da Usura, que limitava em 12% a taxa máxima de juros. A consequência disso, para a economia do país, era a limitação do desenvolvimento e da criação de um mercado de capitais ativo<sup>69</sup>.

Os cenários político e econômico clamavam por uma reestruturação do Mercado de Capitais, o que seria fundamental para suprir as deficiências de infraestrutura, recursos humanos e financeiros de um país que, ao mesmo tempo, contava com fortes impulsos no seu crescimento.

“Letras de câmbio iriam lastrear o crédito direto ao consumidor, permitindo que mais brasileiros adquirissem os bens que a indústria de transformação produzia em maior escala. O sistema brasileiro de poupança e empréstimos, com a captação de recursos por meio das cadernetas e das letras imobiliárias, reativaria a construção civil”<sup>70</sup>.

O cenário vigente até então, só mudaria com as grandes reformas na economia nacional realizadas em 1964 pelo governo da época, dentre as quais estava a reestruturação do mercado financeiro. Essa reestruturação compreendeu, dentre outras medidas<sup>71</sup>, a elaboração e sancionamentos das Leis n.º 4.537/64, que instituiu a correção monetária, mediante a criação da ORTN (Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional)<sup>72</sup>; n.º 4.595/64, chamada de lei da reforma bancária, que reformulou o sistema de intermediação financeira em âmbito nacional e criou o CMN E BCB; e n.º 4.728/65, primeira Lei de Mercado de Capitais, que reforçou as bases para as transações com ações<sup>73</sup>.

Com essa legislação, o mercado acionário se viu modificado e em novos patamares, afinal foram reformuladas as legislações sobre Bolsa de Valores, os corretores de fundos públicos

---

<sup>69</sup> O mercado de valores mobiliários brasileiro / Comissão de Valores Mobiliários. 3. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014. P. 56. Disponível em <<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/publicacao/LivrosCVM.html#Derivativos>>. Acesso em 05/06/2017

<sup>70</sup> A história da CVM pelo olhar de seus ex-presidentes / George Vidor. – Rio de Janeiro: ANBIMA e BM&FBOVESPA, 2016. p. 16. Disponível em <[http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/CVM\\_40anos\\_LIVRO-COMPLETO-051216xtr.pdf](http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/CVM_40anos_LIVRO-COMPLETO-051216xtr.pdf)>. Acesso em 05/06/2017.

<sup>71</sup> Citamos apenas aquelas mais importantes para o mercado de capitais

<sup>72</sup> O mercado de valores mobiliários brasileiro / Comissão de Valores Mobiliários. 3. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014. P. 57. Disponível em <<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/publicacao/LivrosCVM.html#Derivativos>>. Acesso em 05/06/2017

<sup>73</sup> A história da CVM pelo olhar de seus ex-presidentes / George Vidor. – Rio de Janeiro: ANBIMA e BM&FBOVESPA, 2016. p. 17. Disponível em <[http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/CVM\\_40anos\\_LIVRO-COMPLETO-051216xtr.pdf](http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/CVM_40anos_LIVRO-COMPLETO-051216xtr.pdf)>.

foram transformados em Sociedades Corretoras, profissionalizando-os, e foram criados os Bancos de Investimento, a quem caberia a responsabilidade de desenvolver a indústria de fundos de investimento. Logo em seguida, foi criada, dentro do Banco Central a Diretoria de Mercado de Capitais, para exercer as funções atualmente exercidas pela CVM<sup>74</sup>.

Com o intuito de popularizar e familiarizar a população com o mercado de ações, o Governo recorreu a incentivos fiscais para o segmento, sendo o melhor exemplo a criação do Decreto-Lei n.º 157/1967. Esse Decreto permitia que os contribuintes, pessoas físicas, destinassem um percentual do Imposto de Renda devido à aplicações em fundos de investimento criados exclusivamente a esse propósito.

“A ideia original era familiarizar os contribuintes com o mundo das ações, transformando-os progressivamente em investidores, preferencialmente de médio e longo prazos (os resgates nos chamados Fundos 157 só eram permitidos após 15 anos da aplicação). Tentativa similar aconteceria cerca de três décadas depois, com os fundos de privatização da Petrobras e da Companhia Vale do Rio Doce, por meio de aplicações voluntárias de recursos do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS)

A década de 1960 se encerraria com o mercado de ações vivendo uma euforia”<sup>75</sup>.

Conforme desejado, as mudanças realizadas pelo Governo Federal no sentido de captar recursos para o mercado acionário surtiram efeitos rapidamente. O crescimento pela demanda de ações foi sentido rapidamente sem que fosse correspondido pelo aumento simultâneo da emissão de novas ações pelas empresas, e a consequência disso foi a ocorrência de um “boom” na Bolsa do Rio de Janeiro, sendo o período de maior especulação entre dezembro de 1970 e julho de 1971, quando as cotações dispararam<sup>76</sup>.

Alcançando-se o pico dos movimentos de especulação em julho de 1971, teve início um processo de venda de títulos pelos investidores que tinham mais consciência e noção do cenário do mercado de ações, visando a realização de lucros. Tal movimento agravou ainda mais o

---

<sup>74</sup> O mercado de valores mobiliários brasileiro / Comissão de Valores Mobiliários. 3. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014. P. 57. Disponível em <<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/publicacao/LivrosCVM.html#Derivativos>>. Acesso em 05/06/2017

<sup>75</sup> A história da CVM pelo olhar de seus ex-presidentes / George Vidor. – Rio de Janeiro: ANBIMA e BM&FBOVESPA, 2016. p. 18. Disponível em <[http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/CVM\\_40anos\\_LIVRO-COMPLETO-051216xtr.pdf](http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/CVM_40anos_LIVRO-COMPLETO-051216xtr.pdf)>.

<sup>76</sup> O mercado de valores mobiliários brasileiro / Comissão de Valores Mobiliários. 3. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014. P. 57. Disponível em <<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/publicacao/LivrosCVM.html#Derivativos>>. Acesso em 05/06/2017.

quadro que já estava exposto, afinal novas emissões foram realizadas para suprir a demanda que era faltosa num momento que muitos investidores, impressionados com a velocidade e a expressividade do movimento de baixa, tentavam vender seus títulos<sup>77</sup>.

“O movimento especulativo conhecido como “boom de 1971”, teve curta duração, mas suas consequências foram vários anos de mercado deprimido, pois algumas ofertas de ações de companhias extremamente frágeis e sem qualquer compromisso com seus acionistas, ocorridas no período, geraram grandes prejuízos e mancharam, de forma surpreendentemente duradoura, a reputação do mercado acionário. Apesar disso, notou-se uma recuperação das cotações a partir de 1975, devido a novos aportes de recursos (as reservas técnicas das seguradoras, os recursos do Fundo PIS/PASEP, adicionais do Fundo 157 e a criação das Sociedades de Investimento “Decreto-Lei nº 1401” para captar recursos externos e aplicar no mercado de ações), além do crescente volume de investimentos por parte dos Fundos de Pensão”<sup>78</sup>.

Diante do quadro de estagnação e na tentativa de recuperar o desenvolvimento do mercado acionário, vários outros incentivos foram adotados, como: a isenção fiscal dos ganhos obtidos em bolsa de valores, afim de diminuir o custo para transacionar na bolsa de valores; a possibilidade de abatimento, na declaração de imposto de renda, de determinada quantia correspondente aos valores aplicados em subscrição pública de ações decorrentes de aumento de capital; determinados programas de financiamento, realizados pelo BNDES, para os subscritores de ações distribuídas publicamente; e mais tarde a criação da nova Lei de Sociedades por Ações em 1976 e a segunda Lei do Mercado de Capitais, que criou a CVM<sup>79</sup>.

O mercado, no entanto, não respondeu aos estímulos realizados na época, tendo um crescimento abaixo do esperado. Ainda foi tentada uma internacionalização do mercado acionário, ao final da década de 70, mas a retomada do crescimento e a internacionalização do mercado de capitais brasileiro só foram acontecer a partir de meados da década de 1990<sup>80</sup>, com a abertura da economia brasileira.

A partir de então, o mercado acionário brasileiro, bem com as companhias que o compõe, passaram a ter contatos com investimentos externos e muitas vezes, mais sofisticados, o que de

---

<sup>77</sup> O mercado de valores mobiliários brasileiro / Comissão de Valores Mobiliários. 3. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014. P. 57. Disponível em <<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/publicacao/LivrosCVM.html#Derivativos>>. Acesso em 05/06/2017.

<sup>78</sup> O mercado de valores mobiliários brasileiro / Comissão de Valores Mobiliários. 3. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014. p. 58. Disponível em <<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/publicacao/LivrosCVM.html#Derivativos>>. Acesso em 05/06/2017.

<sup>79</sup> Ibidem, p. 58.

<sup>80</sup> Ibidem, p. 58-59.

certa impulsionou o próprio investimento nacional, que começou a ser realizado de forma mais intensiva e consciente, atentando-se a direitos que antes não eram notados<sup>81</sup>.

Dessa maneira, o despreparo do mercado acionário brasileiro, somado ao despreparo enraizado na gestão das companhias que o compunham, foi aos poucos sendo escancarado.

“Com o passar do tempo, o mercado de capitais brasileiro passou a perder espaço para outros mercados devido à falta de proteção ao acionista minoritário e a incertezas em relação às aplicações financeiras. A falta de transparência na gestão e a ausência de instrumentos adequados de supervisão das companhias influenciavam a percepção de risco e, conseqüentemente, aumentavam o custo de capital das empresas.

Algumas iniciativas institucionais e governamentais foram implementadas nos últimos anos com o objetivo de assegurar melhorias nas práticas de governança corporativa das empresas brasileiras, das quais destacamos: a aprovação da Lei nº 10.303/01 e a criação do Novo Mercado e dos Níveis 1 e 2 de governança corporativa pela BM&FBOVESPA”<sup>82</sup>.

## **1.5. A evolução legislativa dos critérios e procedimentos para fixação do preço de ações.**

### 1.5.1. A regulamentação da precificação no Decreto Lei n.º 2.627 de 1940:

Como já abordamos ao longo deste primeiro capítulo, a legislação das sociedades por ações sofreu diversas modificações desde a elaboração do Código Comercial, tendo como marcos históricos o próprio Código Comercial de 1850, o Decreto 2.627 de 1940 e posteriormente a lei 6.404 de 1976, que regulamenta as sociedades por ações até hoje.

Grande parte das evoluções legislativas promovidas no Brasil ao longo dos últimos dois séculos, dentro do âmbito societário e do âmbito do mercado de capitais, teve por objetivo promover o desenvolvimento da estrutura econômica e do sistema financeiro do país e, nos períodos mais recentes, incentivar a entrada de investimentos externos e o aquecimento da economia. Em algumas dessas tentativas, incentivou-se à participação da população no mercado acionário e a abertura e o investimento de novas companhias, considerando que o perfil do brasileiro, até a década de 60, enquanto investidor, era voltado para os investimento imobiliários, isto é, compra, venda e aluguel de imóveis.

---

<sup>81</sup> O mercado de valores mobiliários brasileiro / Comissão de Valores Mobiliários. 3. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014. p. 59. Disponível em <<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/publicacao/LivrosCVM.html#Derivativos>>. Acesso em 05/06/2017.

<sup>82</sup> Ibidem, p. 58.

No entanto, apesar dos diversos esforços, o mercado brasileiro só foi definitivamente aquecido e provocado para a abertura de novas companhias, bem como para a realização de operações societárias como fusões, aquisições e incorporações, a partir do final dos anos 90, no que seria, talvez, um reflexo da política de abertura econômica que foi sendo adotada com as privatizações e com a progressiva abertura do mercado adotada naquela época.

Por tal motivo, quando o Decreto Lei n.º 2.627 de 1940 foi elaborado, procurou-se satisfazer as necessidades da época, sem no entanto desconsiderar as possibilidades do futuro, no entanto, as grandes mudanças e revoluções experimentadas pelo Brasil nas décadas seguintes mostraram a necessidade de uma nova lei acionária que visasse maiores garantias aos acionistas e investidores, bem como proteção às companhias, fazendo com que o Decreto de 1940 fosse revogado num espaço de tempo relativamente curto, considerando-se o tempo de vigência de outras legislações no Brasil.

Por tratar-se de época onde praticamente não havia a negociação de ações, e tampouco sua emissão com consequentes aumentos de capital, como se passou a ter a partir da década de 70, e mais significativamente, a partir dos anos 90, o Decreto de 1940 não previa qualquer tipo de disposição a respeito dos critérios que deveriam ser utilizados para fixação do preço de emissão de ações, se restringindo, no seu art. 108, a determinar a necessidade de uma justificativa para a realização do aumento de capital. Transcrevemos o artigo:

“Art. 108. Depois de integralmente realizado o capital social, é lícito à assembléia geral aumentá-lo. (Revogado pela Lei nº 6.404, de 1976)  
Parágrafo único. Toda proposta de aumento deve ser acompanhada de exposição justificativa, e somente após parecer do conselho fiscal pode ser submetida à apreciação da assembléia geral. (Revogado pela Lei nº 6.404, de 1976)”

Como se vê, o artigo não ia além, afinal o contexto de práticas societárias da época não demandava uma abordagem mais ampla, o que veio a mudar com o passar dos anos.

#### 1.5.2. As mudanças introduzidas pela Lei 6.404 de 1976 e a questão o ágio:

Com o advento da Lei 6.404 de 1976, importantes mudanças foram trazidas à legislação societária, preparando o sistema legislativo brasileiro para os próximos anos e cenários que

viriam a se apresentar. Dentre essas mudanças, a que nos interessa foi aquela introduzida com o art.170. Transcrevemos o artigo em sua redação original:

“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 deve ser fixado tendo em vista a cotação das ações no mercado, o valor de patrimônio líquido e as perspectivas de rentabilidade da companhia, sem diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, ainda que tenham direito de preferência para subscrevê-las.

§ 2º A assembléia-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 assembléia-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.”

Como se vê, com relação ao Decreto de 1940, a Lei de 1976 inovou ao permitir o aumento de capital com apenas 3/4 do capital anterior integralizado; a delegação dos poderes da assembleia geral ao conselho de administração; e, principalmente, com a indicação de critérios para fixação do preço de emissão de ações, que “a não ser por motivos mercadológicos plenamente justificados, deverá refletir o valor real da ação e não o seu valor nominal. Tal critério, por razões óbvias, não se aplica uniformemente às companhias abertas e fechadas”, conforme ensina Modesto Carvalhosa<sup>83</sup>.

Ao introduzir essas normas, o art. 170 objetivou solucionar um antigo problema que não foi enfrentado ou resolvido pelos Decretos n. 434/1891 e 2.627/1940: a fixação do preço de novas ações subscritas por terceiros sem prejudicar aqueles que já integravam o quadro de acionistas da companhia, visando também evitar a perda do valor econômico das ações pretéritas de uma companhia *in bonis* e com reservas acumuladas<sup>84</sup>.

<sup>83</sup> CARVALHOSA, Modesto. Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. vol. 3. São Paulo: Saraiva, 2003. p. 517.

<sup>84</sup> LUCENA, José Waldecy. Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 121 a 188), vol. 2. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 836.

Além disso, buscou-se também uma adaptação por meio da reorganização dos critérios para fixação de preço, afinal o legislador de 1976 colocou o critério do “patrimônio líquido”, como o primeiro da lista, considerando ser o mais adotado à época em virtude das avaliações realizadas nas operações de fusões e aquisições do período, o que não se sustentou e foi alterado<sup>85</sup>, conforme veremos mais adiante.

O problema que se discutia na época se resume aos casos do direito de preferência de acionistas. Importava saber se a companhia, realizando aumento de capital por subscrição em dinheiro, podia emitir as ações correspondentes com ágio ou prêmio, afinal era proibida a emissão por valor inferior ao valor nominal, caso estabelecido, mas não havia disposição quanto ao preço das ações e ao ágio. Miranda Valverde entendia que o ágio ou prêmio não tinha razão para existir, considerando que o Decreto de 1940 assegurava aos acionistas o direito de preferência para subscrição de novas ações, considerando ainda que eles tinham o direito de ceder ou transferir esse direito de subscrição a terceiro, acionista ou não. Sendo assim, o referido autor entendia que não tendo o acionista recursos para subscrever sua parte no aumento de capital, ele lucraria com a transferência do direito de subscrição a terceiro<sup>86</sup>.

No entendimento de Cunha Peixoto, o ágio deveria ser entendido somente como excedente de capital, e da mesma forma, só poderia ser exigido ao término do prazo fixado em lei ou pelos estatutos para o acionista exercer o direito de opção. Ao término desse período, o ágio além de legal, seria necessário, por ser um instrumento hábil a diminuir o prejuízo dos antigos acionistas, já que servirá como aumento do patrimônio da sociedade, contrabalanceando a depreciação das antigas ações em decorrência do lançamento das novas<sup>87</sup>.

Dentre entendimentos diversos, a Exposição de Motivos da Lei n. 6.404/1976, ressaltou de maneira definitiva que, para proteção dos acionistas minoritários, foi criado o §1º do artigo 170, que determinava que eventuais novas ações a serem emitidas pela companhia deveriam ser emitidas por preço compatível com o valor econômico da ação, sendo esse valor econômico composto por valor de troca, de patrimônio líquido ou de rentabilidade. Na referida exposição

---

<sup>85</sup> CARVALHOSA, Modesto. Comentários à lei de sociedades anônimas : Lei n° 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis n° 9.457, de 5 de maio de 1997, e n.º 10.303. de 31 de outubro de 2001. Vol. 3. São Paulo: Saraiva. 2003. p. 519.

<sup>86</sup> LUCENA, José Waldecy. Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 121 a 188), vol. 2. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 836.

<sup>87</sup> Ibidem, p. 836.



de motivos, é colocado, ainda, que o direito de preferência nem sempre oferece a proteção necessária ao acionista, sendo a emissão de ações pelo valor econômico a melhor solução para tanto<sup>88</sup>. Transcrevemos o artigo 170, §1º, em sua redação original:

“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 deve ser fixado tendo em vista a cotação das ações no mercado, o valor de patrimônio líquido e as perspectivas de rentabilidade da companhia, sem diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, ainda que tenham direito de preferência para subscrevê-las.”

No entanto, a questão do ágio restou em aberta até o ano de 1997, quando, com a Lei n. 9.457/1997, foram realizadas uma série de reformas na Lei 6.404/76, sendo que dentre tais reformas estava uma nova redação para o §1º do artigo 170, e o acréscimo de três incisos e do parágrafo sétimo, para tanto. Transcrevemos a redação do artigo 170, §1º e §7º, após as alterações da Lei 9.457/97:

“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 que tenham direito de preferência para subscrevê-las, tendo em vista, alternativa ou conjuntamente: (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997)  
I - a perspectiva de rentabilidade da companhia; (Incluído pela Lei nº 9.457, de 1997)  
II - o valor do patrimônio líquido da ação; (Incluído pela Lei nº 9.457, de 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, de 1997)  
(...)  
§ 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, de 1997).”

Como se vê, o inciso III do art. 170, ao permitir o ágio ou deságio em função das condições de mercado, pôs fim a uma questão que ainda incomodava a doutrina. De acordo com Nelson Eizirik, comumente as ações são emitidas com deságio de até 20% da cotação, o que representa um atrativo econômico para os investidores e não caracteriza diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, enquanto a emissão com ágio, acima da cotação do mercado, é tratada como remota<sup>89</sup>.

<sup>88</sup> EXPOSIÇÃO DE MOTIVOS Nº 196, DE 24 DE JUNHO DE 1976, DO MINISTÉRIO DA FAZENDA p. 21. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis/anexos/EM196-Lei6404.pdf>>. Acesso em 05/06/2017.

<sup>89</sup> EIZIRIK, Nelson. Reforma das S.As. e do Mercado de Capitais, p. 92 apud LUCENA, José Waldecy. Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 121 a 188), vol. 2. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 837

### 1.5.3. A elaboração da Lei n.º 9.457 de 1997 e a solução de inconsistências:

Como observamos acima, com a elaboração da Lei n.º 9.457 de 1997 algumas inconsistências que circundavam a questão da precificação foram esclarecidas, dentre elas a questão da admissão do ágio para precificação da ação no aumento de capital. Ademais, a inclusão dos incisos do parágrafo primeiro bem como a inclusão do parágrafo sétimo trouxeram novos aspectos ao tema da precificação de ações quando da sua emissão, resolvendo também inconsistências referentes à interpretação da norma para fixação do preço na emissão de ações. Nesse sentido, foi o Relatório do Relator do projeto de Lei, o Senador José Serra:

“m) no artigo 170, explicita-se que os critérios estabelecidos nos incisos, para fixação do preço de emissão da ação, podem ser utilizados alternativa ou conjuntamente, a fim de dirimir dúvidas sobre a interpretação do artigo e evitando litígios judiciais. Acrescenta, ainda, parágrafo exigindo que os critérios adotados sejam devidamente justificados aos acionistas”<sup>90</sup>.

Dessa forma, intentou-se dirimir os problemas maiores que eram decorrentes das diversas interpretações da redação original da lei, em muitos casos de forma a questioná-la judicialmente. Prova disso, é o Parecer n.º 01 emitido pela CVM em 27 de setembro de 1978. Nesse parecer, ao qual conferimos extrema precisão, intentando claramente instruir as companhias e acionistas confusos com a, na época, recente Lei de Sociedade por Ações, restou estabelecido que “

“(…)

4. Em relação à consideração dos três parâmetros enunciados pelo comentado dispositivo legal, porém, deve-se entender que, embora de observância cumulativa, haverá a prevalência de um outro daqueles três parâmetros sobre os demais, quando da fixação do preço de uma nova emissão daquela ação, conforme o estágio de desenvolvimento do mercado de ações, bem como o tipo de comportamento de uma determinada ação em tal mercado (índice de negociabilidade).

(…)

8. De qualquer modo porém, a observância dos três aludidos parâmetros, com a devida prevalência de um ou outro sobre os demais, visa especificamente a evitar que, por ocasião de uma nova emissão de ações, o preço fixado para a subscrição das mesmas possa acarretar uma diluição da participação dos antigos acionistas da Companhia que, mesmo tendo direito de preferência à subscrição, não o exerçam. Esta é a filosofia principal do aludido parágrafo 1º do art. 170.

9. Ocorre, no entanto, que um exame mais aprofundado do texto do citado dispositivo legal, bem como da exposição de motivos da LEI Nº 6.404/76, na parte alusiva àquele dispositivo, revela que a intenção do legislador foi a de exigir a observância dos três

<sup>90</sup> CARVALHOSA, Modesto. Comentários à lei de sociedades anônimas : Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. vol. 3 - São Paulo: Saraiva. 2003. p. 518.

mencionados parâmetros sempre que possível. Sem dúvida alguma para a CVM tal ilação se extrai das expressões "diluição injustificada" constantes do texto do parágrafo 1º do art. 170, bem como da seguinte frase utilizada na exposição de motivos: "A emissão de ações pelo valor nominal, quando a Companhia pode colocá-la por preço superior, conduz à diluição desnecessária e injustificada".

10. Assim sendo, deve-se entender que o legislador ao se referir à hipótese de "diluição injustificada", admitiu, "a contrario sensu", a possibilidade da ocorrência de hipótese de "diluição/justificada". E a questão se circunscreverá sempre em saber-se, na hipótese de constatação de uma diluição da participação dos antigos acionistas, se a mesma foi ou não justificada. Esta será, realmente a maior questão a ser considerada no que se refere à eficácia do parágrafo 1º do art. 170 do relacionamento de uma Companhia com seus acionistas.

11. Em princípio deverá se admitir como uma hipótese da diluição "justificada" da participação dos antigos acionistas a hipótese em que, se apresentando como inviável a colocação no mercado de uma emissão a preço fixado com base no comentado parágrafo 1º do art. 170, for adotado preço menor. Entender-se o contrário importaria em vedar à companhia se capitalizar via Mercado. No entanto, a "inviabilidade" da colocação das ações por preço fixado em obediência ao parágrafo 1º do art. 170 há que ser real. A simples justificativa de que "é inviável o lançamento no mercado por valor superior ao aceito pelo próprio mercado", com a conseqüente e irrestrita adoção do valor de cotação como o único parâmetro a ser observado na fixação do preço de emissão, não é suficiente. Isto porque a simples contingência de um mercado nem sempre será bastante justificativa para diluir-se a participação dos antigos acionistas, por ocasião de uma emissão de ações.

(...)<sup>91</sup>

Por tal motivo, o legislador ao incluir os termos "alternativa ou conjuntamente" procurou sanar uma dúvida que já estava implantada no universo societário. De forma igual o fez pela inclusão dos incisos no parágrafo primeiro, mantendo a terminologia antes utilizada e reordenando os critérios, de forma que o critério da "perspectiva de rentabilidade da companhia" passou do terceiro lugar para o primeiro, mantendo o "valor do patrimônio líquido da ação" em segundo e tornando "a cotação das ações no mercado" o último critério e com nova nomenclatura.

Com essa reorganização, cuja intenção foi amplamente divulgada, o legislador intentou que as Companhias fossem induzidas a utilizar os critérios na ordem em que previstos na legislação. Considerando que o critério da "perspectiva de rentabilidade", previsto no inciso I, é entendido pela maioria como o mais eficaz na apuração do valor econômico da ação, sua alteração para a primeira posição restou justificada pelo legislador.

Nas palavras de Modesto Carvalhosa,

---

<sup>91</sup> PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM Nº 1, DE 27 DE SETEMBRO DE 1978. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/pare/pare001.html>>. Acesso em 05/06/2017.

“Esse trecho da Exposição De Motivos Do Projeto (Lei Kandir) não revela o real objetivo do legislador, que é o de franquear às companhias a adaptação isolada do critério de *valor econômico*, desprezando, assim, o valor do *patrimônio líquido* que sempre era levado em conta na fixação do preço de emissão”<sup>92</sup>

O referido autor ainda continua com a crítica às mudanças, ao atentar quanto à utilização do termo “valor econômico” traduzido pelo legislador de 1976 como “perspectiva de rentabilidade”. Na visão do autor o legislador de 1997 não poderia ter mantido esse termo, que é uma tradução literal de “*forecast profit*”, termo advindo da prática norte-americana de avaliação de empresas. O erro teria se agravado pelo fato de que o legislador de 1976 previu no art. 45 o “valor econômico” como alternativa para avaliação do preço das ações objeto do pedido de recesso. Dessa forma, concluir o autor que a intenção do legislador é que as companhias passem a emitir ações com base no seu “valor econômico”, desprezando o critério do “patrimônio líquido”, pois dessa forma a norma impede a arguição de diluição injustificada, afinal, quando o critério do “valor econômico” é adotado pela administração, na maioria das vezes o valor de emissão é significativamente menor do que o representativo do patrimônio líquido<sup>93</sup>.

Sendo assim, as alterações promovidas pela legislação de 1997 no artigo 170 tentaram proporcionar mais flexibilidade às companhias, permitindo a adoção de um ou mais critérios, ao dispor “alternativa ou conjuntamente”, e proteção aos acionistas, com a inclusão do §7º, que exige a uma exposição de motivos pormenorizada da administração da companhia ao propor o aumento de capital.

Importa ressaltar, inclusive, que a inclusão do §7º ao artigo 170, pode ser interpretada como uma reinclusão, afinal tanto o Decreto n.º 434 de 1891<sup>94</sup> quanto o Decreto n.º 2.627 de 1940<sup>95</sup>, dispunham sobre a necessidade de se expor as justificativas ao aumento de capital, o que não se repetiu na redação original da Lei n.º 6.404 de 1976<sup>96</sup>.

---

<sup>92</sup> CARVALHOSA, Modesto. Comentários à lei de sociedades anônimas : Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis n.º 9.457, de 5 de maio de 1997, e n.º 10.303, de 31 de outubro de 2001. Vol. 3. São Paulo: Saraiva. 2003. p. 518.

<sup>93</sup> *Ibidem*, p. 518.

<sup>94</sup> O Decreto n. 434 de 1891 dispunha em seu artigo 94 que “Toda proposta de aumento de capital será precedida de uma exposição justificativa” e no seu artigo 95 que “A proposta com a exposição será remetida aos fiscais, para interporem parecer, sem o qual não poderá ella ser submetida á deliberação da assembleia geral”.

<sup>95</sup> O Decreto Lei n.º 2.627 de 1940 previa no art. 108 que “toda proposta de aumento deve ser acompanhada de exposição justificativa, e somente após parecer do conselho fiscal pode ser submetida à apreciação da assembleia geral”.

<sup>96</sup> LUCENA, José Waldecy. Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 121 a 188), vol. 2. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 853-854.

No entanto, a despeito da adaptação da legislação aos novos tempos da economia e das operações societárias, a questão da fixação do preço na emissão de ações, precária na lei de 1976, não foi solucionada pela legislação de 1997, afinal a lei concede ao administrador da companhia critérios para seja estabelecido o valor da ação e como essa escolha deve ser demonstrada aos acionistas da companhia e demais órgãos para aprovação, mas os métodos de cálculo e os laudos e avaliação apresentados por peritos ao momento do aumento de capital podem ser dotados de características subjetivas.

Entramos nesse mérito porque muitas vezes são aprovados aumentos de capital em que o valor estabelecido para ação não é o melhor, vide o mais favorável e justo para os interesses da companhia e evitando, principalmente a diluição injustificada. Quando isso acontece em prejuízo de alguns acionistas e privilégio de outros, ou bastando estar comprovado o prejuízo, tem-se a necessidade de apurar o acontecido para que sejam tomadas as medidas necessárias.

#### 1.5.4. O histórico de problemas enfrentados pelas companhias na precificação:

Não obstante a legislação de 1997 ter alterado dispositivos da Lei de Sociedade por Ações de 1976, verifica-se que os problemas relacionados à fixação do preço na emissão de ações das Sociedades Anônimas, sejam elas de capital aberto ou fechado, mas em sua maioria nas de capital aberto, não só já existiam, antes da alteração, como persistiram após a alteração.

Em parte, a prova disso, teoricamente falando, é a “lacuna” que se tentou suprir até a alteração promovida pela Lei de 1997, como realizado pelo Parecer de Orientação CVM n.º 01 de 1978 e conforme discutido pela doutrina à época<sup>97</sup>. No mais, a doutrina até hoje tece seus comentários quanto aos casos fáticos em que se apresentam problemas.

---

<sup>97</sup> BULGARELLI, Waldirio. Aumento de capital abusivo: prejuízo dos minoritários e vantagens indevidas dos majoritários, diluição injustificada da posição dos antigos acionistas. *Revista Forense*, n. 278, v. 78, 1982, p. 137-147; BULGARELLI, Waldirio. Sociedade por ações. Aumento abusivo de capital. Prejuízo dos minoritários e vantagens indevidas dos majoritários. *Revista dos Tribunais*, n. 555, v. 71, 1982, p. 44-57; BULGARELLI, Waldirio. Sociedade por ações. Assembleia geral. Anulação. Poderes da maioria e da minoria. Aumento de capital. *Revista Forense*. n. 261, v. 74, 1978. p. 182-188; e COMPARATO, Fabio Konder. A fixação do preço de emissão das ações no aumento de capital da sociedade anônima. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n. 81, v. 30, 1991. p. 79-86.

Nesse sentido, conforme abordaremos mais adiante, muitos dos problemas enfrentados pelas companhias e seus acionistas, acabam sendo levados ao judiciário ou à CVM, o que se deve, em muito, pelo caráter subjetivo de determinados métodos de avaliação dos ativos e da própria companhia. Dessa maneira, a CVM realiza o controle de tais aumentos de capital e ofertas públicas quando são registradas, exercendo o seu dever de fiscalização e o judiciário busca resolver os litígios conforme os mesmos são levados a seu conhecimento.

Transcrevemos abaixo alguns dos casos que serão analisados ao longo do presente trabalho, como demonstração de que diversos problemas a respeito do tema vêm se perpetuando, tanto na seara administrativa, quanto judicial, ao longo dos últimos vinte anos:

- Proibição do acionista subscritor votar na deliberação da assembléia o laudo de avaliação - acionista que não poderia votar, posto que os bens foram destacados do seu patrimônio – Apelação Cível de n.º 70.658-7, julgada no ano de 1999 pelo Tribunal de Justiça do Paraná;
- Possibilidade de anulação de deliberação assemblear e aplicação da teoria geral das nulidades – Recurso Especial n.º 35.230-0 SP, julgado pelo STJ em 1995;
- Suspensão dos efeitos de reunião que aprovou aumento de capital com emissão de novas ações – Agravo de Instrumento n.º 203.996-4/9-00, julgado pelo Tribunal de Justiça de São Paulo em 2001;
- Questionamento de critérios adotados pela administração da sociedade em aumento de capital – Embargos Infringentes de n.º 83.319-4/1-02, julgado pelo Tribunal de Justiça de São Paulo em 2000 e proveniente de ação ajuizada em 1996;
- Controvérsia acerca das premissas econômico-contábeis utilizadas para formulação do valor conferido a cada ação nova emitida – Apelação Cível n.º 0036332-90.2002.8.19.0001, julgada pelo Tribunal de Justiça de São Paulo em 2013; e
- Irregularidades no aumento de capital da companhia deliberado em AGE. Absoluções e multas – Processo Administrativo Sancionador CVM n.º RJ2013/11113, julgado em 2015.

## **2 ASPECTOS SÓCIO ECONÔMICOS DA FORMAÇÃO DO PREÇO DE AÇÕES NAS COMPANHIAS**

### **2.1. A formação do capital social e as formas de captação de recursos nas companhias.**

#### 2.1.1. Considerações sobre a formação do capital social da sociedade anônima:

As sociedades anônimas podem ser constituídas através da subscrição privada (também chamada de simultânea) ou da subscrição pública (também chamada de sucessiva), sendo que a primeira modalidade compete às companhias fechadas e a segunda às companhias abertas.

A grande separação entre essas modalidades de sociedades anônimas é a forma de emissão e de distribuição de valores mobiliários. Enquanto as companhias abertas ostentam a possibilidade de captarem recursos junto ao público em geral, por meio da negociação em bolsa ou mercado de valores mobiliários, as companhias fechadas não têm acesso a esse meio de negociação. Essa diferença estrutural, conseqüentemente, implica de forma direta na formação do capital dessas companhias.

Para constituição de uma sociedade anônima é necessário que se faça a subscrição de todas as ações em que se divide o capital, por pelo menos duas pessoas, havendo, entretanto, duas exceções à essa regra: (i) a companhia subsidiária integral; e (ii) a sociedade que perde a pluralidade de sócios momentaneamente, sendo obrigada a reconstituir tal pluralidade no prazo máximo de 180 (cento e oitenta) dias.

Nesse sentido, exige-se que para início das atividades a sociedade disponha de um capital social, que deverá ser indicado no estatuto social da companhia. A essencialidade desse capital, inclusive, é algo indiscutível no ordenamento jurídico, tendo permanecido a sua exigência desde a sua primeira fixação, no Código Comercial de 1850, perpetuando-se, dessa forma, por todas as legislações subsequentes<sup>98</sup>.

---

<sup>98</sup> LUCENA, José Waldecy. Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 1º a 120), vol. 1. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 160-161.

O capital fixado no estatuto social corresponderá ao montante inicial do qual a sociedade disporá para perseguir seus objetivos sociais, representando o seu patrimônio, ou, conforme se lê na Exposição de Motivos da Lei n. 6.404/76

“O projeto reserva a expressão ‘capital social’ ou simplesmente ‘capital’ para significar o montante de capital financeiro de propriedade da companhia que os acionistas vinculam ao seu patrimônio, como recursos próprios destinados, de modo permanente, à realização do objeto social”<sup>99</sup>.

E aqui vale dizer que a expressão “capital subscrito”, tem o condão de designar o total que consta nos estatutos da sociedade, independentemente do seu pagamento pelos subscritores, isto é, a obrigação que o acionista, ou os sócios, têm com a sociedade – inclusive passível de execução - enquanto a expressão “capital realizado” corresponde à soma do que efetivamente foi aportado na companhia pelos acionistas<sup>100</sup>, uma espécie de “obrigação cumprida”.

Complementando esse entendimento, Fabio Ulhoa Coelho, de forma precisa, expressa o entendimento da função e da representatividade do capital social nas companhias:

“O capital social pode ser entendido, nesse sentido, como uma medida da contribuição dos sócios para a sociedade anônima, e acaba servindo, em certo modo, de referência à sua força econômica. Capital social elevado sugere solidez, uma companhia dotada de recursos próprios suficientes ao atendimento de suas necessidades de custeio. E, por essa razão, por denotar potência econômica da empresa, muitas vezes se atribui ao capital social a função de garantia aos credores, o que não é correto[...]”<sup>101</sup>.

Dessa maneira, pode-se constatar, de forma superficial que o capital social de uma sociedade anônima, de capital aberto ou fechado, pode ser entendido como contribuição dos acionistas em vistas a criação de um patrimônio, sendo que esse patrimônio pode representar a solidez e/ou a força econômica daquela sociedade. E como veremos mais adiante, a importância do capital social se conecta diretamente às suas múltiplas funções no dia a dia e na consecução do objeto social.

Aqui devemos aproveitar o ensejo para diferenciar capital social e patrimônio.

---

<sup>99</sup> MINISTÉRIO DA FAZENDA. Exposição de motivos nº 196, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda apud LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sergio. Lei de Sociedades por Ações anotada. 4. ed., rev. atual. e ampl. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 58.

<sup>100</sup> NEGRÃO, Ricardo. Direito empresarial : estudo unificado – 6. ed. – São Paulo : Saraiva, 2015, p. 63

<sup>101</sup> COELHO, Fabio Ulhoa. Curso de Direito Comercial. 7. ed., São Paulo: Saraiva, 2003. v. p. 157.



Conforme será demonstrado mais adiante, após constituído o capital social, ainda que seja destinado a compor o patrimônio da sociedade, tal montante será fixo e intangível, exceto em casos extremos, por todo o período de duração companhia. E por tal motivo, no momento de constituição da sociedade, esse capital será fixado no estatuto e só poderá ser modificado nos casos previstos em lei e no próprio estatuto, configurando sua “perda total” a dissolução e insolvência da sociedade. Já o patrimônio social, com exceção do capital social, vive uma constante transformação enquanto a sociedade opera e exerce normalmente suas atividades<sup>102</sup>.

Conforme define Nelson Eizirik,

“O capital social não se confunde com o patrimônio da companhia. Nas sociedades em que o sócio não responde com seu patrimônio próprio pelas dívidas da pessoa jurídica – como é o caso da sociedade anônima – o capital social constitui uma noção construída na prática mercantil para possibilitar a garantia dos credores e o funcionamento da empresa. O capital social, formado pela contribuição dos sócios e pelas reservas, é representado por uma cifra constante do estatuto social, podendo ser alterada pela assembleia geral nas hipóteses previstas em lei. Patrimônio, em sua acepção corrente, é o conjunto de bens, direitos e obrigações da empresa. O capital social é representado por uma cifra permanente no estatuto – ressalvadas as modificações expressamente previstas na Lei das S.A. - e é formado pela contribuição dos sócios e pelas reservas geradas pela companhia, ao passo que o patrimônio é dinâmico e está em constante processo de modificação”<sup>103</sup>.

Dessa maneira, entende-se que a principal diferença entre o capital social e o patrimônio se deve ao caráter mutante, que no caso do patrimônio é ativo, dinâmico, enquanto o capital social é estático, exceto nos casos em que se aprova o aumento ou redução. Valendo, ressaltar, ainda, que no momento da constituição da companhia o valor do capital social e do patrimônio é o mesmo, ocorrendo a separação conforme o funcionamento e as atividades tem início e sequência<sup>104</sup>.

Retornando ao conceito de capital social, verifica-se, no entanto, que não há consenso, a começar pela ambiguidade que a expressão “capital”, por si só representa. Nesse sentido, entende Bulhões Pedreira:

“Capital é derivado do latim *capitalis* (de *caput*, cabeça) - originalmente um adjetivo que significava principal, proeminente ou primeiro de uma série. O emprego do

---

<sup>102</sup> LUCENA, José Waldecy. Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 1º a 120), vol. 1. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 164-165.

<sup>103</sup> EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume I – Arts. 1º a 120. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 91.

<sup>104</sup> *Ibidem*, p. 92.

adjetivo em várias formas elípticas levou a seu uso como substantivo, para representar bens cujas características ou funções justificavam a qualificação de principais. A utilização da mesma palavra para significar conceitos abstraídos desses bens, os direitos de que são objeto, ou seu valor financeiro, aumentou-lhe a ambigüidade”<sup>105</sup>.

Tal ambigüidade é verificada, inclusive, na Lei 6.404/1976, que emprega a expressão capital em diversos momentos e com significados diferentes, referindo-se a “capital social”, “formação do capital social”, “valor do capital social”, “conta do capital social”, “número de ações do capital social”, dentre outras<sup>106</sup>.

Dessa maneira, tendo sido analisados diversos conceitos de capital, muitos entendimentos e conclusões podem convergir, portanto, para melhor entendimento, abordaremos, previamente às funções do capital social, as acepções do capital social, isto é, o entendimento do capital social e da sua natureza, a qual estará diretamente ligada às suas funções.

#### 2.1.2. As acepções do capital social no entendimento de seu conceito:

Para entendimento do conceito de capital social, visando a formação de um entendimento, ainda que superficial, a doutrina apresenta diferentes acepções do capital social, sendo elas: (i) acepção do capital social como cifra formal e abstrata; (ii) acepção do capital social como soma das entradas dos acionistas; (iii) acepção do capital social como cifra contabilística; e (iv) acepção do capital social como capital nominal e capita real<sup>107</sup>.

Começaremos abordando a acepção do capital social como cifra formal e abstrata. Por essa acepção, que comumente é denominada como acepção nominalista, o capital social seria uma entidade numérica, abstrata e inalterável. Dentre as diferentes acepções, essa acepção se destaca pela grande aceitação doutrinária.

Dentre aqueles que compactuam com essa acepção do capital social, estão Miranda Valverde e Tulio Ascarelli. Para o primeiro o “capital de uma sociedade anônima é o total, em

<sup>105</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia - Conceitos Fundamentais*. Rio de Janeiro: Forense, 1989, p. 185 apud HILDEBRAND GARCIA, Alexandre. *A Redução do Capital Social (em companhias abertas e fechadas)*. 2009. 186 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009. p. 23

<sup>106</sup> *Ibidem*, p. 24

<sup>107</sup> HILDEBRAND GARCIA, Alexandre. *A Redução do Capital Social (em companhias abertas e fechadas)*. 2009. 186 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009. p. 27-29.

dinheiro, fixado nos estatutos, das contribuições que os subscritores devem verter para a sociedade”<sup>108</sup>, enquanto para o segundo “esse capital constitui uma entidade jurídica e a sua importância corresponde ao produto do número de ações pelo valor nominal de cada uma”<sup>109</sup>.

Em acréscimo ao reducionismo que prega, são feitas algumas outras críticas a essa aceção, como a impossibilidade de conceituar o capital social como uma cifra absolutamente rígida, inalterável e distante da realidade, considerando que em determinados casos ele pode ser alterado, bem como afetado por eventos da vida social; e impossibilidade de explicar o capital social como garantia a terceiros envolvidos com a sociedade, considerando que essa cifra formal e abstrata, presente no estatuto social, não poderia se prestar a essa função<sup>110</sup>.

A segunda aceção a ser analisada, a aceção do capital social como soma das entradas dos acionistas, é a mais controvertida e a que gera mais confusão, dentre as quatro que serão analisadas neste trabalho. Pelo que se entende dessa aceção, a formação do capital social seria realizada mediante a contribuição em dinheiro ou bens suscetíveis de avaliação, sendo tal capital equiparado propriamente à soma das referidas contribuições ou entradas<sup>111</sup>.

Essa aceção é analisada de duas maneiras, sendo uma mais radical e outra mais moderada. A primeira, adotando um ponto de vista material da soma das entradas dos acionistas, afirma que o capital social é o produto do conjunto das contribuições dos acionistas, propriamente ditas, como se elas fossem carimbadas como “capital social” no momento de ingresso na companhia. A segunda, no entanto, adotando um ponto de vista formal da soma das entradas dos acionistas, afirma que o capital social é o produto do valor em dinheiro das contribuições dos acionistas<sup>112</sup>.

---

<sup>108</sup> VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por Ações*. Rio de Janeiro: Forense, 1959, 3ª ed., v. 1, p. 91 apud HILDEBRAND GARCIA, Alexandre. *A Redução do Capital Social (em companhias abertas e fechadas)*. 2009. 186 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009. p. 29.

<sup>109</sup> ASCARELLI, Tullio. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. Campinas: Bookseller, 2001, p. 467 apud HILDEBRAND GARCIA, Alexandre. *A Redução do Capital Social (em companhias abertas e fechadas)*. 2009. 186 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009. p. 29

<sup>110</sup> HILDEBRAND GARCIA, Alexandre. *A Redução do Capital Social (em companhias abertas e fechadas)*. 2009. 186 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009. p. 30

<sup>111</sup> *Ibidem*, p. 32

<sup>112</sup> *Ibidem*, p. 32

No entanto, as duas maneiras de análise dessa acepção merecem críticas fundamentadas. A primeira maneira de análise, radical, não se sustenta, afinal qualquer ativo imobiliário que componha o capital social da companhia e venha a ser alienado posteriormente provocará uma redução no capital, ainda que o produto da venda ingresse no caixa do capital social da companhia, isto porque o produto da venda não poderia ser considerado como contribuição para o capital social, como o ativo imobiliário o foi. A segunda maneira de análise, moderada, também não se sustenta em virtude do seu caráter restritivo, afinal por seu entendimento seria impossível o aumento de capital mediante conversão de debentures ou partes beneficiárias em ações, capitalização de lucros ou reservas, outros créditos detidos contra a sociedade, dentre outras possibilidades previstas em lei, hipóteses em que não ocorre a entrada de dinheiro novo ou de novos bens na companhia<sup>113</sup>.

A terceira acepção é a acepção do capital social como cifra contabilística, tendo, assim como a primeira, grande aceitação doutrinária. Enquanto a cifra formal e abstrata é indicada no estatuto social, a cifra contabilística, ora analisada, é indicada no balanço patrimonial da companhia, conforme prevê o art. 178, §2º, inciso III, e 182, *caput*, da Lei das S.A., e de acordo com as regras contábeis aplicáveis a ela<sup>114</sup>. Importando, ainda, citar o entendimento de Alfredo Lamy e José Luiz Bulhões Pedreira:

“Toda lei de sociedade anônima dedica, por isso, ao capital social uma atenção especial na medida em que, ‘externa corporis’, como elemento formal, constitui garantia de credores como ‘cifra de retenção’ (na expressão de Garrigues) e ‘interna corporis’ é a condição do exercício do poder empresarial”<sup>115</sup>

Pela interpretação dos dispositivos legais supramencionados, o capital social poderia ser entendido como uma subdivisão do patrimônio líquido – o que sabidamente não se verifica, consoante a diferenciação entre capital social (estático) e patrimônio (dinâmico), já realizada no presente trabalho- ambos incluídos no passivo da companhia, de forma que

“o montante do capital social figura no passivo do balanço da sociedade, por representar um débito desta para com os sócios; mas como tal débito não pode ser

<sup>113</sup> HILDEBRAND GARCIA, Alexandre. A Redução do Capital Social (em companhias abertas e fechadas). 2009. 186 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009. p. 32-33.

<sup>114</sup> *Ibidem*, p. 36.

<sup>115</sup> LAMY FILHO, Alfredo; e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 1996, 2ª ed., v. 2, p. 25 apud HILDEBRAND GARCIA, Alexandre. A Redução do Capital Social (em companhias abertas e fechadas). 2009. 186 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009. p. 36.

saldado, em princípio, enquanto existente a companhia, esse passivo é qualificado como não exigível (...). Nessas condições, o capital funciona, perante o patrimônio da sociedade, como uma ‘cifra de retenção’, prendendo no ativo bens suficientes para equilibrá-la; os credores, com esse mecanismo, contam com um índice de garantia patrimonial, que mede a variação do patrimônio social em relação ao importe dos bens que os acionistas vincularam aos negócios que constituem o objeto social”<sup>116</sup>.

A esse entendimento também se verifica a crítica do reducionismo, por tal motivo, Paulo de Tarso Domingos o entende como minoritário, expressando, ainda, de forma precisa que o capital social se encontra “do lado direito do balanço, não por constituir uma dívida da sociedade aos sócios, mas por se essa a forma contabilística de reter, no activo da sociedade, os bens necessários para cobrir a respectiva cifra”<sup>117</sup>.

Nesse sentido, apesar da discordância dos autores quanto à consideração do capital social enquanto dívida, para ambos o capital social teria a mesma função, de “cifra de retenção”, com relação aos terceiros, mas não aos subscritores. Quanto à qualificação do capital social, Alexandre Hildebrand Garcia, citando Paulo de Tarso Domingues<sup>118</sup>, dá a razão ao respectivo autor que explica sua contraposição da seguinte forma:

“Na verdade, se o respectivo *apport* tiver consistido numa determinada quantia em dinheiro, só por mera coincidência é que um sócio - no momento em que se afaste da sociedade - receberá o montante com que entrou; poderá receber mais ou menos, tudo dependendo da situação líquida da sociedade, o que demonstra que não está a receber de volta aquilo que entregou à sociedade. Mas a inexactidão da doutrina referida em texto fica demonstrada à evidência, se se pensar nas chamadas entradas em espécie, i. é, nas entradas em bens diferentes de dinheiro (...): pense-se, p. ex., num sócio que entra para a sociedade com um automóvel; se tivesse direito - em alguma

<sup>116</sup> PENTEADO, Mauro Rodrigues. *Aumentos de Capital das Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, 1988, pp. 13-14. No mesmo sentido, Stéphane Sylvestre-Touvin: “Mais le capital social a aussi un aspect passif. Son montant doit être porté au passif du bilan qui mentionne ce que doit la société. Ces mots doivent être entendus dans un sens très large. (...) Certes, on ne saurait prétendre qu’il ait une créance des associés exigible actuellement. Mais les modalités régissant cette exigibilité ne sont pas incompatibles avec l’existence actuelle d’une créance. L’échéance normale est le terme de la société” (SYLVESTRE-TOUVIN, Stéphane. *Le Coup D’Accordéon ou Les Vicissitudes du Capital*. Aix-en-Provence: Presses Universitaires D’Aix- Marseille, 2003, p. 17) apud HILDEBRAND GARCIA, Alexandre. *A Redução do Capital Social (em companhias abertas e fechadas)*. 2009. 186 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009. p. 37.

<sup>117</sup> Cf. Paulo de Tarso Domingues, com fundamento em Vicent Chuliá, Antonio Brunetti, Rodrigo Uría e Maria Victória R. V. Ferreira da Rocha: “Embora minoritariamente, há, no entanto, quem considere que o capital social configura uma dívida da sociedade para com os sócios, pois estes poderiam - pelo menos em certas situações (v.g., na liquidação do patrimônio social) - reclamar e exigir o pagamento da sua contribuição para o mesmo (DOMINGUES, Paulo de Tarso. *Do Capital Social: Noção, Princípios e Funções*. Coimbra: Coimbra Editora, 2004, 2ª ed., p. 36) apud HILDEBRAND GARCIA, Alexandre. *A Redução do Capital Social (em companhias abertas e fechadas)*. 2009. 186 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009. p. 37.

<sup>118</sup> HILDEBRAND GARCIA, Alexandre. *A Redução do Capital Social (em companhias abertas e fechadas)*. 2009. 186 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009. p. 37.

circunstância - a exigir a devolução da sua entrada, isso implicaria, desde logo, que a sociedade nunca poderia aliená-lo (!); e, por outro lado, na eventualidade da sua saída da sociedade, o sócio teria sempre direito a reaver o automóvel com que entrara (!). Para obstar a esta solução, poder-se-ia defender que o sócio que realiza a entrada in natura teria direito a receber não o bem com que entrou mas o valor correspondente. Só que, nesse caso, a situação seria a mesma das entradas em dinheiro que acima se referiu”<sup>86</sup>.

Configurando-se o desenvolvimento das companhias em sua seara financeira, em especial no que se refere à concepção de balanços periódicos, lucro líquido e dividendo, a acepção da cifra de retenção do capital social se torna útil em diversos momentos: garantia de credores, para manter ativos executáveis ou realização da empresa escolhida<sup>119</sup>.

A última acepção do capital social da qual trataremos é a acepção do capital social como capital nominal e como capital real. Nessa acepção o capital social é entendido pela realidade que é, que representa, sendo, no entanto, uma realidade complexa que não pode ser reduzida somente a uma concepção. Por tal motivo, aceita-se a acepção do capital social como cifra formal e abstrata, que seria o capital social nominal, com algumas variações, entendo assim o capital social como um montante de bens que a sociedade não tem o direito de realizar para os sócios, considerando que sua função primordial é cobrir o valor do capital social nominal inscrito no lado direito do balanço e que, dessa forma, só poderá ser afetado no caso de a sociedade enfrentar revezes durante a execução de suas atividades<sup>120</sup>. Esse montante de bens, assim, constituiria o capital real, mas não se equipararia ao patrimônio da sociedade, correspondendo apenas a um determinado montante de bens de valor igual ao capital social<sup>121</sup>.

Essa acepção, apresenta-se como a melhor acepção para o conceito e entendimento de capital social, não à toa que é a mais ampla e a que recebe menos críticas, inspirando uma abordagem mais abrangente quando comparada às acepções que lhe antecederam nesta análise.

### 2.1.3. As Funções do Capital Social na Companhia – Âmbitos Interno e Externo:

<sup>119</sup> HILDEBRAND GARCIA, Alexandre. *A Redução do Capital Social (em companhias abertas e fechadas)*. 2009. 186 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009. p. 38.

<sup>120</sup> DOMINGUES, Paulo de Tarso. *Do Capital Social: Noção, Princípios e Funções*. Coimbra: Coimbra Editora, 2004, 2ª ed., p. 52 apud HILDEBRAND GARCIA, Alexandre. *A Redução do Capital Social (em companhias abertas e fechadas)*. 2009. 186 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009. p. 39

<sup>121</sup> HILDEBRAND GARCIA, Alexandre. *A Redução do Capital Social (em companhias abertas e fechadas)*. 2009. 186 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009. p. 39

De forma geral, a importância do instituto do capital social, como elemento essencial à estrutura da sociedade, evidencia também a importância das funções que são desempenhadas por ele. Desta feita, as funções do capital social podem se desenvolver tanto *Externa corporis* (externamente) quanto *Interna corporis* (internamente).

No âmbito externo, o capital social tem a consagrada função de representar uma garantia aos credores, apesar de não ser possível minimizar a sua importância ao fato de que, caracterizado pela intangibilidade, sempre representará uma garantia suplementar dos credores sociais, como “cifra de retenção”, isto é, somente será restituído ou distribuído aos sócios, durante todo o período de duração da sociedade, o que exceder ao montante fixado a título de capital social<sup>122</sup>. Nesse sentido, Nelson Eizirik fala sobre a transformação do entendimento a respeito de tal função:

“A função do capital social como garantia dos credores, tal como a sua noção de cifra fixa e imutável, passou por grandes transformações nas últimas décadas; entende-se presentemente que ele representa um complexo de valores dos quais uma sociedade deve ser dotada para alcançar o equilíbrio econômico e financeiro que lhe propicie a produção de lucros pretendida. O capital não pode ter sua função reduzida a uma mera garantia, pois ele constitui o conjunto de valores designados pelos sócios para o exercício da atividade em comum, de cuja potencialidade de gerar lucros advém a efetiva garantia dos credores. O capital não é a única fonte de recurso utilizada pela companhia para fazer frente às suas necessidades, pois ela pode socorrer-se de empréstimos captados junto ao público e aos próprios acionistas (como é o caso das debêntures) ou junto ao mercado financeiro”<sup>123</sup>.

No âmbito interno, merecem destaque as funções de “produção” e de “organização”, do capital social. Na função de produção, o capital social, enquanto recursos, bens e valores aportados pelos sócios/acionistas/titulares, se destina à melhor execução do objeto social e ao desenvolvimento dos fins a que a sociedade se propõe, subsidiando assim o exercício da atividade e a obtenção de lucro por parte da sociedade. Dessa forma, também anota Nelson Eizirik que “a função primordial do capital social é garantir à sociedade os meios para realizar o seu fim”<sup>124</sup>.

---

<sup>122</sup> LUCENA, José Waldecy. Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 1º a 120), vol. 1. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 164-165.

<sup>123</sup> EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume I – Arts. 1º a 120. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 94.

<sup>124</sup> *Ibidem*, p. 92.

Na função de organização, o capital social mostra-se como uma fonte de poder político, a partir do qual se organiza uma estrutura societária pautada na participação dos seus titulares, sendo possível definir o centro de poderes e as prerrogativas de seus detentores, bem como vantagens, direitos e restrições estabelecidas pelo estatuto<sup>125</sup>. Nesse caso, vale mencionar ainda, pelo índice de ocorrência, que a alteração do capital social pode ocorrer propositalmente, e estrategicamente, com o interesse de concentração do poder político, acima mencionado. Em suma, a função da organização decorre do poder que tem o capital social de realizar a medida de contribuição dos acionistas<sup>126</sup>.

Aproveitando o ensejo da menção a respeito da estrutura societária, Luiz Alberto Colonna Rosman define o capital social como

“coluna mestra da estrutura da companhia, em torno do qual é construído o vigamento das relações internas com posições de sócio que compreendem os direitos e deveres dos acionistas: (a) a cada ação (da mesma espécie e classe) correspondem iguais direitos, em termos de porcentagem ou fração total; esse método de organização se aplica tanto aos direitos ditos patrimoniais (como os de participação no lucro e no acervo líquido, em caso de liquidação) quanto aos políticos (como o de voto nas deliberações da Assembleia Geral); e (b) a criação da ação pressupõe, como requisito necessário, contribuição financeira para formação do capital social”<sup>127</sup>

Não obstante os destaques, podemos individualizar as funções do capital social, dentro de suas divisões interna e externa. Sendo assim, as funções internas: determinação da posição jurídica dos acionistas, distribuição do poder político, distribuição dos benefícios econômicos e produção; e as funções externas: garantia de credores e avaliação da situação financeira da companhia<sup>128</sup>. Sobre essa última função, ainda vale discorrer a respeito.

A atribuição da avaliação da situação financeira da companhia como função do capital social é atribuição realizada por Paulo de Tarso Domingues, que indica tal função como autônoma do capital social, nas relações externas da companhia<sup>129</sup>. O entendimento, no entanto,

---

<sup>125</sup> LUCENA, José Waldecy. Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 1º a 120), vol. 1. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 165.

<sup>126</sup> COELHO, Fabio Ulhoa. Curso de direito comercial, volume 2 : direito de empresa – 18. ed. – São Paulo: Saraiva, 2014. p. 183.

<sup>127</sup> COUTO SILVA, Alexandre (Coord). Direito Societário: estudo sobre a Lei de Sociedades por Ações. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 63-64.

<sup>128</sup> HILDEBRAND GARCIA, Alexandre. A Redução do Capital Social (em companhias abertas e fechadas). 2009. 186 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009. p. 65-79

<sup>129</sup> DOMINGUES, Paulo de Tarso. Do Capital Social: Noção, Princípios e Funções. Coimbra: Coimbra Editora, 2004, 2ª ed, pp. 248 e segs. apud HILDEBRAND GARCIA, Alexandre. A Redução do Capital Social (em



é de que o autor queria referir-se à situação financeira da companhia e à possibilidade de sua avaliação tendo por base o ponto de vista da estrutura do capital social e do seu fluxo de caixa descontado a valor presente.

Apesar da possibilidade, essa análise não cria uma nova relação para o capital social nas relações externas da companhia, afinal, com isso ocorre apenas a identificação de certos elementos da produtividade da mesma, especialmente em função da sua estrutura de capital e do seu fluxo de caixa descontado a valor presente, para chegar-se à sua avaliação. “Os elementos já estavam lá, sendo apenas identificados e utilizados nas suas relações externas para avaliá-la”<sup>130</sup>.

Por tal motivo, essa última função do capital social que destacamos deve ser tratada com cuidado, afinal não se tem bases muito sólidas para afirmar que essa seja uma verdadeira função do capital social, ainda mais classificando-a como função externa.

#### 2.1.4. A composição e divisão do capital social da companhia:

Enquanto elemento basilar da companhia e de seu funcionamento, conforme vimos pela sua conceituação e suas funções, à luz da regra do art. 7º da Lei das S.A., o capital social poderá ser formado por contribuições em dinheiro e/ou em qualquer espécie de bens suscetíveis à avaliação em dinheiro (ressalte-se aqui os caracteres adicional e alternativo)<sup>131</sup>.

Para tanto, o capital social necessita estar integralmente subscrito no momento de constituição da sociedade, e dessa forma há a necessidade de cada sócio ter subscrito o número de ações que lhe fora atribuído de forma que a soma do número de ações subscritas por cada

---

companhias abertas e fechadas). 2009. 186 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009. p. 78.

<sup>130</sup> HILDEBRAND GARCIA, Alexandre. A Redução do Capital Social (em companhias abertas e fechadas). 2009. 186 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009. p. 79

<sup>131</sup> Conforme Nelson Eizirik, “algumas sociedades anônimas, como, por exemplo, as instituições financeiras, só podem ter o seu capital constituído em dinheiro, dada a natureza de sua atividade: a intermediação do crédito, de forma habitual e profissional” (EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume I – Arts. 1º a 120. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 99).

acionista corresponda ao número total de ações em que está dividido o capital social da sociedade<sup>132</sup>.

Após subscrito o capital, faz-se necessária à sua realização. No momento dessa realização, resguardam-se as possibilidades de que a conferência em dinheiro seja efetivada em parcelas, diferidas ao longo do tempo e conforme determinação dos acionistas, e de que a conferência em bens se dê no momento da subscrição.

A respeito da composição do capital, Nelson Eizirik conceitua que “dinheiro é numerário de curso forçado com que se exaurem as aquisições ou se liquidam serviços e responsabilidades”<sup>133</sup>, enquanto o bem “é tudo que pode ser objeto de relações jurídicas, quando apreciadas sob o ponto de vista da utilização econômica. Avaliação de bem é o ato com o qual se estima seu valor, expresso em moeda corrente”<sup>134</sup>.

O autor aponta ainda sobre a característica e a qualidade dos bens que serviram como elemento de formação do capital da sociedade, de forma que esses bens devem estar relacionados às atividades da companhia ou apresentar uma utilidade efetiva à atividade a que a sociedade se dedica. Ressalta ainda que, mesmo que o bem se adeque à atividade social da companhia, de nada valerá se não for economicamente viável, afinal a sua viabilidade econômica se relaciona diretamente com a garantia dos credores e o piso para medição dos resultados periódicos dos negócios<sup>135</sup>.

“Dessa forma, é admitida no sistema societário brasileiro a integralização de ações com máquinas, equipamentos, terrenos, edifícios, utensílios, veículos, concessões minerárias, estabelecimento industrial ou comercial, patentes de invenções e marcas de indústria ou comércio, desde que sejam suscetíveis de avaliação e do interesse da companhia”<sup>136</sup>.

Ademais, discutem-se ainda as possibilidades de composição do capital por meio de *know how*, e de bens gravados com ônus real e/ou com créditos. Quanto ao *know how*, a discussão mostra-se ampla, parte da doutrina entende que o *know how* não pode figurar no capital por ser

---

<sup>132</sup> LUCENA, José Waldecy. Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 1º a 120), vol. 1. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 178.

<sup>133</sup> EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume I – Arts. 1º a 120. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 100.

<sup>134</sup> Ibidem, p. 100.

<sup>135</sup> Ibidem, p. 100.

<sup>136</sup> Ibidem, p. 100.

vinculado à uma pessoa em específico, e dessa pessoa espera-se serviços, o que é sabido não ser passível de compor o capital. No entanto, há o entendimento de que o *know how* seguramente pode ser usado para compor o capital social da companhia em virtude da avaliação de seu valor econômico, muitas vezes superior ao valor de qualquer outro ativo aportado na companhia. Se não, vejamos:

“Em que pese a ausência de regramento legal sobre o tema, as peculiaridades do *know-how* não lhe retiram a possibilidade de ser utilizado para integralização do capital social. Isso ocorre porque não há dúvida de que ele é dotado de valor econômico e pode representar uma vantagem competitiva importante para a sociedade, maior até, em muitos casos, do que qualquer aporte financeiro.

Aliás, o comum na área de tecnologia é justamente que o *know-how* trazido pelos sócios seja o seu diferencial e seja o fiel da balança no momento da oferta inicial de ações. O caso mais célebre é o do Facebook. Seria um contrassenso argumentar que esse *conjunto de conhecimentos*, absolutamente decisivo em determinados segmentos, não poderia ser utilizado para a entrada de novos sócios na sociedade tampouco poderia se prestar à satisfação de créditos de eventuais credores da sociedade.

A maior dificuldade relativa à utilização do *know-how* para integralização do capital certamente não é de ordem legal ou conceitual, mas sim prática: a sua avaliação. À semelhança do que ocorre com outros bens imateriais – como patentes e marcas – não há uma fórmula de cálculo universalmente aceita e, dependendo dos critérios, o valor encontrado pode ser radicalmente diferente.

A inconsistência no valor atribuído implica risco não só para os credores da sociedade – que não poderão converter o *know-how* em dinheiro para ressarcimento - como também para os demais sócios, cuja participação na sociedade seria diminuída de forma indevida.

No caso das sociedades anônimas, a lei impõe que a avaliação seja realizada por três peritos ou por empresa especializada, em laudo fundamentado, com a indicação expressa de critérios, elementos de comparação e de documentos relacionados aos bens avaliados. Já para as sociedades limitadas, a lei não exige um laudo, mas atribui responsabilidade solidária aos sócios pela exata valoração de bens conferidos ao capital social, pelo prazo de cinco anos contados da data de constituição da sociedade.

Diante disso, a principal preocupação quando se cogita o uso do *know-how* no capital social é a existência de uma avaliação detalhada, consistente, realizada por profissional especializado na área, que leve em conta diferentes fatores. Dentre eles destacam-se a vantagem competitiva que o *know-how* representa no mercado, a possibilidade de acesso às informações por terceiros, a utilização de forma exclusiva ou não pela sociedade, o tempo estimado em que poderá se tornar obsoleto e, até mesmo, o custo em que a sociedade incorrerá para utilizá-lo nas suas atividades.

E para a avaliação, é necessário que se tenham informações claras e objetivas em relação ao *know-how* que se pretende utilizar. Para essa finalidade poderão ser utilizados manuais, relatórios bem como quaisquer outras informações que permitam identificar em que consiste o *conjunto de conhecimentos*. No mais das vezes esse é um óbice intransponível para a avaliação, pois o *know-how* é desenvolvido ao longo de anos, não havendo um registro palpável sobre as suas características”<sup>137</sup>.

---

<sup>137</sup> CUNTO, Raphael de; MACHADO, José; MENEGUETTI, Pamela. O uso do *know-how* como contribuição ao capital social. Disponível em <<http://www.migalhas.com.br/dePeso/16,MI159625,91041-O+uso+do+knowhow+como+contribuicao+ao+capital+social>>. Acesso em 05/06/2017.

Quanto aos bens gravados com ônus real e/ou com créditos, os bens gravados com ônus reais podem compor o capital, com ressalvas, afinal hipoteca e penhor, por exemplo, não impedem a transferência do bem gravado para outro patrimônio. Essas ressalvas são expressadas nos valores, que devem ser líquidos, descontado os valores da dívida e juros. Quanto aos créditos, eles podem compor o capital social, desde que sejam atuais e efetivamente existam, não sendo compatível com o regime das companhias a composição do capital por meio de créditos futuros<sup>138</sup>.

Passamos agora a tratar da divisão do capital social nas companhias.

As sociedades tipicamente de capitais, como as sociedades anônimas, têm o seu capital social dividido em quotas-partes denominadas ações (do holandês – *aktie*), representadas por títulos. Aqueles que adquirem essas ações serão chamados acionistas e sua responsabilidade será limitada às frações integralizadas das quais seja titular.

Desta feita, cabe ao estatuto fixar o número de ações em que se divide o capital social, requisito, como vimos, sempre indispensável, tendo elas ou não valor nominal<sup>139</sup>. Quanto às ações com valor nominal, será o mesmo fixado no estatuto social, enquanto aquelas que não possuem valor nominal, terão o seu valor fixado de acordo com o caso e ocasião em que forem emitidas, pendendo determinação do estatuto, da assembleia geral ou da administração<sup>140</sup>.

Quanto ao valor dessas ações, para as companhias abertas não se admite emissão por valor inferior ao valor nominal mínimo estabelecido pela CVM, ao passo em que as companhias fechadas, por não estarem sujeitas à jurisdição administrativa da CVM, podem emitir suas ações livremente, sem ter que respeitar um parâmetro para estabelecer o valor nominal<sup>141</sup>.

---

<sup>138</sup> EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume I – Arts. 1º a 120. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 100-101.

<sup>139</sup> LUCENA, José Waldecy. Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 1º a 120), vol. 1. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 43-44.

<sup>140</sup> CARVALHOSA, Modesto. Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. Vol. 3 - São Paulo: Saraiva, 2003. p. 3.

<sup>141</sup> Ibidem, p. 4.

O conceito de ação, dentro da doutrina, encontra três variáveis, podendo ser entendida como a menor parte do capital social, como participação acionária e como título de crédito, levando em consideração a característica de sua negociação<sup>142</sup>.

As ações podem ser classificadas quanto à sua espécie, classe e forma. Quanto à espécie elas podem ser ordinárias, preferenciais ou de fruição, a depender da natureza dos direitos ou vantagens que confirmam a seus titulares. As ações ordinárias, também chamadas de comuns, conferem direitos geralmente concedidos ao acionista comum, incluindo o direito de voto, ao passo que as ações preferenciais outorgam privilégios consistentes na prioridade para distribuição de dividendos fixos ou mínimos e na prioridade para reembolso do capital, com ou sem prêmio. As ações de fruição, completando o rol enxuto das espécies de ações, são resultantes da amortização das ações ordinárias e das ações preferenciais. Nesse ponto, vale a diferenciação entre resgate e amortização, como aponta NEGRÃO:

“[...]o primeiro se dá no pagamento do valor das ações, retirando-as de circulação, já a amortização é a distribuição aos acionistas, a título de antecipação e sem redução do capital social, de quantias que lhe seriam devidas em caso de liquidação. Se integralmente amortizadas, podem ser substituídas por ações de fruição”<sup>143</sup>

Conceituadas as ações quanto à espécie, adentramos ao aspecto da classe. Dentro da divisão de ações ordinárias, preferenciais e de fruição, as duas primeiras comportam a sua divisão em classes. As ações ordinárias só poderão ser emitidas em diferentes classes nas sociedades anônimas fechadas, considerando que nas companhias abertas só existe um tipo de ação ordinária, não havendo diferença de classes. Dessa forma, as ações ordinárias, quanto à classe, poderão ser classificadas em: (i) conversíveis ou não em ações preferenciais; (ii) que exigem ou não nacionalidade brasileira do acionista; e (iii) que conferem direito de voto em separado para o preenchimento de determinados cargos de órgãos administrativos<sup>144</sup>.

Quanto às ações preferenciais, o estatuto da companhia deverá especificar as classes dessas ações; (i) prioridade na distribuição de dividendos fixos ou mínimos; (ii) prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele; e (iii) acúmulo de ambas as vantagens.

---

<sup>142</sup> NEGRÃO, Ricardo. Direito empresarial : estudo unificado – 6. ed. – São Paulo : Saraiva, 2015. p. 68-69

<sup>143</sup> Ibidem, p. 69.

<sup>144</sup> Ibidem, p. 69-70.

Como última divisão, a lei caracteriza, ainda, as ações quanto à sua forma, podendo ser: (i) nominativas; (ii) endossáveis/ e (iii) ao portador. As ações nominativas podem, também, ser divididas em escriturais e não escriturais. Serão escriturais quando forem mantidas em conta de depósito em nome do titular, sem emissão de certificados, e em instituição financeira autorizada pela CVM. São endossáveis porque permitem a circulação mediante endosso, presumindo-se a propriedade pela posse, com base na regularidade da série de assinaturas lançada no título; e ao portador porque presume-se como proprietário da ação o seu portador, ocorrendo a transferência das ações mediante simples tradição<sup>145</sup>.

#### 2.1.5. As formas de captação de recursos nas sociedades anônimas:

As ações de uma companhia, além de serem obrigatoriamente as unidades de divisão do capital social, fazem parte também do rol de valores mobiliários que podem ser negociados pela companhia a fim de captar recursos. Fazem parte desse rol as debêntures e os *commercial papers*.

As ações de uma companhia, conforme já retratado, poderão ser tratadas em dois cenários: o das companhias fechadas e o das companhias abertas.

Nas companhias fechadas as ações funcionam como instrumento para captação de recursos em eventuais aumentos de capital por subscrição particular. Quando a companhia decide aumentar seu capital, o faz pela emissão de novas ações ou pelo aumento do valor nominativo das ações que já compõem o seu capital. Tal aumento deverá respeitar, no entanto, diversas formalidades como veremos mais adiante, e uma delas é o direito de preferência para que os acionistas, ao momento da realização do aumento, exerçam ou não o seu direito de subscrever, na proporção da sua participação no capital, o aumento de capital. Caso não exerçam esse direito, a companhia oferecerá as ações que não foram subscritas a investidores de sua escolha.

Nas companhias abertas o procedimento é parecido, no entanto essas companhias se registram junto à CVM para negociar os seus valores junto ao público em geral, colocando suas

---

<sup>145</sup> NEGRÃO, Ricardo. Direito empresarial : estudo unificado – 6. ed. – São Paulo : Saraiva, 2015, p. 69-70.

ações no mercado. Como a subscrição, no caso dessas companhias, é pública, caso os acionistas da companhia que tem direito de preferência não o exerçam, as ações serão ofertadas ao público em geral.

Dessa maneira, é facultado à companhia duas maneiras de se realizar a captação com relação aos acionistas: a) mediante a alteração do valor nominal das ações das quais sejam titulares; e b) mediante a distribuição de novas ações, na proporção do número de ações que possuírem<sup>146</sup>.

A doutrina, em sua maioria, entende que a primeira opção é mais vantajosa para o acionista consciente, isto é, que está alheio às especulações do momento, pois representa o mesmo benefício em termos de participação no capital social e recebimento de dividendos, não tendo a consequência que teria a distribuição de novas ações, que seria o aumento do volume de ações e o efeito depressivo sobre as cotações das mesmas<sup>147</sup>.

Outra forma de captação de recursos, comum às companhias abertas e às companhias fechadas é representada pela emissão de debêntures. As debêntures são título de dívida da companhia que geram um crédito ao investidor. A companhia geralmente emite debêntures para financiar projetos, aumentar capacidade de produção e funcionamento, enquanto os investidores adquirem essas debêntures com a expectativa de receberem uma remuneração (geralmente juros) e periodicamente, ou quando do vencimento do título, o recebimento do valor principal investido<sup>148</sup>. Dessa forma as debêntures se mostram como uma alternativa à contração de empréstimos bancários pelas companhias.<sup>149</sup>

As emissões públicas ou privadas de debêntures encontram distinção quanto ao órgão de deliberação para tanto, à necessidade de autorização da CVM e à obrigatoriedade de constituição de agente fiduciário.<sup>150</sup>

---

<sup>146</sup> LUCENA, José Waldecy. Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 121 a 188), vol. 2. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 809.

<sup>147</sup> Ibidem, p. 809-810.

<sup>148</sup> LUCENA, José Waldecy. Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 1º a 120), vol. 1. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 528-530.

<sup>149</sup> NEGRÃO, Ricardo. Direito empresarial : estudo unificado – 6. ed. – São Paulo : Saraiva, 2015. p. 75.

<sup>150</sup> Ibidem, p. 75-76

Nas emissões privadas a deliberação e a aprovação são de competência exclusiva da assembleia geral, bastando mera comunicação à CVM e sendo facultativa a constituição de agente fiduciário. Na emissão pública, a deliberação e a aprovação também competem à assembleia geral, mas esse órgão poderá delegar a deliberação e a aprovação de algumas condições atinentes às debêntures ao conselho de administração. Nesse sentido, o conselho de administração, se constituído, também poderá deliberar sobre a emissão de debêntures simples, não conversíveis em ações e sem garantia real.<sup>151</sup> Para a emissão pública será necessário o prévio registro na CVM<sup>152</sup>, sendo, também obrigatória, a constituição de agente fiduciário.

A última forma de captação de recursos pelas sociedades anônimas por meio da emissão de valores mobiliários é a emissão de *commercial papers*. Esses títulos

“[...]também chamados de notas promissórias de emissão pública são, como denota o nome, promessas de pagamento vencíveis no prazo de trinta a trezentos e sessenta dias, emitidas com exclusividade pelas sociedades por ações. O prazo máximo é reduzido para cento e oitenta dias quando a emitente for companhia fechada.”<sup>153</sup>

As principais características desse título são: (i) o direito de crédito contra a companhia que conferem a seus titulares; (ii) a circulação por endosso em preto; (iii) a proibição de que o valor nominal unitário seja inferior a R\$ 500.000,00; (iv) a necessidade de concessão de registro na CVM e da divulgação de aviso contendo, resumidamente, as principais características de distribuição; e (v) a negociabilidade em bolsa de valores e mercado de balcão.

Valendo-nos da conceituação desses meios que podem ser utilizados como instrumentos para captação de recursos nas sociedades anônimas, passaremos ao estudo mais detalhado das operações das operações para captações de recursos.

## **2.2. A importância das operações societárias e da negociação de recursos para o funcionamento das companhias.**

Como se pôde ver acima, as companhias, sejam elas abertas ou fechadas, tem formas de captação de recursos junto ao mercado, sendo que essas formas de captação possibilitam uma

---

<sup>151</sup> Conforme demonstrado no artigo 59, §1º, da Lei das S.A.

<sup>152</sup> Nos termos do artigo 1º, da Lei n. 6385 de 1976.

<sup>153</sup> NEGRÃO, Ricardo. Direito empresarial : estudo unificado – 6. ed. – São Paulo : Saraiva, 2015, p. 78-79.



maior flexibilidade para que a companhia possa verificar o método de captação que mais se adequa às suas necessidades e às suas realidades.

Buscando novas formas de crescimento, bem como a impulsão de seus negócios e a recolocação em mercados cada vez mais desenvolvidos, muitas companhias buscam, por meio da reorganização societária e das operações societárias, ganhar novo folego ou até mesmo expandir seus negócios para que tenham prosperidade.

Muitas vezes essas companhias, objetivando seu desenvolvimento e a prosperidade, recorrem à diferentes operações societárias previstas no direito brasileiro, ainda que fruto de diferentes estratégias, quais sejam: as incorporações, as fusões, as cisões e as aquisições.

#### 2.2.1. Breve descrição das operações societárias permitidas no direito brasileiro:

Dentre as operações permitidas no direito brasileiro, temos aquelas de combinação, também conhecidas como *business combination* e a cisão, que em alguns casos também pode ser enquadrada nessa definição. No entanto, em geral essas operações de *business combination* são aquelas citadas acima: incorporação, fusões e aquisições<sup>154</sup>.

As incorporações são operações societárias nas quais se objetiva a absorção de uma sociedade por outra com os seguintes efeitos: a) a unificação dos corpos sociais das duas sociedades, passando os sócios da incorporada a serem sócios da incorporadora; b) a unificação de patrimônios, sendo o patrimônio da incorporada consolidado no patrimônio da incorporadora, que a sucede universalmente; e c) a extinção da incorporada, continuando a existir apenas a pessoa jurídica da incorporadora<sup>155</sup>.

A incorporação envolverá três fases: uma fase preparatória, a fase de deliberações e a execução. A fase preparatória, em suma, envolverá a preparação de dois documentos o protocolo e a justificação. Sendo elaborados, esses documentos serão apresentados na fase de deliberação às assembleias gerais da incorporada e da incorporadora, sendo que nesta última se

---

<sup>154</sup> GODOY, Carlos Roberto de. Comparação teórica e prática entre os métodos de contabilidade para combinações de empresas. 2000. 243 f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2000. p. 64.

<sup>155</sup> LUCENA, José Waldecy. Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 189 a 300), vol. 3. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 503.

deliberará pela autorização do aumento de capital, caso o protocolo e a justificação sejam aprovados na assembleia geral da incorporadora<sup>156</sup>. Esse aumento de capital será subscrito pela incorporada, com base no valor do seu patrimônio, estipulado pelo laudo pericial.

As fusões, em contrapartida às incorporações, não envolvem a preservação de uma das companhias envolvidas, mas sim a criação de uma nova companhia, fruto das fusionadas. Desta feita, as fusões são negócios plurilaterais que tem como finalidade a integração de patrimônios societários em uma nova sociedade, extinguindo-se todas as sociedades fundidas<sup>157</sup>. Nesse sentido, permite-se inclusive que sejam fundidas sociedades de diferentes tipos jurídicos, independentemente de seus objetos, podendo dessa fusão resultar uma sociedade de tipo diverso daquelas fundidas.

A fusão envolverá três fases: uma fase preparatória, a fase de deliberações e execução e a fase de publicidade. A fase preparatória, em suma, envolve a elaboração dos documentos de protocolo e justificação, que muitas vezes são precedidos de um acordo preliminar, no caso de operações que envolvem grandes volumes de ativos e capitais. Nas fases de deliberação e execução, são realizadas as assembleias gerais das companhias que participarão da fusão a fim de deliberar a ocorrência dessa fusão.

Aprovados o protocolo e a justificação, procede-se à nomeação dos peritos que avaliarão os patrimônios líquidos das demais sociedades, caso em que, por regime de reciprocidade, uma companhia nomeia o perito para avaliar o patrimônio da outra. Se os laudos elaborados forem aprovados, procede-se à execução do deliberado.

Com a subscrição dos antigos acionistas das sociedades fusionadas (ao contrário do que ocorre nas incorporações, onde a subscrição é feita pelos administradores, autorizados por assembleia), ocorre a distribuição das ações, correspondentes ao capital subscrito, aos que o subscreveram. Após essa ocorrência, procede-se à publicidade dos atos por meio de registro na Junta Comercial<sup>158</sup>.

---

<sup>156</sup> LUCENA, José Waldecy. Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 189 a 300), vol. 3. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 503.

<sup>157</sup> CARVALHOSA, Modesto. Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. vol. 4 - São Paulo: Saraiva, 2002. p. 285.

<sup>158</sup> LUCENA, op. cit., p. 524.

Diferentemente da incorporação e da fusão, a cisão é a operação pela qual a companhia transfere parcelas de seu patrimônio para uma ou mais sociedades, constituídas para esse fim ou já existentes, extinguindo-se a companhia cindida, podendo essa companhia continuar a existir, se a transferência não envolver todo o patrimônio, mas somente uma parte dele<sup>159</sup>.

Ao contrário da fusão de incorporação, que tem objetivos concentracionistas, a cisão tem exatamente o objetivo contrário, qual seja a desconcentração. No entanto, a cisão envolve as mesmas fases que as operações de incorporação e fusão envolvem, quais sejam a preparatória, deliberação e execução, e publicidade.

A cisão, como dito, poderá ser total ou parcial, no entanto, a independer da sua modalidade, proceder-se-á com a elaboração do protocolo e da justificação e realização de assembleia geral da cindida e das sociedades existentes para deliberação e, no caso de aprovação, nomeação dos peritos para elaboração do laudo de avaliação. No caso de sociedades novas, no entanto, caberá à cindida realizar todos os atos de assembleia, inclusive a avaliação de seu próprio patrimônio. Em execução do deliberado, feita a subscrição pelos antigos acionistas da cindida, ou de parte deles, havendo fragmentação do quadro social, faz-se a distribuição das ações correspondente ao capital subscrito.

Diferentemente das operações citadas acima, exceto no que tange às fusões, as operações de aquisições podem se desenhar de diferentes maneiras, afinal podem configurar-se como aquisição de participação, de pequena ou média expressão, e de controle. Algumas sociedades, inclusive, tem como objeto a participação em outras sociedades, tendo seu lucro proveniente dos dividendos e até mesmo da negociação das ações das companhias nas quais detém participação. Quando a aquisição é realizada de forma a tomar o controle e a propriedade da empresa, dá-se o nome de tomada de controle ou *takeover*<sup>160</sup>.

### 2.2.2. A identificação do controle e os incentivos para sua aquisição nas companhias:

---

<sup>159</sup> LUCENA, José Waldecy. Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 189 a 300), vol. 3. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 535.

<sup>160</sup> NARDI, Roberto Yocisuke Soejima. Criação de valor em fusões e aquisições: a influência do sentimento de mercado. 2012. 108 f. Dissertação (Mestrado em Ciências) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012. p. 14.

Nesse sentido, vale anotar a respeito do controle das companhias abertas, principalmente. Ao contrário de vários outros países, onde a maior parte das companhias não possui um acionista controlador isolado, e gestão é feita exclusivamente pelos administradores, no Brasil, as companhias abertas sempre tiveram acionistas controladores definidos<sup>161</sup>.

Dessa forma, o acionista controlador é o responsável por definir quem serão os administradores da companhia e acaba influenciando em decisões estratégicas que podem resultar no seu sucesso ou no seu fracasso<sup>162</sup>.

No entanto, a identificação do controle ou controlador, não é tarefa simples. A própria legislação brasileira expressa qual é o entendimento a respeito de acionista controlador, podendo ser a pessoa natural ou jurídica, ou grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto ou sob controle comum que seja titular de direito de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações de assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia, exigindo ainda o uso efetivo do poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia<sup>163</sup>. Nesse sentido, exige-se o uso efetivo do poder de dirigir, algo que somente poderá ser claramente identificado ao examinar o caso concreto<sup>164</sup>.

Nesse sentido, a alienação do controle, que ocorre de outra parte por meio da aquisição, é entendida como “a transferência, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direito de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação do controle acionário da sociedade”<sup>165</sup>.

Esse modelo de abordagem do controle, atualmente presente no Brasil, se apresenta como um modelo flexível, possibilitando o acompanhamento da evolução da estrutura do controle no mercado. A desvantagem que apresenta, no entanto, é a incerteza gerada. Apesar

---

<sup>161</sup> COUTO SILVA, Alexandre (Coord). Direito Societário: estudo sobre a Lei de Sociedades por Ações. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 221.

<sup>162</sup> Ibidem, p. 221

<sup>163</sup> Artigo 116 da Lei .º 6.404 de 1976.

<sup>164</sup> COUTO SILVA. op. cit.,. p. 222.

<sup>165</sup> Parágrafo Primeiro, do Artigo 254-A da Lei n.º 6.404 de 1976.

de existirem determinados precedentes da CVM que dão orientações ao mercado, ainda assim é difícil afirmar quando houve ou não uma transferência do controle antes de a CVM examinar detalhadamente as circunstâncias de fato e aferir se o controle foi efetivamente transferido<sup>166</sup>.

As aquisições, quando tratam-se de companhias abertas, podem ser realizadas por meio da compra das ações disponíveis no mercado, isto é, por meio do ingresso do comprador na bolsa de valores mediante corretora de títulos e aquisição das ações em circulação e daquelas que venham a ser, eventualmente, ofertadas ou, cuja a compra se ofereça pelo adquirente, em ofertas públicas de ações. Nas companhias fechadas, as aquisições se dão por meio de contratos particulares, visto que as aquisições ocorrerão entre particulares e deverão regidas por instrumentos próprios para tanto, conforme regulado pelo direito civil, afinal as ações que se alienam ou se compram são bens móveis, isto é, títulos de propriedade da participação no capital social de uma companhia.

Nesse sentido, vale abordar os incentivos que levam um investidor ou a companhia a lançar-se em uma operação para aquisição do controle de outra companhia, de forma que possamos concluir, principalmente a respeito da importância das operações, como um todo, para o funcionamento das companhias.

Podemos listar, pela prática de mercado, sete incentivos que levam as companhias e investidores a lançarem-se nessas operações de aquisição do controle : a) sinergias operacionais; b) sinergia de cadeia de produção; c) diversificação do risco da atividade produtiva; d) eliminação ou diminuição da concorrência; e) ineficiência da administração da companhia; f) baixo endividamento e acúmulo de ativos por determinada companhia; g) quando o preço da cotação em bolsa não reflete o valor real da companhia<sup>167</sup>. Passaremos a explicar brevemente cada um deles de acordo com a doutrina de Carlos Alexandre Lobo e Silva<sup>168</sup>.

O primeiro incentivo listado é bastante comum na seara das aquisições de controle. Consiste ele nas sinergias operacionais envolvidas em uma potencial aquisição, podendo ser de diferentes fontes. Nas aquisições horizontais, caracterizadas por duas companhias atuantes no

---

<sup>166</sup> COUTO SILVA, Alexandre (Coord). Direito Societário: estudo sobre a Lei de Sociedades por Ações. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 223.

<sup>167</sup> Ibidem, p. 225-226.

<sup>168</sup> Ibidem, p. 225-226.

mesmo setor, as sinergias podem ser provenientes dos ganhos de escala, que permitem às companhias a melhor negociação com fornecedores, redução de pessoal na empresa adquirida, redução de custos e ampliação de faturamento com o mesmo número de pessoas.

O segundo incentivo, também atrelado às sinergias, ocorre nas aquisições verticais, onde uma companhia adquire outra envolvida em um setor diferente, no entanto esse setor representa uma fase da cadeia produtiva da companhia adquirente. Nesse caso a sinergia poderia ser representada pela captação do acesso a uma matéria-prima escassa ou da margem de uma fase do processo produtivo com maior valor agregado. Em outros casos, a sinergia se verifica na diversificação de produtos resultantes da aquisição por conta da complementariedade no processo produtivo desses produtos.

O terceiro incentivo, também muito comum nas práticas de mercado, trata da possibilidade de diversificar o risco envolvido em determinada atividade produtiva, podendo a diversificação ser geográfica, quando uma companhia adquire outra em região diversa da qual atua, reduzindo o risco de estar exposta aos fatores macroeconômicos de um único país ou região. A diversificação também pode ser quanto ao produto, permitindo que a companhia adentre a um mercado que se comporte de forma diferente daquele que envolve seu atual produto.

O quarto e o quinto incentivos, versam, respectivamente, sobre a possibilidade de eliminar ou reduzir a concorrência em uma determinada região, visando maior flexibilidade na política de preços; e sobre a possibilidade de se mudar a administração de uma determinada companhia, que por conta de determinadas práticas apresentam resultado aquém do seu potencial, sendo possível portanto investir em tal companhia a fim de aprimorar sua gestão e melhorar seus resultados.

O penúltimo incentivo está relacionado àquelas companhias que apresentam uma combinação de baixo endividamento e acúmulo de ativos não relacionados ao principal negócio da companhia. Dessa forma, investidores podem montar operações de aquisições envolvendo a emissão de dívidas que são posteriormente assumidas pela companhia e repagas de forma parcial mediante a venda desses ativos não estratégicos.

Por fim, o último incentivo decorre da diferença representada pelo preço das ações de determinada companhia na bolsa de valores e pelo seu valor real. Os motivos que levam a essa diferença podem ser vários, ensejando, ao investidor, um espectro de atuação bem flexível. Como motivos podemos citar: comunicação da companhia com o mercado, falta de liquidez das ações, falta de entendimento do mercado sobre o negócio da companhia e situações externas que repercutem diretamente no valor do papel mas não no valor real da companhia.

### 2.2.3. A percepção de importância das operações e das avaliações dos investimentos:

Como maneira de finalizar o entendimento a respeito, vimos que as companhias podem aquecer o mercado e impulsionar o seu funcionamento por meio das operações societárias e da negociação de recursos.

Os diversos incentivos que foram demonstrados, refletem formas de se adaptar às inovações do mercado e buscar até mesmo em companhias concorrentes a possibilidade de se obter algo que, fora do seu enfoque e de sua atividade social, não poderia ser obtido por uma companhia de maneira isolada.

Dessa forma, o mercado apresentou uma relevante evolução ao relativizar os conceitos, critérios e o método de realização das operações societárias pré-existentes, inclusive pela subjetividade da avaliação do risco e dos resultados futuros de um investimento.

Essas operações, além de movimentar a atividade das companhias entre si, aumenta também a possibilidade da criação de novos produtos e do aumento de rentabilidade, ensejando, inclusive, a adaptação das referidas operações ao contexto fático.

Prova disso, inclusive, e a título de exemplo final, é a incorporação de ações como estrutura para implementar uma aquisição ou fusão. No cenário econômico que foi vivenciado pelo país até o ano de 2011, o número de companhias de um mesmo setor com ações listadas em bolsa era crescente, e representa um fenômeno com tendências a se consolidar. Por isso, tornou-se recorrente o uso de incorporação ou incorporação de ações como estrutura preferida para implementar uma aquisição ou fusão, pois há a dispensa de dinheiro e a utilização das próprias ações da companhia como moeda de pagamento. São exemplos que não datam de longa

distância as fusões Itaú-Unibanco, Sadia-Perdigão, VCP – Aracruz, Satipel – Duratex e as diversas fusões ocorridas envolvendo as empresas do setor imobiliário. Esse modelo era pouco utilizado no Brasil, mas comum nos mercados externos mais avançados<sup>169</sup>

### **2.3. A escolha de critérios para fixação do preço na emissão de ações da companhia e os métodos de cálculo.**

#### 2.3.1. Os critérios para fixação de preço previstos pela legislação brasileira:

No momento de constituição ou da realização de eventual aumento de capital pelas sociedades anônimas, serão, no primeiro caso, e poderão ser, no segundo, emitidas novas ações para representar o novo ingresso de capital na companhia.

Conforme já tratamos no presente trabalho, o capital social poderá ser integralizado em dinheiro ou em bens suscetíveis de precificação, desde que interessantes ao objeto social da companhia e dotados de viabilidade econômica. Por sequência, como o capital social é dividido em ações, o seu aumento implicará ou no aumento do valor das ações já existentes, ou na emissão de novas ações, representantes do valor que passou a compor o capital social da companhia.

Para o presente trabalho, restringiremos a análise aos casos de emissão de novas ações nos aumentos de capital.

Dessa maneira, visando regular o procedimento de emissão de ações nas companhias, a legislação de Sociedades por Ações em vigor prevê que para fixação de preço de ações emitidas por sociedades anônimas, são três os critérios que podem ser utilizados, de forma alternativa ou conjunta, para que se estabeleça o valor da ação a ser emitida: a) a perspectiva de rentabilidade da companhia; b) o valor do patrimônio líquido da ação; e c) a cotação de suas ações em Bolsa de Valores.

---

<sup>169</sup> COUTO SILVA, Alexandre (Coord). Direito Societário: estudo sobre a Lei de Sociedades por Ações. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 239.



Desses critérios, cabe frisar que os dois primeiros podem ser aplicados às companhias de capital fechado e às de capital aberto, enquanto o terceiro é privativo às companhias de capital aberto, tendo em vista que as companhias de capital fechado não negociam suas ações em Bolsa de Valores.

Começaremos pela descrição da “perspectiva de rentabilidade da companhia”. Mediante a utilização desse critério para fixar o preço de uma ação, objetiva-se aferir a taxa de retorno do investimento que será realizado com a subscrição da ação, isto é, o quanto se ganha por investir naquela ação em um período determinado. A intenção da companhia ao adotar esse critério é informar ao subscritor o quanto ele poderá lucrar com a aquisição das ações, afinal o preço dela será baseado naquilo que ela seria capaz de render para o seu titular, podendo o investidor realizar a comparação dessa alternativa de investimento com outras disponíveis<sup>170</sup>.

Quanto ao “valor do patrimônio líquido da ação”, importa primeiro falar do patrimônio líquido da companhia emitente da ação. Pelo que dispõe a legislação societária em vigor, o patrimônio líquido figura no passivo do balanço, “dividido em capital social, reservas de capital, ajustes de avaliação patrimonial, reservas de lucros, ações em tesouraria e prejuízos acumulados<sup>171</sup>. “Assim, mediante uma simples leitura contábil do balanço, faz-se o cálculo aritmético do valor do patrimônio líquido das ações, ou seja, apura-se o valor patrimonial da ação mediante a divisão do patrimônio líquido pelo número de ações em circulação”<sup>172</sup>.

Diferentemente dos outros dois critérios, o critério de cotação das ações em bolsa de valores só alcança as companhias abertas, considerando que as companhias de capital fechado não têm ações cotadas no mercado. Assevera ainda, Modesto Carvalhosa que “não sendo as ações regularmente negociadas num longo período, que se estenderá até a proposta de aumento, o critério de cotação não pode ser utilizado”<sup>173</sup>.

---

<sup>170</sup> EIZIRIK, Nelson Laks. Reforma das S.A. e do mercado de capitais. Rio de Janeiro, RJ: Renovar, 1997. p. 93 in LUCENA, José Waldecy. Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 121 a 188), vol. 2. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 843.

<sup>171</sup> Conforme o Artigo 178, §2º, “d”, da Lei n.º 6.404/1976 com redação dada pela Lei n.º 11.638/2007.

<sup>172</sup> LUCENA, José Waldecy. Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 121 a 188), vol. 2. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 845

<sup>173</sup> CARVALHOSA, Modesto. Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976 com as modificações das Leis n.º 9.457, de 5 de maio de 1997, e n.º 10.303, de 31 de outubro de 2001. vol. 3. São Paulo: Saraiva, 2003. p. 521-522

### 2.3.2. Os critérios associados aos métodos de cálculo utilizados para avaliação de ativos:

Para a apuração do valor de uma companhia criaram-se diversos métodos de avaliação, alguns dotados de complexidade expressiva, sem que sejam totalmente objetivos, já que sempre impregnados de alguma subjetividade<sup>174</sup>. Sandra de Medeiros Ney destaca os seguintes métodos para apuração do valor de uma companhia: “a) capitalização de benefícios passados e de avaliação pela taxa de retorno; b) fluxo de caixa descontado; c) valor atual dos fluxos futuros de dividendos; d) preço de mercado de ações de companhias similares”<sup>175</sup>.

Modesto Carvalhosa, ao falar do critério de perspectiva de rentabilidade da companhia, diz que na verdade esse critério é aquele do “valor econômico”, citado no artigo 45 da Lei das S.A., sendo utilizada, no entanto, uma denominação diferente para caracterizá-lo. E nesse sentido, discorre a ponto de tomar partido dentre os métodos descritos por Sandra de Medeiros Nery acima:

“A adoção desse método de aferição do preço das ações, que nos parece o mais adequado, notadamente quando há ingresso de novos acionistas, decorre do consenso que o fundamental para a verificação do valor de uma companhia é o *fluxo de caixa descontado* (DCF). O valor da companhia não mais afere pelo seu patrimônio líquido (art. 178), mas por sua capacidade de produção de dinheiro.

O valor de *fluxo de caixa descontado* requer previsões explícitas dos *fluxos de caixa livres* à disposição dos acionistas de uma companhia. E o fluxo de caixa livre assinala o lucro projetado da empresa (*forecast profit*), adicionando-se os itens que não representam mais saída de caixa (depreciações e amortizações) e diminuindo-se as necessidades financeiras de investimento (fixo ou de capital de giro). Assim, fazem parte dos fluxos de caixa livres os componentes do patrimônio da companhia que possam ser realizados imediatamente, desde que não afetem sua operacionalidade. Esses itens livres entram pelo seu valor líquido de realização, ajustados pelos seus efeitos fiscais.

Assim, fluxo de caixa é igual a geração de caixa, ou seja: receitas da companhia descontadas as despesas, exceto as que não representam saídas de caixa (depreciações e amortizações). A capacidade de fluxo de caixa demonstra o quanto a companhia é rentável e saudável, daí resultando o seu *valor econômico*”<sup>176</sup>.

<sup>174</sup> LUCENA, José Waldecy. Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 121 a 188), vol. 2. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 843.

<sup>175</sup> Sandra de Medeiros Nery. Preço de Emissão das Ações no Aumento de Capital da Companhia. Rev. Dir. Merc., vol. 115, p. 232-233 apud LUCENA, José Waldecy. Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 121 a 188), vol. 2. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 843

<sup>176</sup> CARVALHOSA, Modesto. Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. vol. 3. São Paulo: Saraiva, 2003. p. 521-522

Ao adotar essa posição, Modesto Carvalhosa toma partido para expor duas preferências: a utilização do critério da perspectiva de rentabilidade, para fixação do preço da ação, e o uso do método de cálculo do “fluxo de caixa descontado” (DFC) para apurar o valor da companhia, que não significa mais patrimônio líquido, e sim sua capacidade de rentabilidade, em outras palavras, a própria perspectiva de rentabilidade. Dessa maneira, por essa visão torna-se impossível dissociar o referido critério do referido método de cálculo.

E por assim entender, o autor finaliza justificando as suas assertivas:

“O *valor econômico* será inferior ao do *patrimônio líquido* quando a rentabilidade é muito baixa ou negativa e seu valor de liquidação é inferior ao contábil. Caso a rentabilidade seja alta, o *valor econômico* daí decorrente, posto em confronto com o do *patrimônio líquido*, será superior a este.

Não obstante aplicado correntemente em todo o mundo, a apuração do valor econômico de cada companhia pressupõe uma considerável dose de subjetividade. Daí a necessidade absoluta de formulação de um laudo circunstanciado por auditores externos e independentes, sendo, como referido, incompatível o exercício de tal mister pelos administradores”<sup>177</sup>

De fato, ao tratar da aplicabilidade dos métodos de cálculo e avaliação das companhias, e defender a aplicação do “fluxo de caixa descontado”, Modesto Carvalhosa enfrenta uma questão enfrentada em outras doutrinas. Nesse sentido, não falta entendimentos a respeito. Zvi Bodie e Robert C. Merton entendem que, dentro da relevância entre valor de mercado e valor contábil para tomada de decisões, “em quase todos os casos os valores contábeis são irrelevantes”<sup>178</sup>.

Na avaliação e nos métodos de cálculo utilizados para fixar o preço da ação quanto ao valor do patrimônio líquido, Sandra Nery enfatiza que “o patrimônio líquido pode ser entendido como a diferença entre o valor dos ativos e o dos passivos e resultado de exercícios futuros, ou seja, corresponde aos bens e direitos da sociedade, excluídas as obrigações”<sup>179</sup>. Dessa maneira,

<sup>177</sup> CARVALHOSA, Modesto. Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. vol. 3. São Paulo: Saraiva, 2003. p. 522.

<sup>178</sup> BODIE, Zvi e MERTON, Robert C. Finanças. Tradução de James Sunderland Cook. 3ª ed. Rev. ampl. Bookman, 2002. p. 97.

<sup>179</sup> Sandra de Medeiros Nery. Preço de Emissão das Ações no Aumento de Capital da Companhia. Rev. Dir. Merc., vol. 115, p. 230 apud LUCENA, José Waldecy. Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 121 a 188), vol. 2. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 844.

o patrimônio líquido é o valor contábil da companhia pertencente aos acionistas, ou seja, o que restaria da companhia, aos acionistas, se fosse liquidada naquele dia.

Esse critério do “valor do patrimônio líquido” gozava de prestígio na prática societária até a reforma legislativa de 1997, em muito devido à sua objetividade, e em detrimento à “perspectiva de rentabilidade da companhia” por conta de sua subjetividade e da cotação de mercado por conta da sua volatilidade<sup>180</sup>.

De acordo com Fran Martins, o pensamento da época era de que se novas ações fossem lançadas no mercado em virtude de aumento de capital por valor inferior a aquele valor patrimonial, os acionistas que não subscrevessem o aumento seriam naturalmente prejudicados, com o ingresso na companhia de pessoas que adquiriram ações por preço inferior ao seu valor real<sup>181</sup>.

No entanto, mesmo na época em que era plenamente utilizado, a doutrina não poupava críticas à sua imprecisão e caráter falho, em muitos casos. Nesse sentido, Egberto Lacerda Teixeira e José Tavares Guerreiro não entendiam o critério do “valor de patrimônio líquido” como de observância obrigatória, e argumentavam que a cotação das ações no mercado poderia ser inferior ao valor do patrimônio líquido, assim não teria como exigir que o valor de emissão fosse sempre o do patrimônio líquido, pois nesse caso o aumento de capital seria frustrado por não haver subscritores interessados em pagar na ação um valor maior do aquele em que ela é negociado<sup>182</sup>. E no mesmo caminho segue Fabio Konder Comparato ao dizer que não se sustenta a avaliação do ativo da companhia somente a critério do “patrimônio líquido”, afinal, em caso de atualização do valor dos ativos da companhia a preço de mercado, a perspectiva de lucratividade deveria ser obrigatoriamente observada<sup>183</sup>.

Não é de forma diferente, o tratamento que a doutrina contábil e econômica dá à essa alegada e comprovada fragilidade da avaliação mediante o valor do patrimônio líquido da companhia. BODIE e MERTON, mais uma vez em consonância com os entendimentos

---

<sup>180</sup> LUCENA, José Waldecy. Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 121 a 188), vol. 2. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 845.

<sup>181</sup> Fran Martins, Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, vol. 2, tomo II, n. 751, p. 489 apud LUCENA, José Waldecy. Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 121 a 188), vol. 2. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 844.

<sup>182</sup> LUCENA. op. cit., p. 845-846.

<sup>183</sup> Ibidem, p. 846.

apresentados, explicam detalhadamente os motivos pelo qual o valor contábil nem sempre é igual ao valor de mercado da companhia, expondo ainda todas as fragilidades do primeiro valor. Quais sejam:

- “• O valor contábil não inclui todos os ativos e passivos da empresa.
- “• Os ativos e os passivos incluídos no balanço patrimonial oficial da empresa são (em grande parte) avaliados ao custo da aquisição original menos a depreciação, e não aos valores presentes de mercado”<sup>184</sup>.

Ao analisarem os motivos pelos quais o valor contábil não se equipara ao valor de mercado, os autores destacam que o balanço muitas vezes omite determinados ativos economicamente significativos, como: a boa reputação da companhia, construída pela qualidade e confiabilidade de seus produtos; o *know how* adquirido em virtude de pesquisas e programas de desenvolvimento custosos ao caixa da companhia; e o treinamento dos funcionários, sendo todos esses ativos, os chamados ativos intangíveis<sup>185</sup>. E continuam a explicar as fragilidades:

“Os contadores realmente informam alguns ativos intangíveis nos balanços patrimoniais, mas pelo preço de aquisição. Por exemplo, se uma empresa compra uma patente de outra, o valor dessa patente é registrado como ativo e amortizado ao longo do tempo. Além disso, quando uma empresa compra outra por um preço que excede o valor contábil, os contadores registrarão um ativo intangível chamado *fundo de comércio (goodwill)* no balanço da firma adquirente. O valor do *fundo de comércio* é a diferença entre o preço de mercado da aquisição e seu valor contábil anterior. A despeito desses casos de ativos intangíveis que são registrados no balanço patrimonial, muitos outros não o são.

O balanço patrimonial também omite alguns passivos economicamente significantes. Por exemplo, se a empresa enfrenta processos onerosos, estes não constarão no balanço. A existência e a quantidade de obrigações contingenciáveis serão reveladas, na melhor das hipóteses, nas notas do balanço patrimonial”<sup>186</sup>.

Ao fim dessa análise, importa ainda falar dos métodos de cálculo e avaliação associados ao critério da “cotação das ações no mercado”, que após a reforma da legislação foi desprestigiado no que tange à sua colocação junto aos outros critérios na lista de incisos. A volatilidade que se atribui a esse critério, em muito se relaciona à lei da oferta e da procura. Por tal motivo, num mercado eficiente, sendo mercado eficiente aquele em que todas as

---

<sup>184</sup> BODIE, Zvi e MERTON, Robert C. Finanças. Tradução de James Sunderland Cook. 3ª ed. Rev. ampl. Bookman, 2002. p. 97.

<sup>185</sup> Ibidem, p. 97.

<sup>186</sup> Ibidem, p. 97.

informações relevantes são imediatamente refletidas no preço, a cotação das ações seria igual ao seu valor intrínseco<sup>187</sup>.

Quando isolado dos demais critérios, esse é o critério que enseja maior preocupação, até pela facilidade com a qual pode ser manipulado, daí haver a necessidade de se considerar que o valor de referência deve ter por base a média da cotação das ações nos noventa dias que antecedem a data da proposta do aumento. Em prazo menor, poderia ocorrer a intensificação artificial dos negócios com ações, visando dar-lhes uma falsa consistência mercadológica, o que elevaria a média de sua cotação em valor artificial, para cima ou para baixo<sup>188</sup>.

Em defesa desse critério, no entanto, vale ressaltar o entendimento de Nelson Eizirik ao dizer que “quando as ações da companhia apresentarem índices razoáveis de liquidez, em bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado, o parâmetro mais adequado será o da ‘cotação de suas ações’”, defendendo ainda a presunção de liquidez das ações que integram os índices das bolsas negociados nos mercados futuros de índices e as proteções vinculadas aos minoritários pelo *novo mercado*, que se traduz em liquidez supedaneadora do critério da *cotação das ações*<sup>189</sup>.

Ademais, em adição aos métodos de cálculo e avaliação que competem a esse critério, importa mencionar o *bookbuilding*, procedimento frequentemente adotado pelas companhias como forma de prospecção, e pesquisa de campo, dos potenciais interessados nas ações, de forma a apurar qual seria o preço aceitável por esses investidores, de forma a atraí-los, e conveniente aos interesses da companhia, de forma a não lesá-la<sup>190</sup>.

A esse método de prospecção e avaliação, se aproxima muito o que a estudiosa doutrina das finanças corporativas chama de “Avaliação por Comparabilidade”. Essa avaliação funciona da seguinte maneira,

---

<sup>187</sup> LUCENA, José Waldecy. Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 121 a 188), vol. 2. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 847.

<sup>188</sup> Ibidem, p. 847-848.

<sup>189</sup> EIZIRIK, Nelson Laks. Reforma das S.A. e do mercado de capitais. Rio de Janeiro, RJ: Renovar, 1997. p. 91-92 apud LUCENA, José Waldecy. Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 121 a 188), vol. 2. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 848.

<sup>190</sup> LUCENA. op. cit., p. 848-849.

“Quando os analistas financeiros precisam calcular o valor das ações de uma empresa, geralmente iniciam identificando uma coleção de empresas similares. Em seguida, examinam quanto os investidores nas ações dessas empresas estão dispostos a pagar por um dólar de ativos ou ganhos”<sup>191</sup>

2.4. A busca pelo preço justo e os efeitos adversos que podem ser causados em decorrência do procedimento e das premissas utilizadas:

Como se viu acima, a utilização dos critérios previstos pela Lei Acionária brasileira, bem como os métodos de cálculo adotados pelas doutrinas, visam sempre a apuração de um valor para a companhia que seja justificável em premissas voltadas para o atendimento do interesse social. E nesse sentido entende-se que ao adotar os critérios para fixação de preço, bem como os métodos de cálculo e avaliação do valor da companhia, de acordo com as melhores práticas, age-se no interesse social e assim, em busca do preço justo da companhia e, conseqüentemente, de suas ações.

Não se pode, exatamente, dizer o que é o preço justo, afinal desde que o direito é estudado buscam-se diferentes conceitos e abordagens de “justiça” e, conseqüentemente, de suas derivações. No entanto, acreditamos a atuação calejada pela boa-fé e em conformidade com as previsões legais e com as boas práticas de mercado tendem a alcançar o que seria o preço justo.

Dessa forma, entendemos que para a busca do preço justo, algumas premissas devem ser observadas, sob a consequência de determinados efeitos adversos como a diluição injustificada de determinados acionistas e a lesão ao patrimônio de tais acionistas. Dentre essa premissas, destacamos as justificações, apresentadas em eventuais propostas para aumento de capital, e a diligência, cumulada com a veracidade, na elaboração dos laudos de apuração do valor econômico das companhias.

A todo aumento de capital se atribui a necessidade da justificativa pormenorizada dos motivos que levaram a administração da companhia a atribuir um determinado critério para fixação do preço das novas ações e a adotar determinados métodos de cálculo e avaliação da companhia. Essa necessidade, visa garantir que a administração da companhia atue com base

---

<sup>191</sup> BREALEY, Rihcard A.; MYERS, Stewart C.; ALLEN, Franklin. Princípios de Finanças Corporativas. Tradução de Celso Roberto Paschoa. 10ª ed. AMHG Editora Ltda, 2013. p. 70.

no interesse social mitigando a possibilidade de efeitos adversos. Nesse sentido, CARVALHOSA disserta:

“O objetivo é evidenciar a inexistência de *diluição injustificada* da participação dos atuais acionistas. Será a peça explanativa da administração imbutida na *proposta* de aumento, constituindo documento básico para que seja acatado ou questionado em assembleia ou arguido em juízo. A justificação deverá demonstrar a *consistência técnica* do valor apurado e também as *razões da diluição* que, eventualmente, irá ocorrer. A propósito, a adoção do critério de *valor econômico*, na maior parte das companhias, levará a um valor de ação menor do que aquele que seria apurado pelo critério do *patrimônio líquido*. O mesmo deverá ocorrer no caso de *valor de cotação* no mercado acionário. Esse relatório técnico da administração integrará a *proposta* de aumento”<sup>192</sup>.

Quando se fala de boa-fé e atuação pautada no dever de lealdade da administração, não se pode deixar de mencionar determinadas atitudes de menor impacto, mas que fazem parte de um conjunto ainda maior de atos e condutas da companhia. Isto é, o cumprimento dos deveres da administração junto aos acionistas, como a prestação de contas, a convocação das assembleias, a conferência de publicidade aos documentos apresentados, bem como a transparência quanto aos objetivos de determinadas propostas são fundamentais na persecução desse chamado “preço justo”.

Aproveitando o parêntese que se abriu com essa breve inflexão, vale dizer que o “relatório técnico” mencionado por CARVALHOSA não poderá ser apresentado pela primeira vez na assembleia geral que deliberará pela sua aprovação, afinal isso impediria uma análise profunda daqueles que estão votando pela sua aprovação ou não. Como a própria denominação adotada pelo autor descreve, trata-se de conteúdo técnico, e que muitas vezes envolve uma quantidade de dados e premissas que não podem ser analisados à pressa da ocorrência, demandando, em alguns casos, uma análise crítica e investigativa<sup>193</sup>.

Ao caso da companhia aberta, isso deverá ser operado por meio da publicação de fato relevante, conforme determina a Comissão de Valores Mobiliários, colocando à disposição dos acionistas todos os documentos, relatórios, e laudos de avaliação elaborados por peritos, com

---

<sup>192</sup> CARVALHOSA, Modesto. Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. vol. 3. São Paulo: Saraiva, 2003. p. 520.

<sup>193</sup> Ibidem, p. 520.



antecedência de trinta dias à data de realização da assembleia, possibilitando a análise mencionada no parágrafo anterior<sup>194</sup>.

Quanto a esse relatório técnico, que será elaborado tendo como base, principalmente, o laudo de avaliação elaborado por peritos, importa ressaltar, primeiramente, o impedimento da tanto da administração de elaborá-lo, quanto das partes interessadas ou favorecidas pelo aumento ou emissão que se pretende, de votá-lo, como por exemplo o laudo que avalia o valor de bem integralizado ao capital por determinado acionista, restando prejudicada a análise do referido acionista quanto ao laudo que avaliou seu próprio bem.

Em adição ao impedimento de elaboração e voto do laudo por impedimento, ressaltam-se ainda as características que devem circundar esse laudo, que basicamente deve envolver auditoria externa e independente<sup>195</sup>. A escolha dos peritos ou empresa especializada incumbida da referida avaliação deve se dar de forma livre pelos subscritores e acionistas em assembleia geral, atentando-se à necessidade de que sejam pessoas idôneas e dotadas de conhecimento técnico compatível com a matéria que será analisada. Desta feita, exige-se que o laudo seja fundamentado, indicando os critérios de avaliação utilizados e os elementos de comparação adotados, podendo, ainda, ser exigida a presença dos peritos na assembleia que deliberar pela aprovação do laudo a fim de prestar esclarecimentos<sup>196</sup>.

Por fim, exige-se que o laudo seja único, podendo a assembleia geral aprovar ou não a avaliação realizada, desde que haja unanimidade dos peritos no valor atribuído aos bens ou no caso de contar o laudo com a concordância de dois peritos. Havendo a divergência entre os peritos, a assembleia poderá determinar a realização de nova perícia<sup>197</sup>.

A importância conferida a esses métodos e procedimentos, conforme já foi dito, visa evitar que efeitos adversos sejam suportados por aqueles que não participaram da subscrição ou que aprovaram a atribuição de critérios e as premissas adotadas em laudo de avaliação sem

---

<sup>194</sup> CARVALHOSA, Modesto. Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. vol. 3. São Paulo: Saraiva, 2003. p. 520

<sup>195</sup> Ibidem, p. 521.

<sup>196</sup> EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume I – Arts. 1º a 120. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 106-107.

<sup>197</sup> Ibidem, p. 109.

a divulgação de todas as informações e dados necessários ao conhecimento das informações que deveriam ser conhecidas.

No âmbito desses efeitos adversos, destacam-se a diluição injustificada e a consequente lesão ao patrimônio social do acionista, proveniente dessa diluição.

Essa diluição trata-se, substancialmente, da desvalorização das ações de um acionista em detrimento da emissão da ação para outros, diminuindo assim a concentração do valor e a sua relativização com relação às ações desse acionista. De forma didática, ensinam Alfredo Lamy e Bulhões Pedreira:

Os valores de rentabilidade e de patrimônio líquido da ação são função, portanto, de dois fatores: (a) a quantidade total do lucro que a companhia deverá auferir no futuro ou o montante do seu patrimônio líquido; e (b) a fração do lucro ou do patrimônio líquido que cabe à ação. O aumento do número de ações em que se divide o capital social modifica o segundo desses fatores, pois reduz a fração do lucro e do patrimônio líquido que cabe a cada ação e, conseqüentemente, diminui o valor econômico da ação, a não ser que haja modificação compensatória no outro fator determinante do valor, ou seja, se a emissão de novas ações for acompanhada do aumento, na mesma proporção do lucro total ou do patrimônio líquido a ser rateado entre todas as ações. O aumento do número de ações causa também a diminuição do valor de mercado porque este reflete os valores de rentabilidade e de patrimônio líquido e a maior quantidade de ações em circulação aumenta a oferta. (...) essa diminuição de valor econômico é denominada 'diluição' da ação porque seu valor é diluído, isto é, tem sua concentração diminuída, ou é aguado. O mesmo conceito aplica-se à participação societária, no sentido do conjunto de ações de que é titular o acionista"<sup>198</sup>

Como se extrai da lição dos ilustríssimos autores, caso haja o aumento da fração em que é dividido o capital por meio da emissão de mais e novas ações, diminui-se também o montante que corresponderia a cada uma dessas ações a título de dividendos e o valor do patrimônio líquido correspondente a essa ação, diminuindo assim o valor econômico dela como um todo. Isso somente não ocorrerá caso os pesos sejam equilibrados, com o consequente aumento do lucro total da companhia e do patrimônio líquido cabível a cada ação, de forma proporcional a que se fez o aumento do número de ações.

---

<sup>198</sup> PEDREIRA, Jose Luiz Bulhoes (Co-autor). A lei das S.A. 2. ed. vol. 2. Rio de Janeiro, RJ: Renovar, 1995-1996. p. 274 apud LUCENA, José Waldecy. Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 121 a 188), vol. 2. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 849.

E com a operação da diluição injustificada, tem-se, automaticamente a operação de uma lesão ao patrimônio do acionista, composto pelo título que essa ação representa para ele e para o seu patrimônio social e pessoal.

Excetue-se, no entanto, à generalidade do conceito da diluição, os casos de diluição justificada, em que a diluição é necessária diante do quadro de fixação do preço, atribuído de forma justa e transparente. Essa hipótese é traduzida pela CVM no seu parecer n.º 01 de 1978 da seguinte maneira:

“10. Assim sendo, deve-se entender que o legislador ao se referir à hipótese de “diluição injustificada”, admitiu, “a contrario sensu”, a possibilidade da ocorrência de hipótese de “diluição justificada”. E a questão se circunscreverá sempre em saber-se, na hipótese de constatação de uma diluição da participação dos antigos acionistas, se a mesma foi ou não justificada. Esta será realmente, a maior questão a ser considerada(...)”<sup>199</sup>.

Da mesma maneira, LUCENA:

“Assim, atuando discricionariamente, e isso já se afirmou supra, os órgãos competentes da companhia fixam o preço de emissão das novas ações, aplicando um dos critérios legais isoladamente ou mediante justa e adequada ponderação de todos eles ou de dois apenas. Nem raro será que o preço tenha de ser inferior ao do valor econômico das antigas ações. O que importa então, nesse caso, é que essa fixação seja necessária e que a *diluição*, que dela decorra, como quer a Lei, possa ser qualificada como uma *diluição injustificada*”<sup>200</sup>.

## **2.5. Estatísticas de utilização dos critérios para fixação do preço pelas companhias, de acordo com dados da CVM.**

Para fins de elucidação e compreensão, trazemos à tona no presente trabalho uma breve relação de processos administrativos sancionadores julgados pela Comissão de Valores Mobiliários, a partir do ano de 2004, em que podemos constatar os critérios que foram utilizados para fixação do preço das ações em aumento de capital.

Em cada uma dessas situações trazidas abaixo, realizamos o estudo do motivo pelo qual o processo foi aberto e em todos eles há um ponto em comum: o desrespeito à necessidade de

---

<sup>199</sup> PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM Nº 1, DE 27 DE SETEMBRO DE 1978. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/pare/pare001.html>>. Acesso em 05/06/2017.

<sup>200</sup> LUCENA, José Waldecy. Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 121 a 188), vol. 2. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 851.

se justificar, pormenorizadamente, os aspectos que guiaram a escolha do critério para fixação de preço das ações pela companhia.

Vale destacar que no polo passivo desses processos, enquanto acusados, sempre figuram os administradores, membros do conselho de administração da companhia, bem como quaisquer outras pessoas que tenham poder decisório ao veicular a proposta de aumento de capital.

**Quadro Sinótico de Critérios Utilizados para Fixação de Preço de Ações, de acordo com processos administrativos da CVM:**

Processo Administrativo Sancionador da CVM	Companhia na qual foi realizado o aumento	Critério Utilizado		
		Perspectiva de Rentabilidade	Patrimônio Líquido da ação	Cotação em Bolsa
PAS RJ 2004/5476	Ferrovias Centro Atlântica S.A.			
PAS RJ 2004/5392	Portobello S.A.			
PAS RJ 2009/8316	Kepler Weber S.A.			
PAS RJ 2012/7767	RJCP Equity S.A.			
PAS RJ 2011/11073	Clarion S.A.			
PAS RJ 2012/13605	Ekika S.A.			
PAS RJ 2006/0180	Döhler S.A.			

Na referida análise foi possível constatar também que as penas são as mais variadas. Foi possível constatar a aplicação de penas que vão desde meras advertências até o pagamento de um valor correspondente a um percentual da operação irregular. E dentre esses tipos de punição, foram aplicadas penas consistentes no pagamento de R\$15.000,00 (quinze mil reais), R\$25.000,00 (vinte e cinco mil reais), R\$50.000,00 (cinquenta mil reais) e até R\$500.000,00 (quinhentos mil reais), o que comprova a gravidade do desrespeito às normas do art. 170, da Lei das S.A.

### 3 CONTRIBUIÇÃO E ENTENDIMENTO DE OUTROS SISTEMAS LEGISLATIVOS

#### 3.1. A contribuição e o entendimento de diferentes sistemas legislativos para o direito comercial brasileiro.

O Brasil, como não foi desde o início de sua história um país independente, esteve sujeito às influências de diversos sistemas legislativos, principalmente aqueles dos países europeus mais avançados. Enquanto colônia, por exemplo, foi regido pela legislação de Portugal, e conseqüentemente pelas Ordenações Filipinas, sob a influência do direito canônico e do direito romano<sup>201</sup>.

Após a chegada da família real ao Brasil, imperou nesta terra a Lei da Boa Razão, que autorizava invocar, para questões mercantis, normas legais “das nações cristãs, iluminadas e polidas, que com elas estavam resplandecendo na boa, depurada e sã jurisprudência”. Por tal motivo, permitiu-se o subsídio à legislação comercial brasileira pelo Código Comercial Francês, de 1807, e pelos Códigos Comerciais da Espanha, de 1829, e de Portugal, de 1833<sup>202</sup>.

Ao tempo da criação do primeiro Código de leis comerciais do Brasil, em 1850, portanto, se utilizou como referências legislativas além dos diplomas citados acima, grande parte da legislação comercial propriamente portuguesa. Até o lançamento do referido Código Comercial, e ainda meados dos anos de 1880, o Brasil se prendia no sistema das autorizações e tutelas do Estado para funcionamento e incorporação das sociedades<sup>203</sup>.

Em 1882, no entanto, o Brasil aderiu ao sistema liberal, libertando suas sociedades anônimas da tutela estatal, ao modelo de quase todos os países europeus (Inglaterra em 1862, França em 1867, Espanha em 1869, Alemanha em 1860, etc.). Mas muito antes de todos esses países, a legislação americana já dava passos indicativos da abolição dessa necessidade de autorizações, o que é comprovado pela legislação do estado de Nova York, em 1811<sup>204</sup>. A esse

---

<sup>201</sup> REQUIÃO, Rubens. Curso de direito comercial: volume 1 – 33. Ed., ver. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 39.

<sup>202</sup> Ibidem, p. 40.

<sup>203</sup> LUCENA, José Waldecy. Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 1º a 120), vol. 1. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 14

<sup>204</sup> Ibidem, p. 14-15

modelo, se faziam críticas, afinal “A aprovação de uma autorização era uma questão política, envolvendo *lobbying*, contribuições de campanha, e coisas piores”<sup>205</sup>.

Com essa abertura ao liberalismo, o Brasil se abriu também à influência de outros sistemas legislativos. Logo após essa adesão, a Constituição Republicana de 1891, sob nítida influência do sistema constitucional norte-americano, aderiu ao sistema de controle de constitucionalidade difuso ou incidental, característico do sistema *Common Law*. No entanto, vale ressaltar que o controle de constitucionalidade, que nos Estados Unidos surgiu por meio da jurisprudência da Suprema Corte, no Brasil surgiu positivado no artigo 59 da Constituição de 1891, que disciplinava a competência do Superior Tribunal Federal para cuidar da constitucionalidade das leis do país<sup>206</sup>.

À essas influências, pode-se atribuir, de alguma sorte, determinados pesos aos sistemas legislativos e doutrinas dos direitos italiano e norte-americano.

Nos avanços naturais do Direito Comercial, pesou a válvula mestra da empresa. Não obstante a antiguidade do conceito, introduzido pelo Código Comercial italiano de 1942, a influência no nosso atual Código Civil foi sentida de forma expressiva, o que pode ser verificado pelo conceito de empresa trazido no artigo 966 de nosso Código, em muito semelhante ao mencionado pelo Código italiano

Se o direito italiano teve sua participação direta no direito de empresa, em si, não podemos deixar de destacar, em outra parte, a influência do direito norte-americano.

Uma das grandes influências do direito americano, principalmente no que se refere ao direito das companhias, foi a introdução da chamada “regra de decisão negocial” (*business judgement rule*), na qual se entende que o julgador, independentemente de sua instância, não deverá avaliar o mérito das decisões tomadas pela administração da companhia, mas sim sob o

---

<sup>205</sup> Robert W. Hamilton, *The Law of Corporation*, West Publishing Co. St. Paul, USA, 1996, p. 13. apud LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 1º a 120)*, vol. 1. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 15.

<sup>206</sup> CAMARGO, Maria Auxiliadora Castro e. *A Influência Estrangeira na Construção da Jurisdição Constitucional Brasileira*. p. 4. Disponível em <<http://www.agu.gov.br/page/download/index/id/521908>>. Acesso em 04/06/2017.

ponto de vista de estarem certas ou erradas no que tange à sua informação, reflexão e interesse<sup>207</sup>.

No entanto, veremos abaixo, e de forma mais específica, o tratamento conferido por cada um desses sistemas legislativos aos temas da fixação de preço, avaliação de ativos e preço da companhia, bem como outros aspectos relativos ao direito das companhias.

### **3.2. A contribuição e os entendimentos da doutrina e do sistema legislativo norte-americano.**

O sistema legislativo norte-americano, contemplado pelos entendimentos do costume, e das decisões dos tribunais (*common law*), apresenta muitos conceitos de ponta, principalmente na seara do direito das companhias, sendo um sistema altamente desenvolvido, principalmente no que tange ao direito empresarial econômico e nos aspectos de governança corporativa. Dessa forma, procuraremos tratar a respeito de alguns temas que se mostram relevantes para a composição do presente trabalho.

Começaremos falando sobre o conceito de capital social no direito norte-americano, para tanto nos valeremos das lições de MANNING, veiculadas por LORIA<sup>208</sup>.

No final do século XIX com os primeiros passos do capitalismo industrial e o aquecimento do capitalismo financeiro, os princípios contábeis não eram muito claros, e poucos tinham conhecimento de assuntos empresariais como valor nominal, capital social, subscrição de ações, entre outros, por falta de aparato técnico e coerência.

Pela falta de aparatos para estudo dos conceitos à época, o estudo deve ser trazido para épocas mais recentes, de onde pode-se aproveitar melhor os entendimentos da doutrina.

Naquela época, inclusive, uma das tentativas para garantir o cumprimento das obrigações com terceiros pela sociedade foi a exigência de um capital mínimo, o que se mostrou

---

<sup>207</sup> LORIA, Eli. *Companhia Aberta: Objeto Social e Operações de Risco*. 2012. 210 f. Dissertação (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012. p. 29.

<sup>208</sup> MANNING, Bayless. *Legal Capital*. 3. Ed. Westbury: Foundation Press, 1990. p. 20 apud LORIA, Eli. *Estrutura e função do capital social na companhia aberta*. 2009, 140 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009, p. 64-68.

impraticável e antiético, mantendo-se apenas em ramos de atividade no qual a subcapitalização seria prejudicial, sobretudo ao interesse público. Mas essa exigência de capital mínimo, não foi de todo sem fundamento, afinal era possível encontrar em legislações esparsas a previsão do limite mínimo de US\$ 1.000 (mil dólares) para capitalização da companhia, o que não oferecia proteção nenhuma aos credores.

No entanto, é sabido que a pressão dos credores fez surgir para eles um sistema de proteção, que é o sistema do capital social. A questão sempre se resumiu a saber o quanto a companhia poderia lucrar ao longo de sua duração, e não o quanto ela dispõe no começo de suas atividades, interessando que seja demonstrada a solvabilidade da companhia durante sua atividade.

Dessa maneira,

“O modelo desenvolvido no século XIX trazia ao juiz a possibilidade de que ele soubesse quanto dinheiro os sócios tinham colocado na empresa. Em verdade, a constituição da sociedade se dava da seguinte maneira: um empreendedor, chamado promotor (*promoter*), que havia idealizado algum negócio, procurava pessoas que estivessem interessadas em investir nesse negócio. Aqueles que se interessassem pelo negócio deveriam firmar um acordo com o empreendedor de que subscreveriam as ações da nova companhia, assim que encontrados o número suficiente de investidores, se, é claro, a companhia criada fosse exatamente aquela que constava do “prospecto” original”<sup>209</sup>.

O referido modelo trazia em seu bojo o conceito do valor nominal das ações, explicado pelo fato de que inevitavelmente o investidor fazia a conta de quanto dinheiro teria que investir para ser titular de um relativo número de ações, de maneira que nenhum investidor aceitaria adquirir ações que não fosse pelo valor nominal.

A partir do sucesso em angariar investidores, o empreendedor poderia então receber a carta de autorização da autoridade competente de cada Estado. Dali em diante, os investidores se reuniam para eleger os administradores, criar um estatuto e conferir a sua contribuição, sendo entregue em retorno os certificados correspondentes ao número de ações detido por cada um desses investidores, constando no certificado o valor nominal de cada ação. Dessa forma, o

---

<sup>209</sup> LORIA, Eli. Estrutura e função do capital social na companhia aberta. 2009, 140 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009, p. 65.



valor nominal passa a ser entendido como o valor que o acionista deve pagar por sua ação. As ações sem valor nominal, ficaram conhecidas como ações sem lastro.

“Mas vai garantir MANNING, que toda essa maquinaria não foi suficiente a realmente trazer efetiva garantia nem aos credores, nem aos negócios. Segundo ele, todo o sistema apenas margeia a tutela das classes ou grupos de acionistas com interesses conflitantes. E no que tange aos credores, o sistema não afasta as três preocupações principais, quais sejam, erosão do caixa da empresa, incursão da empresa em mais débitos, e criação de um crédito de classe superior”<sup>210</sup>.

Dessa forma, criou-se um sistema cuja intenção é assegurar que todo acionista contribua com bens para a sociedade e que tais bens não sejam redistribuídos entre esses acionistas.

Assim, de acordo com MANNING, existem algumas razões para que o sistema de capital social não ofereça proteção aos credores<sup>211</sup>, dentre elas: a) o fato de o sistema ser incompleto, por não adotar regras contábeis; b) o total controle do capital social pelos acionistas em detrimento dos credores; c) a cifra do capital social ser um número arbitrário e ficcional, sem relação com qualquer fato econômico relevante para o credor, de forma que o credor passa a investir nas companhias que tem ações com maior valor nominal, por inspirarem maior segurança; d) o sistema não tem um fundamento que o explique. A utilização de uma cifra meramente contábil para estabelecer os limites de distribuição de dividendos aos acionistas não demonstra qualquer razão, deixando credor desinformado das informações relevantes; e) a deturpação da concepção de crédito, de forma que um débito de vencimento longo é tratado da mesma forma que um débito de vencimento curto: “*it is assumed by the statute that creditors of today and tomorrow care about sales of stock made years before. The don't. And so forth.*”<sup>212</sup>; f) assuntos como os modos corretos de se realizar subscrição de ações, acordos de aquisição, cancelamento de ações em tesouraria, exercício de opções, liquidação de preferências, e outros tantos assuntos, são debatidos incessantemente por advogados e contadores, em seus aspectos jurídicos e contábeis, sem que se tenha determinada soluções e entendimentos firmes e razoáveis; e, ainda, as empresas não aplicam com rigidez as regras do sistema, incluindo em estatutos a distribuição de dividendos ainda que o capital social esteja prejudicado, através do

---

<sup>210</sup> MANNING, Bayless. *Legal Capital*. 3. Ed. Westbury: Foundation Press, 1990. p. 91 apud LORIA, Eli. *Estrutura e função do capital social na companhia aberta*. 2009, 140 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009, p. 66.

<sup>211</sup> *Ibidem*, p. 66.

<sup>212</sup> *Ibidem*, p. 66.

excedente do capital (*capital surplus*), e para isso cria-se uma arquitetura jurídica com ações de baixo valor nominal, criando um superávit contábil que permite a distribuição.

O resultado das razões expostas pelo autor como capitais para o não funcionamento do sistema, implicam na existência de arbitrariedades em diversas regras das companhias, como por exemplo a permissão nos estatutos sociais do pagamento de dividendos na forma “*against reduction surplus*”, uma forma de superávit pela qual é permitida a entrega de bens da empresa a acionistas que adquirirem ações dela. Nas palavras de LORIA, “é como se o sistema permitisse que a raposa cuidasse das galinhas”<sup>213</sup>.

O Autor afirma ainda que as leis parecem não querer resolver o problema, deixando que se mantenha a facilidade de se re-arranjar os estatutos e inaplicabilidade de penas aos administradores e acionistas que violam o sistema do capital social.

Por fim, conclui que o capital pode ser utilizado para prevenir acordos de *buy-out* em companhias com poucos sócios, quando um dos sócios morrer ou sair da companhia, caso em que as consequências econômicas aos que se retiram ou sucedem aqueles falecidos são severas. Podendo, ainda, ser usado por acionistas possuidores de ações sem direito a voto, que fazem uso das classes especiais de capital votante contra administradores que queiram modificar a estrutura do capital social em prejuízo da companhia, dos acionistas e até dos credores<sup>214</sup>.

Nesse sentido

“Afirma o autor que a grande força do argumento ainda está no aspecto histórico-cultural, porque por 150 anos se têm afirmado que uma empresa deve ter algo chamado capital social, algo este que adquiriu independência, independentemente da sua importância para credores e as situações cotidianas da empresa.

O efeito parece ser, sobretudo psicológico. Toda a comunidade empresária acredita que uma empresa com a cifra do capital social alta, é uma empresa sólida. No entanto, é tudo uma construção frágil, obtida a partir de várias operações contábeis facilmente repetíveis. Mas ainda assim, a sistemática do capital social contribui para uma atmosfera de segurança, na qual mesmo os administradores se vêem impedidos de distribuir os bens da sociedade livremente aos sócios.

---

<sup>213</sup> LORIA, Eli. Estrutura e função do capital social na companhia aberta. 2009, 140 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009, p. 67.

<sup>214</sup> *Ibidem*, p. 65.

No entanto, o que parece certo é que os credores criam formas de proteção do seu crédito totalmente alheia à maquinaria do capital social”<sup>215</sup>.

Tangencialmente à essas críticas e conclusões, entende-se que o sistema norte-americano, a despeito das infrações e contornos realizados internamente ao sistema das companhias, estipula um coeficiente de solvência, ou seja, uma relação mínima entre capitais próprios e alheios, em que se determina a distribuição de bens aos sócios apenas quando o ativo líquido supera, em determinado valor, o passivo. Prova disso, é o *California Corporation Code*, de 1975, que ao invés de estabelecer um conceito de capital social, faz referência ao referido coeficiente de solvência, impossibilitando a distribuição de bens aos sócios quando inexistir relação mínima entre o patrimônio líquido e passivo, consagrando a intangibilidade do patrimônio líquido, o que embora não resolva o problema da subcapitalização originária, visa assegurar a solidez do capital social ao longo da vida da sociedade<sup>216</sup>.

Ao falar de subcapitalização originária, vale aqui adentrar ao tema da responsabilidade dos administradores no direito norte-americano, a qual é analisada por Fabio Konder Comparato ao dizer que nos Estados Unidos imputa-se a responsabilidade aos administradores por débitos sociais no caso de insuficiente capitalização da empresa, já que tal ato constituiria um risco criado deliberadamente contra terceiros<sup>217</sup>.

Nesse sentido, podemos retornar à já mencionada regra intitulada de *business judgement rule*, criada pela justiça americana, a qual é perfeitamente explicada no âmbito de julgamento do Processo RJ2005/1443 da CVM, conforme voto do então Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa:

“31. Para evitar os efeitos prejudiciais da revisão judicial, o Poder Judiciário americano criou a chamada “regra da decisão negocial” (*business judgement rule*), segundo a qual, desde que alguns cuidados sejam observados, o Poder Judiciário não irá rever o mérito da decisão negocial em razão do dever de diligência. A proteção especial garantida pela regra da decisão negocial também tem por intenção encorajar os administradores a servir à companhia, garantindo-lhes um tratamento justo, que limita a possibilidade de revisão judicial de decisões negociais privadas (e que possa

---

<sup>215</sup> MANNING, Bayless. *Legal Capital*. 3. Ed. Westbury: Foundation Press, 1990. p. 95 apud LORIA, Eli. *Estrutura e função do capital social na companhia aberta*. 2009, 140 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009, p. 68.

<sup>216</sup> LORIA, Eli. *Estrutura e função do capital social na companhia aberta*. 2009, 140 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009, p. 56.

<sup>217</sup> COMPARATO, Fabio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. 4ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005. p. 343-346 apud LORIA, Eli. *Estrutura e função do capital social na companhia aberta*. 2009, 140 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009, p. 53.

impor responsabilidade aos administradores), uma vez que a possibilidade de revisão ex post pelo Poder Judiciário aumenta significativamente o risco a que o administrador fica exposto, podendo fazer com que ele deixe de tomar decisões mais arriscadas, inovadoras e criativas (que podem trazer muitos benefícios para a companhia), apenas para evitar o risco de revisão judicial posterior. Em razão da regra da decisão negocial, o Poder Judiciário americano preocupa-se apenas com o processo que levou à decisão e não com o seu mérito. Para utilizar a regra da decisão negocial, o administrador deve seguir os seguintes princípios:

- (i) Decisão informada: A decisão informada é aquela na qual os administradores basearam-se nas informações razoavelmente necessárias para tomá-la. Podem os administradores, nesses casos, utilizar como informações, análises e memorandos dos diretores e outros funcionários, bem como de terceiros contratados. Não é necessária a contratação de um banco de investimento para a avaliação de uma operação;
- (ii) Decisão refletida: A decisão refletida é aquela tomada depois da análise das diferentes alternativas ou possíveis consequências ou, ainda, em cotejo com a documentação que fundamenta o negócio. Mesmo que deixe de analisar um negócio, a decisão negocial que a ele levou pode ser considerada refletida, caso, informadamente, tenha o administrador decidido não analisar esse negócio; e
- (iii) Decisão desinteressada: A decisão desinteressada é aquela que não resulta em benefício pecuniário ao administrador. Esse conceito vem sendo expandido para incluir benefícios que não sejam diretos para o administrador ou para instituições e empresas ligadas a ele. Quando o administrador tem interesse na decisão, aplicam-se os standards do dever de lealdade (duty of loyalty)<sup>218</sup>.

Quando se fala da responsabilidade dos administradores, vale lembrar também da teoria dos atos *ultra vires*, aqueles praticados sem amparo no objeto social da companhia (*ultra vires the company*) ou praticados pelo administrador sem que o mesmo se inclua nos poderes conferidos pela companhia no estatuto social ou por mandato (*ultra vires the directors*)<sup>219</sup>.

Essa teoria foi implantada nos Estados Unidos de forma menos rigorosa do que foi na Inglaterra, onde as consequências decorrentes da prática dos atos *ultra vires* são de grave impacto para as companhias. A ideia era que ocorresse a prevalência das transações comerciais da sociedade em detrimento dos interesses dos acionistas. Para a proteção desses acionistas bastava estabelecer limites às atuações dos administradores e a cominação de sanções internas em caso de desrespeito das regras estabelecidas<sup>220</sup>.

Dessa forma, começaram a ser desenvolvidas diversas teorias paralelas nos tribunais estadunidenses, dentre as quais a de maior destaque é a dos poderes implícitos dos

<sup>218</sup> Processo RJ2005/1443 da CVM, conforme voto do então Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa in LORIA, Eli. *Companhia Aberta: Objeto Social e Operações de Risco*. 2012. 210 f. Dissertação (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012. p. 29-30.

<sup>219</sup> *Ibidem*, p. 64

<sup>220</sup> LORIA, Eli. *Companhia Aberta: Objeto Social e Operações de Risco*. 2012. 210 f. Dissertação (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012. p. 63

administradores (*Implied in; auxiliary to the original grant*), “pela qual, no limite, a assembleia geral poderia convalidar atos *ultra vires* praticados pelos administradores sob a alegação de serem acessórios ao objeto social principal”<sup>221</sup>.

Passada a questão da responsabilidade dos administradores e da função do capital social no direito norte-americano, nos importa ainda falar sobre os valores mobiliários e métodos de avaliação das companhias.

De acordo com LEÃES, citado por LORIA<sup>222</sup>, nos Estados Unidos atribui-se ao título que garante ao proprietário a participação, tanto na vida política, quanto nos resultados do empreendimento, o nome de “*security*”. A *security* é a transação em que uma pessoa investe seu dinheiro em um empreendimento comum com a expectativa de obter ganhos com os esforços do captador dos recursos ou de terceiros. Parte desse conceito, no que tange à “esforços de terceiros”, foi flexibilizada pela jurisprudência estadunidense, visando que fraudes fossem evitadas.

Dessa maneira, para identificação de um *security* no direito norte-americano, basta que uma pessoa (investidor) entregue recursos à outra com o fim de aplicar capital em um determinado meio produtivo, esperando obter dali uma remuneração. Para essa definição, não importa como o investimento será realizado, bastando que vários investidores realizem um investimento em comum com a expectativa de ganhos que sejam provenientes do esforço de outra pessoa que não seja o próprio investidor<sup>223</sup>.

Foi esse conceito de *security* que inspirou no Brasil o conceito de valor mobiliário, veiculado por meio da Lei n.º 6.385 de 1976 que criou a CVM, conforme Mensagem n.º 203 do Ministério da Fazenda encaminhando o projeto de lei que resultou na referida Lei<sup>224</sup>.

---

<sup>221</sup> Ibidem, p. 63.

<sup>222</sup> LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. O conceito de “*security*” no direito norte-americano e o conceito análogo no direito brasileiro in Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: RT, Ano XIII, 1974, n.º 14, p. 41-60 apud LORIA, Eli. Companhia Aberta: Objeto Social e Operações de Risco. 2012. 210 f. Dissertação (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012. p. 133

<sup>223</sup> Ibidem, p. 133

<sup>224</sup> LORIA, Eli. Companhia Aberta: Objeto Social e Operações de Risco. 2012. 210 f. Dissertação (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012. p. 63.

Aqui, nos importa ainda falar sobre a propriedade indireta dos valores mobiliários, permitida nos Estados Unidos, mas rechaçada pelo direito brasileiro. Em sistemas jurídicos como da *common law* o direito do titular da conta é assegurado através de *trust* ou copropriedade sobre bens fungíveis em coletividade, figura jurídica na qual um intermediário se interpõe entre emissor e investidor final, sendo o intermediário considerado o titular em cujo nome estão registrados os valores mobiliários e o exercício dos direitos dos investidores finais junto ao emissor somente, e necessariamente, será realizado através dos intermediários<sup>225</sup>.

No direito brasileiro, se rechaça esse método de propriedade, de forma que o investidor possui a titularidade dos valores mobiliários escriturais, independentemente de haver intermediários entre ele e o emissor ou a CSD (Centrais Depositárias de Ativos ou *Central Securities Depositories*), pressupondo que esta seja a fonte de registro da propriedade<sup>226</sup>.

Por fim, vale ainda mencionar o conceito de *churning*, uma operação ilícita que visa a manipulação do valor da cotação das ações em bolsa no intuito de fazer que esse critério, para fixação do preço da ação, pareça ser vantajoso em que ocasiões que não é. “A prática societária norte-americana denomina *churning* a excessiva e frequente negociação com valores mobiliários, visando um ganho pessoal. As Leis Sobre Valores Mobiliários consideram a prática ilegal”<sup>227</sup>.

Esse conceito, importado do direito americano, foi um dos fatores de preocupação da doutrina brasileira<sup>228</sup> para a aplicação do critério de fixação do preço da ação de acordo com sua cotação em bolsa de forma isolada, considerando, justamente, a possibilidade de manipulação veiculada pelo *churning*.

### 3.3. A contribuição e os entendimentos da doutrina e do sistema legislativo italiano.

---

<sup>225</sup> PEREIRA FILHO, Valdir Carlos. Títulos e Valores Mobiliários Escriturais: Aspectos Decorrentes da sua internacionalização. 2012. 118 f. Dissertação (Doutorado em Direito) - Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012, p. 26.

<sup>226</sup> *Ibidem*, p. 27.

<sup>227</sup> Black's Law Dictionary, 2004 apud LUCENA, José Waldecy. Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 121 a 188), vol. 2. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 847.

<sup>228</sup> CARVALHOSA, Modesto. Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. vol. 3. São Paulo: Saraiva, 2003. p. 518; e LUCENA, José Waldecy. Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 121 a 188), vol. 2. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 847

No processo de evolução do Direito Comercial ao longo do tempo, até os dias atuais, no ocidente, o direito italiano, com sua doutrina e reflexos legislativos, teve importante influência no estudo das peculiaridades que circundam essa área de conhecimento, introduzindo conceitos jurídicos importantes, sempre com muita técnica e com uma doutrina de interpretações precisas, questionadoras e extremamente contributivas para o desenvolvimento de diversos temas.

Nesse processo de avanço, conforme já foi dito, o Direito Comercial teve com seu ponto central a empresa, e o conceito de empresa utilizado em determinados países, como o Brasil, provém daquele introduzido pelo Código Civil italiano, em 1942. Nesse sentido, em sua obra clássica, Alberto ASQUINI testemunhou sobre a impossibilidade de se atingir um único conceito, e satisfatoriamente exauriente, para o termo “empresa”. Entendia, o autor, a empresa como um fenômeno, sobretudo, jurídico e multifacetado, que somente poderia ser entendido se observado segundo perfis diversos<sup>229</sup>.

Conforme apontado por REQUIÃO o direito italiano merece destaque, afinal

“São os juristas italianos os que mais se dedicam ao estudo da empresa, Já sabemos que o moderno direito privado da Itália funda-se sobre a teoria da empresa. Mas, antes mesmo da reforma de 1942, os comercialistas peninsulares indagavam, como Vivante, sobre o seu conceito, em face das referências a ela feita na enumeração dos atos do comércio.

Vivante identificou o conceito jurídico com o conceito econômico. Escreveu que a empresa é um organismo econômico que sob o seu próprio risco recolhe e põe em atuação sistematicamente os elementos necessários para obter um produto destinado à troca. A *combinação* dos fatores – natureza, capital e trabalho – que, associados, produzem resultados impossíveis de conseguir se fossem divididos, e o risco, que o empresário assume ao produzir uma nova riqueza, são os requisitos indispensáveis a toda empresa.

Vislumbram-se na conceituação de Vivante os dois elementos, *organização* e *risco*, a que Ferri modernamente denomina *iniciativa* e *risco*, para conceituar o empresário. A iniciativa do empresário coincide, evidentemente, com a ideia de *organização*, pois é devido à sua atividade ou iniciativa que consegue compor a organização dos fatores da produção”<sup>230</sup>.

Após a criação do Código Civil de 1942, os juristas italianos então se debruçaram tendo em vistas a formação do conceito de empresa, segundo o novo sistema jurídico instituído.

---

<sup>229</sup> ASQUINI, Alberto. Perfis da empresa. Tradução de Fabio Konder Comparato in Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, v. 35, nº 104, out./dez. 1996, p. 109-126 apud LORIA, Eli. Companhia Aberta: Objeto Social e Operações de Risco. 2012. 210 f. Dissertação (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012. p. 21.

<sup>230</sup> REQUIÃO, Rubens. Curso de direito comercial: volume 1 – 33. Ed., ver. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 79-80.

Assim, sob a influência de Asquini, alguns professores, como Salandra, de Bolonha, Giuseppe Valeri, de Florença, e Giuseppe Ferri, de Turim, expuseram os resultados obtidos por suas análises<sup>231</sup>. O primeiro professor citado, em suma, e de acordo com a análise de REQUIÃO, ensina que

“de empresa em sentido subjetivo se pode falar somente como uma organização de pessoas sob a direção do empresário. A expressão *empresa* é mesmo mais usada em sentido *objetivo*, em relação à pessoa do empresário, para designar, do ponto de vista estático, a organização de pessoas e de bens de que o empresário se vale para o exercício de sua atividade, e do ponto de vista dinâmico a atividade mesma que ele exercita por meio dessa organização”<sup>232</sup>.

O segundo professor, fala de se considerar na empresa quatro elementos; a) organização; b) atividade econômico; c) o fim lucrativo; e d) a profissionalidade. Propõe o conceito de empresa como a organização da atividade econômica destinada à produção de bens ou de serviços, realizada profissionalmente<sup>233</sup>.

Por fim, o Professor Ferri, ao se utilizar da análise de Asquini, fala em aspectos jurídicos da empresa econômica, traduzindo o que Asquini quis dizer ao mencionar a necessidade de se abandonar o esforço da indagação de uma noção jurídica de empresa. Dessa forma, Asquini vislumbrou a empresa em quatro perfis: a) o perfil *subjetivo*, que vê a empresa como o empresário; b) o perfil *funcional*, que vê a empresa como atividade empreendedora; c) o perfil *patrimonial* ou *objetivo*, que vê a empresa como estabelecimento; e d) o perfil *corporativo*, que vê a empresa como instituição<sup>234</sup>.

Contra a doutrina de Asquini, inaugurada com diferenciada segurança, somente se insurgiu o professor Francesco Ferrara, de Florença, que após debates, chegou à conclusão de que a empresa não tem relevância jurídica, pois seus efeitos não são senão a cargo do sujeito que a exercita, o empresário<sup>235</sup>.

Superado os debates e estudos que culminaram no conceito de empresa que até hoje se utiliza no Brasil, o direito italiano evoluiu seus estudos, ao estudar sobre o objeto social das

---

<sup>231</sup> Ibidem, p. 80-82.

<sup>232</sup> REQUIÃO, Rubens. Curso de direito comercial: volume 1 – 33. Ed., ver. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 80-81.

<sup>233</sup> Ibidem, p. 81.

<sup>234</sup> Ibidem, p. 81.

<sup>235</sup> Ibidem, p. 82.



sociedades, inclusive aquelas destinadas ao propósito específico, chamadas SPE's no Brasil, ao qual denomina como estrutura de "patrimônio separado", resultado de separação e destinação de parte do patrimônio de uma companhia para o desenvolvimento de determinado empreendimento<sup>236</sup>. Esse patrimônio, como veremos abaixo, é destacado do capital social, pelo entendimento da jurisprudência italiana.

Sobre o objeto social das sociedades anônimas, e também de forma precisa, a legislação italiana vislumbra a hipótese da constituição de sociedades com a falta de objeto ou ilicitude do mesmo, determinando os vícios decorrentes de tais hipóteses podem ser sanados pelos sócios fundadores, o que também é possível no Brasil, mediante aprovação em assembleia geral<sup>237</sup>.

No entanto, no que diz respeito à capitalização, os tribunais italianos têm entendido que quando feita de forma insuficiente, importará em nulidade do ato constitutivo da sociedade, por impossibilidade de cumprimento do objeto<sup>238</sup>. Os mesmos tribunais, adotam a acepção material do capital social, considerando que o capital social é formado pelos bens da sociedade proveniente da entrada dos sócios, de maneira que todos os outros bens que a sociedade adquira durante a execução de suas atividades venham a compor o patrimônio social<sup>239</sup>.

E ainda sobre o capital, a doutrina anota que com a adoção do regime do capital mínimo, a redução abaixo desse piso constitui causa de dissolução da companhia (art. 2.448 do Código Civil), salvo se a assembleia geral não optar pela redução temporária ou transformação da companhia. Se a companhia se dissolver por tal motivo, seus administradores ficarão impedidos de realizar novos negócios, sob pena de responsabilidade solidária e limitada<sup>240</sup>.

No aspecto da relação com terceiros, a doutrina italiana se refere à personalidade jurídica da sociedade anônima como uma armadura capaz de proteger o homem quando esse se decide aventurar-se no mundo dos negócios. E nesse sentido, passou por evolução, inclusive para mudar o entendimento sobre a opinabilidade de atos da administração em face de terceiros<sup>241</sup>.

---

<sup>236</sup> LORIA, Eli. *Companhia Aberta: Objeto Social e Operações de Risco*. 2012. 210 f. Dissertação (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012. p. 49.

<sup>237</sup> *Ibidem*, p. 42.

<sup>238</sup> *Ibidem*, p. 126.

<sup>239</sup> LORIA, Eli. *Estrutura e função do capital social na companhia aberta*. 2009, 140 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009, p. 43.

<sup>240</sup> *Ibidem*, p. 43.

<sup>241</sup> *Ibidem*, p. 54.

A legislação italiana, quanto aos atos *ultra vires* integrou duas correntes, uma em período mais distante e a outra, em vigor, no período mais recente. Primeiro se pensava que prevalecia a oponibilidade das restrições convencionais a terceiros, desde que registradas ou publicadas para seu conhecimento. No entanto, por construção jurisprudencial, os limites estatutários seriam oponíveis se o administrador agisse dentro de seus poderes aparentes (teoria da aparência), se a sociedade ratificasse seus atos, tácita ou expressamente, ou se as regras estatutárias tivessem interpretação dúbia, em respeito à boa-fé<sup>242</sup>.

Ao integrar a segunda corrente, com a evolução legislativa, a legislação italiana incorporou a ideia pela qual vigora o princípio da inoponibilidade de restrições convencionais a terceiros de boa-fé. Princípio que somente pode ser mitigado por outro princípio, o da *exceptio doli generalis*, presente em todas as legislações. Contudo, na Itália a exceção à inoponibilidade é ainda mais rigorosa, não bastando provar mera má-fé, sendo obrigatória a prova de dolo por parte do terceiro<sup>243</sup>. Com efeito, na Itália, a doutrina determina que não serão opostos aos terceiros de boa-fé os atos praticados pelos administradores em desacordo ou além do constante na cláusula do objeto social<sup>244</sup>.

No âmbito da fixação do preço de ações e avaliação do valor da companhia, a legislação italiana não oferece muitas novidades, afinal em muito inspirou a legislação brasileira. Não obstante, o Código Civil italiano estabelece, no seu artigo 2.343, ao tratar da contribuição dos acionistas ao capital da companhia, a necessidade de avaliação dos bens e valores que se pretende integralizar ao capital social, no ato de constituição, por meio de apresentação de laudo elaborado por perito, que deverá informar os critérios de avaliação utilizados, devendo ainda ser anexo a ata de assembleia de constituição da companhia<sup>245</sup>.

---

<sup>242</sup> LORIA, Eli. *Companhia Aberta: Objeto Social e Operações de Risco*. 2012. 210 f. Dissertação (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012. p. 60.

<sup>243</sup> *Ibidem*, p. 61

<sup>244</sup> *Ibidem*, p. 86.

<sup>245</sup> “Art. 2343 Stima dei conferimenti di beni in natura e di crediti Chi conferisce beni in natura o crediti deve presentare la relazione giurata di un esperto designato dal presidente del tribunale, contenente la descrizione dei beni o dei crediti conferiti, il valore a ciascuno di essi attribuito, i criteri di valutazione seguiti, nonché l’attestazione che il valore attribuito non è inferiore al valore nominale, aumentato dell’eventuale sopraprezzo, delle azioni emesse a fronte del conferimento. La relazione deve essere allegata all’atto costitutivo. All’esperto nominato dal presidente del tribunale si applicano le disposizioni dell’art. 64 Cod. Proc. Civ. Gli amministratori e i sindaci devono, nel termine di sei mesi dalla costituzione della società, controllare le valutazioni contenute nella relazione indicata nel 1° comma e, se sussistano fondati motivi, devono procedere alla revisione della stima. Fino a quando le valutazioni non sono state controllate, le azioni corrispondenti ai conferimenti sono inalienabili e devono restare depositate presso la società. Se risulta che il valore dei beni o dei crediti conferiti era inferiore di oltre un quinto a

Demonstrando a sua tecnicidade e especialidade, o referido Código Civil italiano prevê, ainda, em seu art. 2.424 todos os requisitos que devem constar no balanço da sociedade, dentre ativos, totais e passivos, prevendo inclusive a contabilidade do preços das ações e das reservas de capital constituídas pelas ações emitidas com ágio. E de forma semelhante ao direito brasileiro, o referido diploma ainda prevê, mediante disposição do art. 2.441, nos casos de emissão de novas ações por aumento de capital, a necessidade de se justificar o aumento e o preço estabelecido pela ação, indicando, inclusive os critérios adotados e apresentando laudo pericial que comprove os valores atribuídos. Fala ainda, o referido artigo, nos critérios do patrimônio líquido e da cotação das ações em bolsa, que caso utilizado, deverá levar em conta os valores divulgados nos últimos seis meses<sup>246</sup>.

---

quello per cui avvenne il conferimento, la società deve proporzionalmente ridurre il capitale sociale, annullando le azioni che risultano scoperte. Tuttavia il socio conferente può versare la differenza in danaro o recedere dalla società”. Disponível em <[http://www.jus.unitn.it/cardozo/obiter\\_dictum/codciv/Lib5.htm](http://www.jus.unitn.it/cardozo/obiter_dictum/codciv/Lib5.htm)>. Acesso em 04/06/2017.

<sup>246</sup> “Art. 2441 Diritto di opzione Le azioni di nuova emissione e le obbligazioni convertibili in azioni devono essere offerte in opzione ai soci in proporzione al numero delle azioni possedute. Se vi sono obbligazioni convertibili il diritto di opzione spetta anche ai possessori di queste, in concorso con i soci, sulla base del rapporto di cambio (2420). L'offerta di opzione deve essere pubblicata nel Bollettino ufficiale delle società per azioni e a responsabilità limitata. Per l'esercizio del diritto di opzione deve essere concesso un termine non inferiore a trenta giorni dalla pubblicazione dell'offerta. Coloro che esercitano il diritto di opzione purché ne facciano contestuale richiesta, hanno diritto di prelazione nell'acquisto delle azioni e delle obbligazioni convertibili in azioni che siano rimaste non optate. Se le azioni sono quotate in borsa, i diritti di opzione non esercitati devono essere offerti in borsa dagli amministratori, per conto della società, per almeno cinque riunioni, entro il mese successivo alla scadenza del termine stabilito a norma del secondo comma. Il diritto di opzione non spetta per le azioni di nuova emissione che, secondo la deliberazione di aumento del capitale, devono essere liberate mediante conferimenti in natura. Quando l'interesse della società lo esige, il diritto di opzione può essere escluso o limitato con la deliberazione di aumento di capitale, approvata da tanti soci che rappresentino oltre la metà del capitale sociale, anche se la deliberazione è presa in assemblea di seconda o terza convocazione (2369 e seguenti). Le proposte di aumento del capitale sociale con esclusione o limitazione del diritto di opzione, ai sensi del 4° o del 5 comma, devono essere illustrate dagli amministratori con apposita relazione, dalla quale devono risultare le ragioni dell'esclusione o della limitazione, ovvero, qualora l'esclusione derivi da un conferimento in natura, le ragioni di questo e in ogni caso i criteri adottati per la determinazione del prezzo di emissione. La relazione deve essere comunicata dagli amministratori al collegio sindacale almeno trenta giorni prima di quello fissato per l'assemblea. Entro quindici giorni il collegio sindacale deve esprimere il proprio parere sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni. Il parere del collegio sindacale e la relazione giurata dell'esperto designato dal presidente del tribunale nell'ipotesi prevista dal 4° comma devono restare depositati nella sede della società durante i quindici giorni che precedono l'assemblea e finché questa non abbia deliberato; i soci possono prenderne visione. La deliberazione determina il prezzo di emissione delle azioni in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in borsa, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre. Non si considera escluso né limitato il diritto di opzione qualora la deliberazione di aumento del capitale preveda che le azioni di nuova emissione siano sottoscritte da banche o da enti o società finanziarie soggetti al controllo della Commissione nazionale per la società e la borsa, con obbligo di offrirle agli azionisti della società in conformità con i primi tre commi del presente articolo. Le spese di tale operazione sono a carico della società e la deliberazione di aumento del capitale deve indicarne l'ammontare. Con deliberazione dell'assemblea presa con la maggioranza richiesta per le assemblee straordinarie può essere escluso il diritto di opzione limitatamente a un quarto delle azioni di nuova emissione, se queste sono offerte in sottoscrizione ai dipendenti della società. L'esclusione dell'opzione in misura superiore al quarto deve essere approvata con la maggioranza prescritta nel quinto comma.”

## **4 A PROBLEMÁTICA DA ESCOLHA DE CRITÉRIOS E DA FIXAÇÃO DO PREÇO NO SISTEMA JURÍDICO BRASILEIRO**

### **4.1. A constituição das Sociedades Anônimas e suas principais características.**

No âmbito das sociedades por ações, a legislação brasileira estabeleceu duas formas de constituição, quais sejam: a constituição por subscrição privada, prevista no art. 88, da Lei das S.A., e a constituição por subscrição pública, prevista no art. 82, da Lei das S.A, sendo esta última reservada às companhias abertas.

A constituição privada ocorre quando há a deliberação dos subscritores do capital aprovando a constituição da sociedade e os termos e condições no estatuto que lhes foi apresentado, sendo que tal aprovação poderá ocorrer por meio de assembleia geral ou de escritura pública.<sup>247</sup>

A constituição por subscrição pública, também conhecida como chamamento público de investidores, é reservada às companhias abertas, isto é, para aquelas que têm autorização para negociar seus valores mobiliários em bolsas ou mercado de balcão. No entanto, essa modalidade de constituição é de raríssima ocorrência em nossa prática empresarial<sup>248</sup>.

O que, via de regra, ocorre na prática empresarial, é a constituição da companhia por subscrição particular e a sua posterior abertura de capital com a oferta de ações ao público em geral<sup>249</sup>.

Nesse processo, a constituição pode ocorrer pela deliberação dos subscritores em assembleia geral ou por meio de escritura pública, considerando-se fundadores todos os subscritores.<sup>250</sup> Caso os fundadores optem pela constituição através de assembleia geral, a mesma deverá ser convocada para que sejam realizados os seguintes atos: (i) avaliação dos bens, caso algum dos fundadores ofereça bens para integralizar na sociedade; (ii) deliberação sobre a constituição da companhia; (iii) entrega do projeto de estatuto, assinado em duplicata

---

<sup>247</sup> NEGRÃO, Ricardo. Direito empresarial : estudo unificado – 6. ed. – São Paulo : Saraiva, 2015, p. 29

<sup>248</sup> EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume I – Arts. 1º a 120. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 485.

<sup>249</sup> Ibidem, p. 491.

<sup>250</sup> NEGRÃO. op. cit., p. 60.

por todos os subscritores de capital (acionistas); e (iv) entrega das listas ou boletins de subscrição de todas as ações.<sup>251</sup>

No entanto, antes da realização da assembleia, deverão ser cumpridos os requisitos preliminares à constituição de qualquer companhia, previstos no art. 80 da LSA, que são: (i) subscrição de todas as ações em que se divide o capital social fixado no estatuto, por pelo menos 2 (duas) pessoas; (ii) realização, como entrada, de 10% (dez por cento), no mínimo, do preço de emissão das ações subscritas em dinheiro; (iii) depósito, no Banco do Brasil S/A., ou em outro estabelecimento bancário autorizado pela Comissão de Valores Mobiliários, da parte do capital realizado em dinheiro.

Encerrada a subscrição e havendo sido subscrito todo o capital social, a assembleia será instalada em primeira convocação com a presença de subscritores que representem, no mínimo, a metade do capital social e em segunda com qualquer número. A assembleia será presidida e secretariada por fundadores, sendo que cada ação, independentemente de classe ou espécie, dá direito a um voto, não tendo a maioria poder para alterar o projeto de estatuto. Se houver o respeito a todas as formalidades legais e não houver a oposição de subscritores que representem mais da metade do capital social, o presidente declarará constituída a companhia, procedendo-se, em sequência, à eleição dos administradores e fiscais. Por fim, a ata da reunião será lida a todos os presentes e, após sua aprovação, será assinada por todos os subscritores presentes, ou por quantos bastem à validade das deliberações, sendo uma via destinada à própria companhia e outra à Junta Comercial competente.<sup>252</sup>

Se a modalidade de constituição escolhida for a de escritura pública, deverão ser seguidos os moldes do §2º do art. 88 da LSA, conforme abaixo transcrito:

- § 2º Preferida a escritura pública, será ela assinada por todos os subscritores, e conterá:
- a) a qualificação dos subscritores, nos termos do artigo 85;
  - b) o estatuto da companhia;
  - c) a relação das ações tomadas pelos subscritores e a importância das entradas pagas;
  - d) a transcrição do recibo do depósito referido no número III do artigo 80;
  - e) a transcrição do laudo de avaliação dos peritos, caso tenha havido subscrição do capital social em bens (artigo 8º);
  - f) a nomeação dos primeiros administradores e, quando for o caso, dos fiscais.

---

<sup>251</sup> Ibidem, p. 29.

<sup>252</sup> Nos termos dos arts. 80 e seguintes da Lei das S.A. que dispõem sobre o processo de constituição das companhias.

O processo de constituição pública, em contrapartida, por envolver a relação da sociedade com terceiros e com um maior número de indivíduos participantes do capital social da companhia, tem um caráter mais burocrático e engessado, visando justamente a segurança jurídica na relação com investidores. Esse processo também comunga dos requisitos preliminares previstos no art. 80 da Lei das S.A. e apresentados acima. Ademais, entende-se que, didaticamente, o processo de constituição pública compreende sete fases. São elas: (i) fase preliminar do projeto; (ii) fase de registro na comissão de valores mobiliários; (iii) fase de subscrição; (iv) fase de avaliação; (v) fase de deliberação de constituição; (vi) fase de eleição dos primeiros administradores; e (vii) fase de registro.<sup>253</sup>

O estatuto social, independentemente da forma de constituição, assim como qualquer contrato de constituição de sociedade, deve conter elementos essenciais comuns, tais como sede, nome empresarial e objeto. A depender da forma adotada, como veremos adiante, o estatuto deve conter alguns elementos que encontram previsão legal na Lei de Sociedades por Ações. Nesse sentido, trazemos aqui um quadro sinótico que bem explica esses elementos e suas correspondências legais, conforme apresentado por Ricardo Negrão em sua obra ao tratar do tema<sup>254</sup>:

REQUISITOS	ARTIGO DA LSA
Objeto social, de modo preciso e completo	2º, § 2º
Fixação do capital social, expresso em moeda nacional	3º
Forma de alteração do capital social	6º
Número das ações em que se divide o capital social, estabelecendo se as ações terão, ou não, valor nominal	11
Criação ou não de uma ou mais classes de ações preferenciais	17
Preferências ou vantagens que sejam atribuídas aos acionistas sem direito a voto, ou com voto restrito	17, § 2º
Definição, ou não, a uma ou mais classes de ações preferenciais o direito de eleger, em votação em separado, um ou mais membros dos órgãos de administração	18
Se o capital for dividido em ações preferenciais, o estatuto deve declarar as vantagens ou preferências atribuídas a cada classe dessas ações e as restrições a que ficarão sujeitas, e poderá prever o resgate ou a amortização, a conversão de ações de uma classe em ações de outra e em ações ordinárias, e destas em preferenciais, fixando as respectivas condições	19

<sup>253</sup> NEGRÃO, Ricardo. Direito empresarial : estudo unificado – 6. ed. – São Paulo : Saraiva, 2015, p. 30

<sup>254</sup> Ibidem, p. 61-62.

Forma das ações e a conversibilidade de uma em outra forma	22
Forma de convocação e instalação da assembleia geral	121
Quorum para deliberação das matérias, nas companhias fechadas	129, § 1º
Conselho Fiscal – permanente ou não (veja item 48.6)	132, III, e 161, §§ 2º-5º
Organização e estruturação administrativa da sociedade	138
Criação de órgão com funções técnicas	160
Autorização para aumento de capital social	168
Data de término do exercício social	175
Criação de reservas	194
Modo de liquidação da sociedade	208
Quorum diferenciado para promover a transformação da sociedade etc.	221

Pela análise dos requisitos trazidos no quadro acima, podemos entender a importância do estatuto social de uma companhia, que, em poucas palavras, pode ser entendido como instrumento responsável por reger todas as atividades exercidas pela companhia e todo seu funcionamento. Por tal motivo, a primeira fase a ser percorrida na constituição de uma sociedade anônima se mostra de fundamental importância para os fundadores, afinal serão discutidos temas como emissão de ações de diferentes classes, criação de reservas, formas de deliberação e convocação de assembleias, dentre outros temas de elevada importância.

Após a elaboração do projeto, e caso a companhia deseje negociar seus valores mobiliários em bolsa de valores ou mercado de balcão, os fundadores deverão requerer, perante a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a autorização para emissão das ações. Essa autorização encontra fulcro nos parágrafos 1º e 2º do artigo 4º, da Lei das S.A, conforme transcrito:

Art. 4º Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários.

§ 1º Somente os valores mobiliários de emissão de companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários podem ser negociados no mercado de valores mobiliários.

§ 2º Nenhuma distribuição pública de valores mobiliários será efetivada no mercado sem prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários.

Com a autorização da CVM, os fundadores da companhia devem proceder à fase de subscrição, que só poderá ser efetuada mediante a atuação de instituição financeira autorizada para tanto. Nessa fase os subscritores assinam a lista, ou boletim de subscrição individual, e apresentam todos seus dados e qualificações para registrar a titularidade das ações.<sup>255</sup>

<sup>255</sup> NEGRÃO, Ricardo. Direito empresarial : estudo unificado – 6. ed. – São Paulo : Saraiva, 2015, p. 30

Terminados esses procedimentos, e com o arquivamento do ato constitutivo da sociedade anônima na Junta Comercial competente, ela estará legalmente constituída.

As sociedades anônimas, dentro do conceito de sociedades por ações, distinguem-se dos outros tipos societários por ser uma sociedade, em princípio, de capitais, não de pessoas<sup>256</sup>, e pela possibilidade da abertura de seu capital, isto é, de se negociar livremente seus títulos e possibilitar o livre ingresso na sociedade.<sup>257</sup> Essas características, assim como aquela, apontada pelo artigo 982, § único, do Código Civil, de que todas sociedades por ações são obrigatoriamente empresárias, diferenciam as sociedades anônimas de todos os outros tipos societários presentes na legislação brasileira.

Ao citar a possibilidade de livre negociação dos títulos das sociedades anônimas, nos vemos obrigados a adentrar em um aspecto importante dentro do conceito e do funcionamento das sociedades anônimas, que é a formação do capital social das sociedades anônimas de capital aberto e das sociedades anônimas de capital fechado ou, como são mais conhecidas, as companhias abertas e as companhias fechadas.

## **4.2. A formação do capital social e a captação de recursos de acordo com a legislação.**

### 4.2.1. A formação do capital social e a sua divisão:

Conforme já exposto, as sociedades anônimas podem ser constituídas através da subscrição privada (também chamada de simultânea) ou da subscrição pública (também chamada de sucessiva), sendo que a primeira modalidade compete tanto às companhias fechadas quanto às abertas e a segunda às companhias abertas.

A grande separação entre esses tipos de sociedade é a forma de emissão e de distribuição de valores mobiliários. Enquanto as companhias abertas ostentam a possibilidade de captarem recursos junto ao público em geral, por meio da negociação em bolsa ou mercado de valores mobiliários, as companhias fechadas não têm acesso a esse meio de negociação. Essa diferença

---

<sup>256</sup> EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume I – Arts. 1º a 120. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 27.

<sup>257</sup> Ibidem, p.58



estrutural, conseqüentemente, implica de forma direta na formação do capital das sociedades anônimas.

Ao falar das companhias abertas e das companhias fechadas, vale também mencionar as companhias de capital autorizado, que são uma exceção às regras gerais de constituição e formação de capital social das sociedades anônimas. Essas companhias podem ser constituídas com capital subscrito inferior ao consentido expressamente pelo estatuto social. Fixado o capital nominal, ele deverá ser realizado em parte, e a diretoria poderá efetuar novas chamadas do capital dentro do limite da autorização, sem necessidade de assembleia geral e sem reforma dos estatutos<sup>258</sup>.

Conforme vimos, para constituição de uma sociedade anônima é necessário que se faça a subscrição de todas as ações em que se divide o capital, por pelo menos duas pessoas (art. 80, I, LSA), havendo apenas duas exceções: (i) a companhia subsidiária integral; e (ii) a sociedade que perde a pluralidade de sócios momentaneamente, sendo obrigada a reconstituir tal pluralidade no prazo máximo de 180 (cento e oitenta) dias.

Nesse sentido, exige-se que para início das atividades a sociedade disponha de um capital social, que deverá ser indicado no estatuto social da companhia, conforme previsão do art. 5º da Lei das S.A.<sup>259</sup>. O capital fixado no estatuto social corresponderá ao montante inicial do qual a sociedade disporá para perseguir seus objetivos sociais, representando o seu patrimônio, ou, conforme se lê na Exposição de Motivos da Lei n. 6.404/76 “O projeto reserva a expressão ‘capital social’ ou simplesmente ‘capital’ para significar o montante de capital financeiro de propriedade da companhia que os acionistas vinculam ao seu patrimônio, como recursos próprios destinados, de modo permanente, à realização do objeto social”.<sup>260</sup> E aqui vale dizer que a expressão “capital subscrito”, por vezes utilizada como referência ao capital aportado na sociedade, tem o condão de designar o total que consta nos estatutos da sociedade, independentemente do seu pagamento pelos subscritores, enquanto a expressão “capital

---

<sup>258</sup> REQUIÃO, Rubens. As sociedades anônimas de capital autorizado e de capital aberto. Revista da Faculdade de Direito UFPR, v.11, n.0, 1968. p. 133. Disponível em <<http://revistas.ufpr.br/direito/article/view/6741/4825>>. Acesso em 04/06/2017.

<sup>259</sup> Art. 5º O estatuto da companhia fixará o valor do capital social, expresso em moeda nacional. Parágrafo único. A expressão monetária do valor do capital social realizado será corrigida anualmente (artigo 167).

<sup>260</sup> MINISTÉRIO DA FAZENDA. Exposição de motivos nº 196, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda. In: LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sergio. Lei de Sociedades por Ações anotada. 4. ed., rev. atual. e ampl. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 58.

realizado” corresponde à soma do que efetivamente foi aportado na companhia pelos acionistas.<sup>261</sup>

Salvo exceções, a legislação brasileira não exige um capital mínimo para funcionamento ou constituição das sociedades como um todo. São exemplos de exceções: (i) as companhias hipotecárias, das quais se exige um capital mínimo realizado de R\$3.000.000,00 (três milhões de reais); (ii) os bancos comerciais, dos quais se exige a quantia mínima de R\$17.500.000,00 (dezessete milhões e quinhentos mil reais); e (iii) os bancos de investimento, dos quais se exige a quantia mínima de R\$12.500.000,00 (doze milhões e quinhentos mil reais).<sup>262</sup> E como pontua Ricardo Negrão “deve-se observar, ainda, que as instituições financeiras devem realizar o capital inicial e os aumentos sempre em moeda corrente exigindo-se, no ato, a realização de, pelo menos, 50% do montante subscrito (Lei n. 4.595/64, arts. 26 e 27).”<sup>263</sup>

Para constituição do capital social, conforme já demonstrado, a Lei das S.A. exige um depósito mínimo, a título de entrada, na importância de 10% sobre o preço de emissão das ações subscritas, que deverá ser realizado no Banco do Brasil ou em outra instituição autorizada. O restante do capital, se não formado por moeda corrente, poderá ser formado por bens suscetíveis de avaliação monetária, caso em que a avaliação será realizada por três peritos ou empresa especializada, nomeados em assembleia geral dos subscritores.<sup>264</sup>

No entanto, conforme ensina LAZZARESCHI NETO:

“Não basta que os bens sejam suscetíveis de avaliação em dinheiro; é indispensável que sejam também úteis na atividade empresarial da sociedade. Caso os bens não apresentem essa qualidade, os acionistas prejudicados poderão pleitear indenização pelo exercício abusivo do poder de controle (art. 117, §1º, h) ou a anulação da assembleia geral que homologou o aumento de capital”<sup>265</sup>.

---

<sup>261</sup> NEGRÃO, Ricardo. Direito empresarial : estudo unificado – 6. ed. – São Paulo : Saraiva, 2015, p. 63

<sup>262</sup> BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução n. 2.607 de 27 de maio de 1999. Estabelece limites mínimos de capital realizado e patrimônio líquido das instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, altera disposições da Resolução nº 2.212, de 16 de novembro de 1995, e modifica a regulamentação aplicável aos Postos de Atendimento Bancário (PAB). Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?tipo=res&ano=1999&numero=2607>. Acesso em 05 dez. 2016.

<sup>263</sup> NEGRÃO, Ricardo. Direito empresarial : estudo unificado – 6. ed. – São Paulo : Saraiva, 2015, p. 62

<sup>264</sup> Ibidem, p. 63.

<sup>265</sup> : LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sergio. Lei de Sociedades por Ações anotada. 4. ed., rev. atual. e ampl. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 56

Esse capital social, a depender da necessidade da sociedade e do preenchimento dos requisitos legais, poderá ser aumentado ou reduzido, competindo à assembleia geral, em reunião ordinária ou extraordinária, deliberar sobre o tema.<sup>266</sup> No momento, passaremos de forma rápida pela redução do capital social, tratamento do aumento em momento oportuno para tanto.

A legislação prevê quatro hipóteses para redução do capital social: (i) por acúmulo de perdas ou prejuízo para a companhia, quando a redução se dará até o limite do prejuízo suportado pela companhia; (ii) por excesso de capital, que se resolve pela retirada das ações que, em excesso, estavam em circulação nas mãos de acionistas; (iii) reembolso de acionistas dissidentes, sem substituição, que ocorrerá quando um acionista, em desacordo com decisões de órgãos sociais, resolver se retirar levando consigo os fundos aplicados; e (iv) pagamento de acionista remisso, o que ocorre na devolução de importâncias efetuadas pela integralização parcial do capital subscrito, pelo acionista remisso.<sup>267</sup>

Superado, momentaneamente, o tema da alteração do capital, passaremos a analisar os valores mobiliários que podem compor o capital social das sociedades anônimas.

As sociedades tipicamente de capitais, como as sociedades anônimas e a sociedade de comandita por ações, têm seu capital social obrigatoriamente dividido em unidades denominadas ações. Aqueles que adquirem essas ações serão chamados acionistas e sua responsabilidade será limitada às frações integralizadas das quais seja titular, isto é, após a integralização pelo acionista das ações que subscreveu, “cessa para ele qualquer responsabilidade pelas dívidas da sociedade, ainda que as demais ações em que se divide o capital social não estejam totalmente integralizada”<sup>268</sup>.

O conceito de ação, dentro da doutrina, encontra três variáveis, podendo ser entendida como a menor parte do capital social, como participação acionária e como título de crédito, levando em consideração a característica de sua negociação.<sup>269</sup> Ou ainda, como entende EIZIRIK “(i) fração em que se divide o capital social e que atribui, a seu titular, a qualidade de

---

<sup>266</sup> Tal hipótese encontra embasamento nos artigos 131, 132 e 166 da Lei das S.A.

<sup>267</sup> NEGRÃO, Ricardo. Direito empresarial : estudo unificado – 6. ed. – São Paulo : Saraiva, 2015, p. 63.

<sup>268</sup> EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume I – Arts. 1º a 120. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 29.

<sup>269</sup> NEGRÃO. op. cit., p. 68-69

sócio; (ii) o conjunto de direito e obrigações do acionista; e (iii) o instrumento que legitima a condição de sócio, isto é, o certificado que representa a ação”<sup>270</sup>.

As ações podem ser classificadas quanto à sua espécie, ou direito que conferem, classe e forma. Quanto à espécie, ou direito que conferem, elas podem ser ordinárias, preferenciais ou de fruição, a depender da natureza dos direitos ou vantagens que confirmam a seus titulares<sup>271</sup>. As ações ordinárias, também chamadas de comuns, conferem direitos geralmente concedidos ao acionista comum, incluindo o direito de voto<sup>272</sup>, ao passo que as ações preferenciais outorgam privilégios consistentes na prioridade para distribuição de dividendos fixos ou mínimos e na prioridade para reembolso do capital, com ou sem prêmio<sup>273</sup>. As ações de fruição, completando o rol enxuto das espécies de ações, são resultantes da amortização das ações ordinárias e das ações preferenciais<sup>274</sup>. Nesse ponto, vale a diferenciação entre resgate e amortização, como aponta NEGRÃO:

“[...]o primeiro se dá no pagamento do valor das ações, retirando-as de circulação, já a amortização é a distribuição aos acionistas, a título de antecipação e sem redução do capital social, de quantias que lhe seriam devidas em caso de liquidação. Se integralmente amortizadas, podem ser substituídas por ações de fruição.”<sup>275</sup>

Conceituadas as ações quanto à espécie, adentramos ao aspecto da classe. Dentro da divisão de ações ordinárias, preferenciais e de fruição, as duas primeiras comportam a sua divisão em classes. As ações ordinárias só poderão ser emitidas em diferentes classes nas sociedades anônimas fechadas, considerando que nas companhias abertas só existe um tipo de ação ordinária, não havendo diferença de classes. Dessa forma, as ações ordinárias, quanto à classe, poderão ser classificadas em: (i) conversíveis ou não em ações preferenciais; (ii) que exigem ou não nacionalidade brasileira do acionista; e (iii) que conferem direito de voto em separado para o preenchimento de determinados cargos de órgãos administrativos<sup>276</sup>.

Quanto às ações preferenciais, o estatuto da companhia deverá especificar as classes dessas ações, que podem consistir em: (i) prioridade na distribuição de dividendos fixos ou

<sup>270</sup> EIZIRIK. op. cit., p. 120.

<sup>271</sup> Conforme demonstrado no artigo 15, da Lei das S.A.

<sup>272</sup> Conforme demonstrado no artigo 16, da Lei das S.A.

<sup>273</sup> Conforme demonstrado nos artigos 15, §2º e 17, da Lei das S.A.

<sup>274</sup> Conforme demonstrado no artigo 44, §5º, da Lei das S.A.

<sup>275</sup> NEGRÃO, Ricardo. Direito empresarial : estudo unificado – 6. ed. – São Paulo : Saraiva, 2015, p. 69.

<sup>276</sup> *Ibidem*, p. 69-70.

mínimos; (ii) prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele; e (iii) acúmulo de ambas as vantagens, conforme prevê o artigo 17 da Lei das S.A.

Como última divisão, a lei caracteriza, ainda, as ações quanto à sua forma, podendo ser: (i) nominativas; (ii) endossáveis/ e (iii) ao portador. As ações nominativas podem, também, ser divididas em escriturais e não escriturais. Serão escriturais quando forem mantidas em conta de depósito em nome do titular, sem emissão de certificados, e em instituição financeira autorizada pela CVM. São endossáveis porque permitem a circulação mediante endosso, presumindo-se a propriedade pela posse, com base na regularidade da série de assinaturas lançada no título; e ao portador porque presume-se como proprietário da ação o seu portador, ocorrendo a transferência das ações mediante simples tradição.<sup>277</sup>

As ações de uma companhia, além de serem obrigatoriamente as unidades de divisão do capital social, fazem parte também do rol de valores mobiliários que podem ser negociados pela companhia a fim de captar recursos, conforme veremos a partir de agora.

#### 4.2.2. As formas de captação de recursos nas companhias:

Nas palavras de Nelson Eizirik, a companhia tem como método para obtenção de recursos as seguintes possibilidades: “(i) autocalcapitalização; (ii) emissão de ações; (iii) empréstimos junto ao sistema financeiro; e (iv) empréstimos mediante a emissão de títulos de dívida, como são as debêntures”<sup>278</sup>. No entanto, para os propósitos do presente trabalho, falaremos somente da captação de recursos mediante emissão de ações e emissão de títulos de dívida, além da emissão de valores mobiliários que entendemos serem de utilidade na captação de recursos, como os bônus de subscrição e os *commercial papers*.

Nas companhias abertas e fechadas, as ações funcionam como instrumento para captação de recursos em eventuais aumentos de capital por subscrição pública ou particular. Quando a companhia decide aumentar seu capital, nos termos do art. 166 e seguintes da Lei de Sociedades Anônimas, o faz pela emissão de novas ações ou pelo aumento do valor nominativo das ações que já compõem o seu capital. Tal aumento deverá respeitar, no entanto, diversas formalidades

---

<sup>277</sup> NEGRÃO, Ricardo. Direito empresarial : estudo unificado – 6. ed. – São Paulo : Saraiva, 2015, p. 69-70.

<sup>278</sup> EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume I – Arts. 1º a 120. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 316.

como veremos mais adiante, e uma delas é o direito de preferência para que os acionistas, ao momento da realização do aumento, exerçam ou não o seu direito de subscrever, na proporção da sua participação no capital, o aumento de capital<sup>279</sup>. Caso não exerçam esse direito, a companhia deverá proceder conforme mandamento do art. 171, §7º:

“Art. 171. Na proporção do número de ações que possuem, os acionistas terão preferência para a subscrição do aumento de capital. (Vide Lei nº 12.838, de 2013)  
(...)

§ 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 assembléia-geral ou pelos órgãos da administração.”

Outra forma de captação de recursos, comum às companhias abertas e às companhias fechadas é representada pela emissão de debêntures. As debêntures são título de dívida da companhia que geram um crédito ao investidor, consistindo a sua finalidade econômica em “possibilitar o financiamento da companhia emissora, mediante empréstimo contraído junto a restrito círculo de pessoas (quando se trata de uma emissão privada) ou mediante apelo à poupança popular (no caso de emissão pública colocada no mercado de capitais)”<sup>280</sup>. A companhia geralmente emite debêntures para financiar projetos, aumentar capacidade de produção e funcionamento, enquanto os investidores adquirem essas debêntures com a expectativa de receberem uma remuneração (geralmente juros) e periodicamente, ou quando do vencimento do título, o recebimento do valor principal investido. Dessa forma as debêntures se mostram como uma alternativa à contração de empréstimos bancários pelas companhias.<sup>281</sup>

As emissões públicas ou privadas de debêntures encontram distinção quanto ao órgão de deliberação para tanto, à necessidade de autorização da CVM e à obrigatoriedade de constituição de agente fiduciário.<sup>282</sup>

<sup>279</sup> Conforme preceitua o artigo 171 da Lei das S.A.: Art. 171. Na proporção do número de ações que possuem, os acionistas terão preferência para a subscrição do aumento de capital.

<sup>280</sup> EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume I – Arts. 1º a 120. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 319.

<sup>281</sup> NEGRÃO, Ricardo. Direito empresarial : estudo unificado – 6. ed. – São Paulo : Saraiva, 2015, p. 75.

<sup>282</sup> Ibidem, p. 75-76

Nas emissões privadas, conforme previsto no artigo 61, §1º, da Lei das S.A., a deliberação e a aprovação são de competência exclusiva da assembleia geral, bastando mera comunicação à CVM e sendo facultativa a constituição de agente fiduciário. Na emissão pública, a deliberação e a aprovação também competem à assembleia geral, mas esse órgão poderá delegar a deliberação e a aprovação de algumas condições atinentes às debêntures ao conselho de administração. Nesse sentido, o conselho de administração, se constituído, também poderá deliberar sobre a emissão de debêntures simples, não conversíveis em ações e sem garantia real.<sup>283</sup> Para a emissão pública será necessário o prévio registro na CVM<sup>284</sup>, sendo, também obrigatória, a constituição de agente fiduciário.

Outra forma de captação de recursos pelas sociedades anônimas por meio da emissão de valores mobiliários é a emissão de *commercial papers*. Esses títulos

“[...]também chamados de notas promissórias de emissão pública são, como denota o nome, promessas de pagamento vencíveis no prazo de trinta a trezentos e sessenta dias, emitidas com exclusividade pelas sociedades por ações. O prazo máximo é reduzido para cento e oitenta dias quando a emitente for companhia fechada.”<sup>285</sup>

As principais características desse título são: (i) o direito de crédito contra a companhia que conferem a seus titulares; (ii) a circulação por endosso em preto; (iii) a proibição de que o valor nominal unitário seja inferior a R\$ 500.00,00; (iv) a necessidade de concessão de registro na CVM e da divulgação de aviso contendo, resumidamente, as principais características de distribuição; e (v) a negociabilidade em bolsa de valores e mercado de balcão.

A última forma de captação de recurso pelas sociedades anônimas, que trataremos no presente trabalho, é a emissão de bônus de subscrição.

Previstos no artigo 75 da Lei das S.A., os bônus de subscrição são títulos negociáveis e autônomos de emissão exclusiva das companhias de capital autorizado, atribuindo a seus titulares o direito de subscrever ações da companhia, nas condições previstas no ato de criação

---

<sup>283</sup> Conforme demonstrado no artigo 59, §1º, da Lei das S.A.

<sup>284</sup> Nos termos do artigo 1º, da Lei n. 6385 de 1976.

<sup>285</sup> NEGRÃO, Ricardo. Direito empresarial : estudo unificado – 6. ed. – São Paulo : Saraiva, 2015, p. 78-79.

e mediante o pagamento do respectivo preço<sup>286</sup>. O direito conferido por esses bônus, no entanto, tem um determinado prazo para serem exercidos, conforme dispõe os artigos 75 e seguintes da Lei das S.A.

Conforme discorre Nelson Eizirik, “os bônus de subscrição podem servir para a captação de recursos junto a terceiros ou para estimular a colocação de outros valores mobiliários de sua emissão”<sup>287</sup>.

Valendo-nos da conceituação desses meios que podem ser utilizados como instrumentos para captação de recursos nas sociedades anônimas, passaremos ao estudo mais detalhado das operações de aumento de capital, que em muitas oportunidades tangenciam a captação de recursos.

#### **4.3. Os procedimentos e formalidades para emissão de ações no aumento de capital das Sociedades Anônimas.**

A Lei das S.A prevê, no artigo 166, quatro hipóteses para a realização do aumento de capital nas sociedades anônimas, sendo que uma delas é o aumento por emissão de ações. Se não, vejamos:

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; (Vide Lei nº 12.838, de 2013)

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.

A quarta hipótese levantada pelo art. 166 da Lei das S.A. é referente ao aumento nas companhias por meio de subscrição de novas ações. Como bem pontua José Edwaldo Tavares

---

<sup>286</sup> EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume I – Arts. 1º a 120. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 454.

<sup>287</sup> Ibidem, p. 456.



Borba, “o aumento de capital por subscrição de ações merece um destaque especial, em face da relevância que apresenta para a sociedade anônima”<sup>288</sup>.

No aumento de capital por meio de subscrição de ações, enfrentamos dois possíveis cenários: um, em que os antigos acionistas ampliam as suas participações acionárias, o seu investimento, e outro em que terceiros, estranhos à sociedade, nela ingressam trazendo-lhe bens ou dinheiro<sup>289</sup>.

Primeiramente, para que a companhia possa deliberar sobre um aumento de capital visando a emissão de novas ações, faz-se necessário, conforme requisito do art. 170 da Lei das S.A., que o capital se encontre realizado em, no mínimo, três quartas partes do seu valor.

A operação de aumento de capital com a emissão de novas ações se dá por um processo que se divide em três momentos sucessivos: (i) deliberação de aumento do capital; (ii) obtenção de subscritores para as novas ações; e (iii) homologação do aumento<sup>290</sup>. Por vezes, esse processo sofre algumas alterações, principalmente quando o estatuto da companhia dispõe de forma diferente, como em casos em que é exigida a votação pelo conselho de administração da proposta de aumento que será levada para assembleia.

Por conseguinte, a deliberação que autorizar o aumento de capital deverá especificar as condições que vão nortear esse aumento, como as espécies e classes das ações que serão emitidas, o preço de emissão e o prazo de subscrição, findo o qual, se o capital não estiver inteiramente subscrito, restará sem efeito o aumento realizado, competindo a cada um dos subscritores receber de volta os valores aportados<sup>291</sup>.

Ademais, a eficácia desse ato encontra-se subordinada à obtenção de subscritores para todo o aumento proposto e à homologação pelo órgão competente, assembleia geral ou conselho de administração. Essa homologação do aumento é, no entanto, um ato vinculado, não podendo ser recusada uma vez atendidos os requisitos legais e estatutários. Dessa forma, se apresenta diferentemente do que é previsto para a constituição da sociedade, fase em que a sociedade

---

<sup>288</sup> BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário* – 13. ed. rev. e atual. – Rio de Janeiro: Renovar, p. 449.

<sup>289</sup> *Ibidem*, p. 449

<sup>290</sup> *Ibidem*, p. 450

<sup>291</sup> BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário* – 13. ed. rev. e atual. – Rio de Janeiro: Renovar, p. 450

ainda inexistente, competindo à assembleia dos subscritores conceder-lhe ou não existência. Vale ressaltar ainda que na assembleia de homologação do aumento, não participam os subscritores, a não ser que já participem do capital anterior, caso em que votarão em conformidade com sua participação acionária<sup>292</sup>.

Quanto à competência para aprovação e deliberação do aumento de capital por meio da emissão de ações, esta poderá ser da assembleia geral extraordinária, de acordo com o estabelecido no art. 166, IV, da Lei das S.A., podendo, no entanto, ser delegada ao Conselho de Administração da companhia a tarefa de fixação do preço de emissão das ações, conforme previsto no art. 170, §2º, da Lei das S.A.

Quanto ao quórum dessa assembleia, para instalação será adotado o quórum do art. 125 e para deliberação o quórum do art. 129. Havendo alteração obrigatória do estatuto, o quórum de instalação será o do art. 135, da Lei das S.A., e o de deliberação o do art. 129 dessa mesma lei<sup>293</sup>.

Como último ato para regularização e validação de efeitos do aumento de capital perante terceiros, leciona José Waldecy Lucena:

“Todos esses aumentos hão de ser levados à Junta Comercial, no prazo de trinta dias, pelos administradores da companhia (art. 166, 1º). Assim, devem ser averbados, nos trinta dias seguintes à sua efetivação, os aumentos de capital social decorrentes de correção monetária de seu valor, de emissão de ações dentro do limite de capital autorizado e de conversão em ações de títulos e direitos (art. 166, I a III). Dentro do mesmo prazo, a contar da data de sua realização deve também ser arquivada a ata de assembleia geral extraordinária que tenha deliberado reformar o estatuto, em virtude de aumento de capital, mediante a subscrição de ações de companhias de capital fixo, ou de capital autorizado, cujo limite tenha se esgotado (art. 166, IV)”<sup>294</sup>.

#### **4.4. A necessidade de observância do art. 170, §1º e §7º da Lei das S.A. nos procedimentos de aumento de capital com emissão de ações.**

A lei 6.404/76 (Lei de Sociedades Anônimas), em seu art. 170, §1º, preceitua às companhias que intentam realizar aumento de capital por subscrição de novas ações, três

---

<sup>292</sup> Ibidem, p. 451

<sup>293</sup> LUCENA, José Waldecy. Das Sociedades Anônimas – comentários à lei (arts. 121 a 188) – Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 784

<sup>294</sup> Ibidem, p. 784-785

critérios que devem ser utilizados, alternativa ou conjuntamente, como base e justificativa à fixação do preço de emissão de ações, quais sejam:

“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 que tenham direito de preferência para subscrevê-las, tendo em vista, alternativa ou conjuntamente:  
 I - a perspectiva de rentabilidade da companhia;  
 II - o valor do patrimônio líquido da ação;  
 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.”

Tal previsão legislativa é considerada de cunho protecionista, pois visa resguardar os interesses dos acionistas minoritários na medida em que estes têm o direito de ter ciência, em meio ao aporte de recursos na companhia, do motivo pelo qual este é realizado.

Desta feita, e acompanhando a tradição legislativa do direito das companhias, foi acrescentado à Lei de Sociedades Anônimas, por meio da Lei nº 9.457/97, o §7º do art. 170, que veicula a obrigação de justificar a adoção de um ou mais (dentre os três) critérios para fixação de preço das ações (art. 170, §7º):

“§ 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.”

O objetivo da norma supracitada, de acordo com Modesto Carvalhosa, é demonstrar àqueles que aprovam o aumento de capital e/ou àqueles que são afetados pelos efeitos do aporte, que não existe a intenção de diluição injustificada. Por tal motivo, preceitua ainda o doutrinador, deverá haver uma peça explanativa da administração, inserida na proposta de aumento, que será considerada como documento básico para que a proposta seja acatada em assembleia geral ou arguida em juízo <sup>295</sup>.

A iniciativa da proposta do aumento de capital por meio de subscrição, aqui vale dizer, em regra será da administração da companhia. Conforme o próprio artigo 170 preceitua, essa proposta deverá ser realizada de forma justificada, relatando os motivos pelo qual o capital será aumentado e os critérios escolhidos para fixação do preço das ações a serem emitidas.

---

<sup>295</sup> CARVALHOSA, Modesto, Comentários às leis de sociedades anônimas – 6. ed. rev. atual. – São Paulo: Saraiva, 2014, vol. 3., p. 520.

A respeito dos critérios, importa ressaltar que a possibilidade de adoção desses critérios de forma isolada é uma faculdade advinda da Lei 9.457 de 1997, que deu redação ao parágrafo 1º e seus incisos. Na visão de Modesto Carvalhosa, dentre os critérios incluídos pela Lei 9.457 é possível atribuir a sua aplicação às companhias de acordo com sua capacidade de negociar valores ou não.

O doutrinador entende que nas companhias fechadas o critério que transparece mais prudência para fixação do preço de novas ações a serem emitidas é o do patrimônio líquido, por ser um critério de fácil equacionamento. Em contrapartida, entende ser um ato de boa administração a adoção do critério da perspectiva de rentabilidade para as companhias abertas, descartando o critério de cotação das ações em bolsa devido à volatilidade que apresentam.<sup>296</sup>

Não sendo suficientemente eficaz a necessidade de justificar a escolha e a adoção de um ou mais critérios, exige ainda o dispositivo supracitado que tais explicações se deem de forma pormenorizada, isto é, da forma mais explicitada possível a fim de possibilitar a ciência plena dos acionistas que anuem e acatam a deliberação de aumentar o capital.

Nesse sentido, Alfredo Lazzareschi caminha, em passos largos, ao ensinar que “se a proposta de aumento do capital não esclarecer qual o critério adotado, nem justificar pormenorizadamente os aspectos econômicos que determinaram a sua escolha, a deliberação que aprovar o aumento de capital poderá ser anulada nos termos do art. 286, por violação da lei”<sup>297</sup>.

Corroborando o entendimento do autor, destacamos excerto de julgado do egrégio Tribunal de Justiça de São Paulo:

“Ação Cautelar. **Suspensão de efeitos de reunião de com deliberação não justificada de aumento de capital e fixação de preço para as ações.** Artigo 170 e parágrafos da Lei das S.A. Agravo conhecido e não provido (...) É que, realmente, a Lei nº 6.404/76 contém no artigo 170 e parágrafos salvaguarda em favor do acionista minoritário e a aprovação de aumento de capital em proporção elevada com grande diluição da participação acionária de qualquer sócio pelo fato de exigir

<sup>296</sup> CARVALHOSA, Modesto, Comentários às leis de sociedades anônimas – 6. ed. rev. atual. – São Paulo: Saraiva, 2014, vol. 3, p. 569

<sup>297</sup> LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio, Lei das Sociedades por Ações anotada – 3ª ed. – São Paulo : Saraiva, 2010, p. 460.

esclarecimentos sobre a proposta da maioria (...) **A necessidade de aumento do capital para aquisição de locomotivas não explica, por si só, a fixação do preço das ações a serem emitidas em valor aleatório**, com grande variação entre a proposta inicial e o preço escolhido sem indicação dos elementos que o ditaram”<sup>298</sup>

O mesmo assunto, com atenção especial à necessidade de pormenorização dos aspectos justificatórios, já foi tratado pela Comissão de Valores Mobiliários em diversas oportunidades. Em uma delas (processo RJ 2004/5476), aferiu-se exatamente que, além de expor as razões econômicas para a realização do aumento de capital, a proposta para aumento de capital, realizada pela administração da companhia, deve justificar de forma pormenorizada os aspectos econômicos que determinaram a escolha do critério para fixação do preço de emissão das ações.<sup>299</sup> Para que seja melhor visualizado, transcrevemos abaixo um trecho do voto do Presidente, Marcelo Trindade, no processo acima referido, também utilizado por Alfredo Lazzareschi em sua obra:

“A proposta da administração acima contém, apenas, uma justificativa sobre as razões econômicas para a realização do aumento de capital, mas não uma justificativa pormenorizada dos aspectos econômicos que determinaram a escolha do critério para o estabelecimento do preço de emissão, que é o que exige o §7º do art. 170 da Lei 6.404/76 (...) Em primeiro lugar, é importante deixar claro que ele determina que ‘a proposta de aumento de capital’ precisa conter a justificativa pormenorizada do critério para a fixação do preço de emissão. Ou seja, a leitura da proposta deve ser suficiente para permitir que se conheça as razões para a escolha do critério (...) Os objetivos dessa regra são (i) divulgação de informação, para que a tomada de decisão sobre o aumento de capital seja informada, e (ii) prestação de contas e responsabilização (accountability e liability) dos administradores”<sup>300</sup>

Alfredo Lazzareschi ainda nos alerta que, mesmo que seja adotado, de forma equivocada, um critério para a fixação do preço de emissão das ações, tal conduta não importará em descumprimento da norma do art. 170, §7º, “desde que da leitura da proposta da administração, consiga-se extrair os elementos necessários para contestar a escolha do critério pela administração da companhia. Por esses motivos, os argumentos de adequação do critério adotado são pouco relevantes para determinação da observância do §7º, embora possam ser levados em consideração na fixação da pena”<sup>301</sup>.

<sup>298</sup> Agravo de Instrumento n.º 203.996-4/9, 4ª Câmara. Des. Rel. Aguilar Cortez, Dj. 21/06/2001.

<sup>299</sup> LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio, Lei das Sociedades por Ações anotada – 3ª ed. – São Paulo : Saraiva, 2010, p. 460.

<sup>300</sup> Processo CVM RJ 2004/5476, decidido em 01.03.05, com voto do Presidente Marcelo Fernandez Trindade.

<sup>301</sup> LAZZARESCHI NETO, op.cit. p. 460

De tais considerações, resta engessada a hipótese de se extrair outra conclusão que não seja a inobservância da exigência de justificação do §7º, do art. 170 ensejando o questionamento da deliberação que aprova a fixação do preço de ações emitidas sem sua justificativa pormenorizada. Por tal inobservância ser, claramente, uma violação a um dispositivo legal, temos por atendida a requisição do art. 286 da Lei 6.404/76 para a anulação de deliberação assemblear. Se não, vejamos:

**“Art. 286. A ação para anular as deliberações tomadas em assembléia-geral ou especial, irregularmente convocada ou instalada, violadoras da lei ou do estatuto, ou eivadas de erro, dolo, fraude ou simulação, prescreve em 2 (dois) anos, contados da deliberação.”**

O questionamento de tais deliberações no âmbito judicial, no entanto, veremos mais a frente, quando tratarmos sobre as possibilidades de se anular deliberações assembleares, bem como assembleias em si.

4.4.1. A necessidade de pormenorização dos aspectos que justificam a escolha dos critérios para o aumento de capital:

Conforme expusemos acima, não há dúvidas de que a doutrina e a jurisprudência são uníssonas quanto à necessidade de se pormenorizar os aspectos que levaram à escolha de um ou outro critério, dentre aqueles disponíveis no parágrafo 1º do art. 170, da Lei das S.A.

O parágrafo 7º do art, 170, que é responsável pela exigência de pormenorização, não constava na redação original da Lei das S.A., tendo sido incluído pela Lei 9.457 de 1997, muitos anos após a edição daquela lei. No entanto, a falta de previsão legislativa não deixava essa prática descoberta. Pela prática societária, e como era de costume, as propostas de aumento advindas do conselho de administração ou da diretoria, geralmente eram formuladas em conjunto à exposições técnicas e fáticas, devidamente fundamentadas, para que a assembleia geral pudesse analisar, avaliar e emitir juízo de valor quanto à necessidade e adequação do aumento proposto<sup>302</sup>.

---

<sup>302</sup> LUCENA, José Waldecy. Das Sociedades Anônimas – comentários à lei (arts. 121 a 188) – Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 854.

A necessidade de justificativa para a proposta do aumento de capital, conforme se depreende da análise do Decreto 8.821 de 1882 e do Decreto 432 de 1891, sempre foi uma tradição do direito brasileiro. Nesse sentido, ilustramos com os artigos correspondentes do Decreto 432: “Art. 94. Toda proposta de aumento de capital será precedida de uma exposição justificativa.” (§1º do art. 40, do Decreto 8.821); “Art. 95. A proposta com a exposição será remetida aos fiscaes, para interporem parecer sem o qual não poderá ella ser submetida á deliberação da assembleia geral” (§2º, do art 40, do Decreto 8.821)<sup>303</sup>.

Apesar da primeira omissão deflagrada na Lei das S.A., corrigida pela Lei 9.457, quanto à exposição de justificativa, “[...]a essencialidade desse documento afigura-se inequívoca, na medida em que nele é que deve constar o embasamento da operação, com a explicitação de sua oportunidade e conveniência para a companhia”<sup>304</sup>.

Dessa forma, além da importância da justificativa, conseguimos entender melhor o cunho da reforma realizada pela Lei 9.457, que ao incluir os critérios para fixação do preço das ações se viu obrigada a amparar os acionistas que assistirão essa manobra ocorrendo necessitando de material para tomar a decisão de aprovação ou não da proposta de aumento de capital. Vale dizer, ainda, nas palavras de José Waldecy Lucena que

“[...] deverá a administração da companhia, ao propor um determinado preço de emissão das novas ações, explicitar as razões e fundamentos mediante os quais elegeu entre todos, para aquela fixação, um critério isoladamente ou, ao contrário, optou por aplica-los conjuntamente, mediante justa ponderação de todos eles.

O objetivo é evidenciar – explicou Carvalhosa – a inexistência de diluição injustificada da participação dos atuais acionistas. ‘Será a peça explanativa da administração embutida na proposta de aumento, constituindo documento básico para que seja acatado ou questionado em assembleia ou arguido em juízo. A justificação deverá demonstrar a consistência técnica do valor apurado e também as razões da diluição que, eventualmente, irá ocorrer’<sup>305</sup>.

Conforme também demonstramos acima, a jurisprudência não hesita em atestar a importância da justificação pormenorizada dos aspectos que levaram à escolha de um ou mais critérios. Para que não deixe de ser ilustrado, trazemos à tona mais um excerto de voto proferido em Processo Administrativo Sancionador julgado na CVM:

---

<sup>303</sup> Ibidem, p. 854.

<sup>304</sup> LUCENA, José Waldecy. Das Sociedades Anônimas – comentários à lei (arts. 121 a 188) – Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 855.

<sup>305</sup> Ibidem, p. 855.

“40. O art. 170, §7º, da Lei nº 6.404, de 1976, exige que a proposta de aumento do capital esclareça qual o critério adotado para a fixação do preço de emissão, justificando pormenorizadamente os aspectos econômicos que determinaram a sua escolha. [13] [...]

41. A CVM já teve oportunidade de analisar alguns aspectos relativos a este comando algumas vezes e decidiu o que segue: [...]

i) a justificativa sobre as razões econômicas para a realização do aumento de capital não supre a necessidade de justificativa pormenorizada dos aspectos econômicos que determinaram a escolha do critério para o estabelecimento do preço de emissão; [14]

ii) a justificativa referente ao preço de emissão deve ser suficientemente pormenorizada a fim de conferir ao órgão responsável pela deliberação detalhes relativos à fixação do preço de emissão que permitam a tal órgão atestar a legitimação econômica do preço; [15]

iii) o §7º do art. 170 se presta a uma dupla função que é informar os acionistas e vincular os administradores à proposta, viabilizando a prestação de contas pelos administradores, bem como sua eventual responsabilização; [16]

iv) a legislação vigente não exige um laudo de avaliação sobre como a empresa chegou a um determinado preço de emissão; e

v) a divulgação ou apresentação à assembleia do laudo de avaliação utilizado para a fixação do preço de emissão das novas ações seria suficiente para cumprir a exigência de justificativa pormenorizada do critério de fixação do preço de emissão, nos casos em que o valor do laudo foi seguido pela proposta da administração. [17] [...]

42. Além desses precedentes, com vistas a aprimorar o regime informacional dos emissores de valores mobiliários, a CVM implementou mudanças significativas na regulação relativa às informações que deverão ser fornecidas por ocasião da assembleia geral. A Instrução CVM nº 481, de 2009, estabelece em seu art. 14 a obrigatoriedade de apresentação aos acionistas das informações indicadas no Anexo 14, quando for convocada assembleia de acionistas para deliberar sobre o aumento de capital. Dentre as exigências do referido Anexo, encontra-se a obrigação de “5.1. informar o critério de cálculo do preço de emissão e justificar, pormenorizadamente, os aspectos econômicos que determinaram a sua escolha [18]”<sup>306</sup>.

Corroborando os entendimentos acima traçados, BULHÕES PEDREIRA e LAMY FILHO ensinam:

“O objetivo da norma é dar maior transparência às razões que presidirem à fixação do preço de emissão das ações, pondo-se assim, fim à prática de algumas companhias de simplesmente indicar qual o preço de emissão sem pormenorizar as razões e os fundamentos que levaram à sua determinação, dificultando, dessa forma, seu eventual questionamento pelos acionistas”<sup>307</sup>.

#### **4.5 A diluição injustificada de participação acionária e o exercício do direito de preferência.**

O art. 170 da Lei das S.A., bem como os próprios conceitos e explicações traçados pela doutrina acerca da necessidade de justificação e pormenorização dos aspectos que levam à

<sup>306</sup> Voto da relatora Luciana Dias no Processo Administrativo Sancionador CVM RJ2009/8316.

<sup>307</sup> LAMY FILHO, Alfredo e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Coord.). Direito das Companhias. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p. 1420.



escolha de critérios para fixação de preço das ações, se apoiam na proteção do acionista, e mais precisamente evitando a diluição injustificada de sua participação no capital social.

Nesse sentido, o parágrafo 1º do artigo 170, da Lei das S.A. dispõe que a aplicação dos três critérios (perspectiva de rentabilidade, valor do patrimônio líquido e cotação de mercado) deverá ser realizada, de forma isolada ou conjunta, mas de maneira que não haja a diluição injustificada da participação dos antigos acionistas.

Levando em conta o modelo de divisão do capital social das sociedades anônimas, o aumento do número de ações em que o capital se divide reduz a fração do lucro e do patrimônio líquido que cabe a cada ação e, por conseguinte, haverá a diminuição do valor econômico da ação, a menos que, em decorrência da emissão de novas ações, haja o aumento, na mesma proporção, do lucro total ou do patrimônio líquido a ser rateado entre todas as ações.<sup>308</sup>

Dessa forma,

“o aumento do número de ações pode também causar a diminuição do valor de mercado, à medida que este reflete os valores de rentabilidade e de patrimônio líquido e a maior quantidade de ações em circulação aumenta a oferta (...) essa diminuição do valor econômico é denominada ‘diluição’ da ação porque seu valor é diluído, isto é, tem sua concentração diminuída (...)”<sup>309</sup>.

Tendo em vista o que foi exposto acima, qualquer aumento de capital poderá ser nocivo à participação dos acionistas na companhia, exceto para aquele que propõe o aumento. Para coibir esse desequilíbrio, a lei estabelece aos acionistas o direito de preferência, que está consubstanciado na prerrogativa de o acionista da companhia subscrever ações na proporção de sua participação no capital social, para que ela se mantenha com a mesma participação.

Nesse sentido, o direito de preferência não vai evitar a diluição do valor das ações antigas, mas vai proteger o valor da participação societária do acionista, apesar da diluição, assegurando ao acionista a oportunidade de subscrever novas ações. No entanto, essa proteção pressupõe o exercício do direito mediante o pagamento do preço de subscrição das ações novas<sup>310</sup>.

---

<sup>308</sup> LAMY FILHO, Alfredo e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Coord.). Direito das Companhias. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p. 1411.

<sup>309</sup> Ibidem, p. 1412.

<sup>310</sup> Ibidem, p. 1420.

Compartilhando dessa doutrina, Modesto Carvalhosa ensina:

A diluição será injustificada apenas quando o preço da emissão, resultante da adoção de um ou mais critérios, for inconsistente e falso, visando sua adoção diluir a participação dos acionistas não controladores. Será também injustificada a diluição quando não houver causa para o aumento, ou seja, não ter este razão econômica atual para ser efetivado. Neste caso também se presume abuso de poder dos controladores, com o objetivo de diluir o capital pertencente aos minoritários<sup>311</sup>.

Por fim, entende-se que a proteção da norma do artigo 170 visa dar ao acionista uma maneira de se manifestar quanto à emissão de novas ações na companhia, vedando assim a diluição injustificada. No entanto, a única razão que pode justificar a diluição é o interesse da companhia, legitimado pela necessidade de se obter capital adicional que somente poderia ser obtido pela via do aumento de capital, justificando também a subordinação do interesse individual do acionista (de preservar o valor econômico das ações) ao interesse social de manter ou expandir as atividades da companhia<sup>312</sup>.

Ilustrando o entendimento explicitado acima, vejamos o trecho abaixo, retirado da obra de Alfredo Lamy e Bulhões Pedreira:

“Esse entendimento foi adotado pela 3ª Turma do STJ, no julgamento do ARAI n.º 148.507 – DF – em 09.09.1997, sendo relator o Min. Waldemar Zveiter, no qual se discutia aumento de capital da Telebras mediante capitalização de créditos. O preço de emissão das novas ações foi fixado com base na cotação média das ações nos últimos dias, deduzida de deságio de 15%. O Tribunal julgou ilegal o aumento, entendendo que o preço de emissão estava correto e refletiu a realidade do mercado, situando-se o deságio nos parâmetros admitidos pela CVM (20%). Considerou, ainda, que os critérios de patrimônio líquido e rentabilidade futura estão, em regra embutidos no preço da ação, terminando por concluir que a lei não proíbe a diluição da participação, apenas exige que esta se justifique”<sup>313</sup>

#### **4.6. Os entendimentos dos Tribunais de Justiça e da Comissão de Valores Mobiliários quanto à infração do art. 170, §1º e §7º da Lei 6.404/1976 e aos danos causados.**

<sup>311</sup> CARVALHOSA, Modesto. Comentários à lei de sociedades anônimas : Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis n.º 9.457, de 5 de maio de 1997, e n.º 10.303, de 31 de outubro de 2001. Vol. 3. São Paulo: Saraiva, 2003. p. 538-539 apud LAMY FILHO, Alfredo e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Coord.). Direito das Companhias. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p. 1413.

<sup>312</sup> LAMY FILHO, Alfredo e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Coord.). Direito das Companhias. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p. 1414.

<sup>313</sup> Ibidem, p. 1414,

Como vimos até agora, a observância dos parâmetros e premissas veiculados no art. 170, §1º e §7º, da Lei das S.A., são de fundamental importância para proteção dos antigos acionistas da companhia, evitando que sejam lesados por eventual diluição injustificada ou tolhimento do exercício de preferência, bem como para os acionistas que vão ingressar na companhia, de modo que o preço da ação emitida não venha a retratar uma realidade sobre a companhia que não se justifica ou se verifica.

Considerando que a adoção dos critérios previstos no parágrafo 1º, do artigo 170, bem como a avaliação dos fatores que levam às suas respectivas escolhas, muitas vezes são realizadas de forma subjetiva e questionável, muitas vezes os casos envolvendo inconsistências na fixação do preço de emissão de ações das companhias foram levados à justiça visando a nulidade da deliberação assemblear que aprovou o aumento de capital em desacordo com os parâmetros do artigo 170 e/ou a reparação dos danos decorrentes de tal infração legal.

No que tange aos tribunais de justiça, foram analisadas quatro decisões provenientes de diferentes tribunais, a saber: o Superior Tribunal de Justiça e os Tribunais de Justiça dos estados do Rio de Janeiro, de São Paulo e do Paraná, e dois informativos jurisprudenciais do Superior Tribunal de Justiça. Mais especificamente, foram analisadas as decisões dos seguintes processos: (i) Recurso Especial n.º 1190755/RJ, 4ª Turma, Min. Rel. Luis Felipe Salomão, Dj. 21/06/2011; (ii) Apelação Cível n.º 0036332-90.2002.8.19.0001, 16ª Câmara Cível, Des. Rel. Mario Robert Mannheimer, Dj. 05/02/2013; (iii) Apelação Cível n.º 0001782-59.2008.8.26.0326, 3ª Câmara de Direito Privado, Des. Rel. Viviane Nicolau, Dj. 27/11/2012, (iv) Apelação Cível n.º 706587, 4ª Câmara Cível, Rel. Juiz Lauro Laertes de Oliveira, Dj. 27/10/1999, e os Informativos Jurisprudenciais do STJ de n.º 0500, 3ª Turma e n.º 0095, 3ª Turma.

Da análise dessas decisões e informativos jurisprudenciais, se conclui que o entendimento majoritário, é aquele que segue o voto do Ministro Luis Felipe Salomão no julgamento do Recurso Especial n.º 1190755/RJ, supracitado, no qual o ministro figurou como relator. Nesse processo, o relator anotou que no caso de infração ao artigo 170, §1º e §7º, não seria possível a anulação do ato que deliberou e aprovou o aumento de capital por meio da emissão de novas ações, sendo possível apenas pleitear a apuração das perdas e danos suportadas pelos acionistas minoritários em consequência do ato. No mais, explica que a anulação da deliberação

assemblar inviabilizaria o funcionamento da companhia e causaria transtornos imensuráveis para os demais acionistas e terceiros. Transcrevemos abaixo, alguns trechos do referido voto:

“(…)

Cumprir notar, porém, que por se tratar de balizas a serem apreciadas subjetivamente pelo órgão responsável pela fixação do preço – a fórmula “tendo em vista” sugere exatamente a ausência de vinculatividade estrita -, a norma é daquelas tidas pelo administrativistas, *mutatis mutandis*, por discricionária, no sentido de deixar margem de escolha ao controlador, segundo as conveniências do mercado, respeitados os lindes previstos na legislação.

Não é mera faculdade, porém não estabelece comportamento estritamente cogente.

(…)

Com efeito, dada a natureza da norma inculpada no art. 170, §1º, da LSA, a sua não observância na fixação do preço de emissão da ação ou a escolha de critério diferente, na hipótese de aumento de capital, não acoima o ato deliberativo de nulo, mesmo porque o dispositivo não prevê tal consequência.

A suposta má escolha do critério de fixação do preço de emissão das ações, se comprovada, poderá ensejar hipótese de responsabilidade civil dos controladores, que se resolve em perdas e danos, e não em declaração de nulidade de assembleia (art. 117).

(…)

Ademais, como bem salientou o acórdão recorrido, a pretensão autoral chocasse com o princípio da preservação da empresa, pois a anulação da deliberação assemblar inviabilizaria o próprio funcionamento da Companhia, além de causar imensuráveis transtornos aos demais acionistas e a terceiros.

(…)”

Acompanhando e citando o voto do ministro Luis Felipe Salomão, o Desembargador Mario Robert Mannheimer, no julgamento da apelação cível n.º 0036332-90.2002.8.19.0001, supracitada, também entendeu que a simples diluição da participação de sócios minoritários, não é ilícita e não torna nula a assembleia, sendo possível no entanto a apuração de perdas e danos. Transcrevemos abaixo, alguns trechos da decisão proferida nessa apelação:

“(…)

Em primeiro plano, impõe-se desde logo reafirmar que a simples diluição da participação acionária de sócios minoritários, causada por deliberação societária de aumento de capital social através da emissão de novas ações, não é de antemão ilícita e não torna nula a assembleia, sendo, entretanto, passível de aferição judicial quanto à eventual existência de dano causado àqueles, ensejando, em tese, apenas, a fixação de indenização por perdas e danos, motivo, aliás, pelo qual também se afastou a alegada prescrição.

Neste sentido:

“DIREITO SOCIETÁRIO. AUMENTO DE CAPITAL DE SOCIEDADE AUTÔNOMA. EMISSÃO DE NOVAS AÇÕES. DILUIÇÃO DA PARTICIPAÇÃO ACIONÁRIA DE MINORITÁRIOS. PREÇO DAS AÇÕES. FIXAÇÃO. BALIZAS PREVISTAS NO ART.170, PAR.1º DA LSA. NORMA NÃO COGENTE DE CUJO DISTANCIAMENTO, SE VERIFICADO, NÃO ENSEJA A ANULAÇÃO DOS ATOS DELIBERATIVOS. EVENTUAL VIOLAÇÃO QUE SE RESOLVE EM PERDAS E DANOS.” (REsp 1190755/RJ – 4ª TURMA/RELATOR MINISTRO LUÍS FELIPE SALOMÃO, DJE DE 01/08/2011)

(...)

É que, nos termos da lei de regência, a errônea atribuição de valor do capital social ou eventual equívoco quanto aos valores de emissão de ações, independentemente de intenção do sócio majoritário, configura ato de abuso de poder, previsto no Art.117, §1º, “c” da Lei 6404/1976, desde que se comprove a existência de dano causado pela deliberação do acionista controlador.

(...)”

Apenas os informativos n.º 0500 e n.º 0095 do STJ, dentre os documentos jurisprudenciais analisados, caminham numa direção à possibilitar a anulação da assembleia em virtude de ato infracional da administração. Esses informativos descrevem que para a responsabilização civil dos administradores que agiram em desacordo com a legislação, seria necessária, primeiramente ou concomitantemente, o ajuizamento da ação de anulação da assembleia que aprovou as contas da sociedade. Isto é, ainda que os informativos não tenham tratado de casos fáticos relativos à apuração do descumprimento do artigo 170 da Lei das S.A., eles previram uma possibilidade de anulação da assembleia e da deliberação assemblear, deixando motivos para pensarmos nessa possibilidade, quando o mesmo ocorrer com relação aos casos do artigo 170.

Ademais, é inquestionável que o entendimento dos tribunais de justiça a respeito do assunto é de que a fixação do preço de emissão de ações em desacordo com os parâmetros do artigo 170, §1º e §7º, não acarretam na anulação do ato que aprovou essa emissão em aumento de capital, mas tão somente permitem a busca por indenização relativa à perdas e danos sofridas pelos acionistas prejudicados.

No que tange à Comissão de Valores Mobiliários, pudemos analisar quatro processos administrativos sancionadores julgados pela referida Comissão, a saber: (i) PAS CVM n.º RJ2009/8316; (ii) PAS CVM n.º RJ2011/11073; (iii) PAS CVM n.º RJ2004/5392; e (iv) PAS CVM RJ2013/11113.

Nos quatro processos administrativos sancionadores analisados, a CVM julgou casos em que não foi apresentada a justificativa pormenorizada que levou os acusados a adotarem um determinado critério para fixação do preço de emissão de ações em aumento de capital. Em todos os casos os acusados foram condenados, sem exceção, com base no entendimento de que a simples justificativa, ou a justificativa das razões econômicas para o aumento de capital com emissão de ações não suprem a necessidade legal veiculada pelo §7º do artigo 170 da Lei das S.A. Nesse sentido transcrevemos alguns trechos dos processos analisados:

“(…)

41. A CVM já teve oportunidade de analisar alguns aspectos relativos a este comando algumas vezes e decidiu o que segue:

i) a justificativa sobre as razões econômicas para a realização do aumento de capital não supre a necessidade de justificativa pormenorizada dos aspectos econômicos que determinaram a escolha do critério para o estabelecimento do preço de emissão; [14]

ii) a justificativa referente ao preço de emissão deve ser suficientemente pormenorizada a fim de conferir ao órgão responsável pela deliberação detalhes relativos à fixação do preço de emissão que permitam a tal órgão atestar a legitimação econômica do preço;

(…)

51. Diante do exposto, entendo que restou desatendido o requisito do art. 170, §7º, da Lei nº 6.404, 1976, pelo que os administradores deverão ser responsabilizados, ainda que com a mais branda das penas, tendo em vista as circunstâncias que permeiam o caso”<sup>314</sup>.

“(…)

37. Esses argumentos, contudo, não me convencem. O §7º do art. 170 da Lei nº 6.404/76 exige justificativa pormenorizada dos aspectos econômicos que levaram à escolha do critério de fixação do preço de emissão, impondo transparência quanto ao critério adotado e à sua justificativa. Com isso, a Lei possibilita que os acionistas sejam informados e possam supervisionar a atuação dos administradores, avaliando se cumpriram com seus deveres fiduciários quando da tomada de decisão a respeito do preço de emissão das ações a serem subscritas.

(…)

39. Ao contrário do que alegam os defendentes, a acusação não questiona o mérito da escolha do critério de fixação do preço das ações. A irregularidade identificada pela acusação diz respeito, precisamente, à justificativa apresentada.

40. Pelo exposto, entendo que José Roberto Amoriello, José Martins Pereira e Oriel Campos Leite, conselheiros presentes à reunião ocorrida em 30.12.2008, devem ser responsabilizados pela infração ao disposto no art. 170, §7º, da Lei nº 6.404/76(…)”<sup>315</sup>

“(…)

40. A proposta da administração acima contém, apenas, uma justificativa sobre as razões econômicas para a realização do aumento de capital, mas não uma justificativa pormenorizada dos aspectos econômicos que determinaram a escolha do critério para o estabelecimento do preço de emissão, que é o que exige o § 7º do art. 170 da Lei 6.404/76. A esse respeito, o que se tem é, unicamente, a fixação do preço (R\$ 0,24 por ação) e a indicação da adoção do parâmetro compatibilidade com as negociações recentes em bolsa de valores. Não há justificativa para a escolha do critério.

41. Não há nos autos qualquer estudo detalhado ou mesmo laudo de avaliação que justifique a adoção do parâmetro escolhido e que tenha acompanhado a proposta de aumento de capital (…)”<sup>316</sup>.

“(…)

10. A meu ver, é fato incontroverso que não foi apresentado, no que diz respeito ao aumento de capital da Atletas, deliberado na AGE de 22.3.2013, o critério para o cálculo do preço de emissão das ações e a justificativa pormenorizada para a fixação do preço de emissão, nos termos exigidos pelo art. 170, §§1º e 7º da Lei das S/A, razão pela qual acompanho a SEP e concluo pela responsabilização dos acusados (…)”<sup>317</sup>.

<sup>314</sup> PAS CVM n.º RJ2009/8316, trecho do voto da Relatora Luciana Dias.

<sup>315</sup> PAS CVM n.º RJ2011/11073, trecho do voto do Relator Pablo Renteria.

<sup>316</sup> PAS CVM n.º RJ2004/5392, trecho do voto do Relator Pedro Oliva Marcilio de Sousa.

<sup>317</sup> PAS CVM n.º RJ2013/11113, trecho do voto do Relator Pedro Oliva Marcilio de Sousa.

## **5 A DISCIPLINA DA FIXAÇÃO DO PREÇO DE AÇÕES E AS MEDIDAS APLICÁVEIS PARA REPARAÇÃO DE EVENTUAIS PREJUÍZOS INCORRIDOS POR ACIONISTAS**

### **5.1. As propostas de emissão de ações para aumento de capital e o compromisso de verificação e regularidade dos órgãos de fiscalização das Companhias.**

Como vimos ao longo do presente trabalho, em muitos casos onde se planeja o aumento de capital com a emissão de novas ações, nos termos do artigo 166, IV e 170, §1º e §7º da Lei das S.A., o aumento de capital é precedido pelo envio de uma proposta da administração da companhia, ou pelo órgão responsável para tanto indicado no estatuto, que será analisada em assembleia geral extraordinária.

Como determina o parágrafo 7º, do artigo 170, a proposta do aumento de capital deve esclarecer pormenorizadamente o critério adotado para fixação do preço de emissão das ações e os aspectos econômicos que levaram à escolha desse critério. E em adição, sabe-se que, por conta da previsão do parágrafo 1º do referido artigo, existem três critérios que podem ser adotados, alternativa ou conjuntamente, para fixação do preço de emissão e que deve-se evitar a diluição injustificada da participação dos acionistas da companhia.

No entanto, ao submeter uma proposta de aumento de capital com emissão de ações, entende-se que o administrador, ou o órgão responsável pela encomenda de laudos técnicos e perícias, minuta da proposta e aprovação da mesma, que em alguns casos é o conselho de administração, deve agir de forma a preservar o interesse social, evitar o conflito de interesses e lograr o melhor resultado possível para os acionistas e para a companhia. E aqui, vale citar, também, o acionista, que interessado ou beneficiado pela votação, também deve se abster de forma a evitar o conflito de interesses.

Nesse sentido, alguns deveres são previstos na Lei das S.A. de forma a balizar a conduta dos administradores da companhia.

O primeiro desses deveres é o dever de diligência, previsto no artigo 153 da Lei das S.A.<sup>318</sup>, que prevê: “O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios”. A norma desse artigo, cumulada com a norma do artigo 154 da mesma lei, que prevê a finalidade das atribuições do administrador e vedação ao desvio de poder, constituem os basilares para a atuação de um administrador dentro da companhia.

Apesar da atuação do administrador ser um ato subjetivo, a norma traz conceitos objetivos e veda, claramente, a atuação do administrador de forma que não seja prescrita pelo estatuto da companhia e pela lei, que prevê outros deveres adjacentes e complementares.

Um desses deveres, é o dever de lealdade, previsto no artigo 155 da Lei das S.A.<sup>319</sup> Tal dever da administração é um dever de agir tendo em vista os interesses sociais, abstendo-se a administração de promover o seu próprio benefício ou interesses alheios. Sendo assim, “o administrador deve, sempre agir no melhor interesse da companhia e seus acionistas e não movido por nenhum ganho pecuniário pessoal ou em prol de interesses alheios”<sup>320</sup>.

Esse dever compreende ainda o dever de reserva, que é aquele voltado para a manutenção e não divulgação de dados ou informações reservadas e sigilosas a respeito da companhia, evitando a caracterização de figuras como a do *insider trading*.

---

<sup>318</sup> “Art. 153. O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios”.

<sup>319</sup> “Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado: I - usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo; II - omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia; III - adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir. § 1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários. § 2º O administrador deve zelar para que a violação do disposto no § 1º não possa ocorrer através de subordinados ou terceiros de sua confiança. § 3º A pessoa prejudicada em compra e venda de valores mobiliários, contratada com infração do disposto nos §§ 1º e 2º, tem direito de haver do infrator indenização por perdas e danos, a menos que ao contratar já conhecesse a informação”.

§ 4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

<sup>320</sup> LUCENA, José Waldecy. Das Sociedades Anônimas – comentários à lei (arts. 121 a 188) – Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 479.



Por tal motivo, e conforme estabelecido no artigo 156 da Lei das S.A., é vedado ao administrador agir com conflito de interesses, ou como preceitua o artigo:

“Art. 156. É vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores, cumprindo-lhe cientificá-los do seu impedimento e fazer consignar, em ata de reunião do conselho de administração ou da diretoria, a natureza e extensão do seu interesse”.

Outro dever estabelecido pela Lei das S.A., é o dever de informar, previsto no art. 157 dessa lei. Esse dever, basicamente, se resume na transparência da administração com os acionistas e o mercado. O artigo determina que, dentre outras obrigações, que o administrador declare “ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debentures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular”.

Nos entendimentos de Nelson Eizirik, o dever de informação e a conseqüente transparência veiculada por tal dever tem um papel importante na melhora das práticas de governança corporativa, por permitir a ampla informação dos acionistas, a redução de riscos e a melhor avaliação da companhia<sup>321</sup>.

Quando o administrador age em desacordo com qualquer um desses deveres previstos na legislação ou previstos no estatuto social da companhia, ele pode vir a ser responsabilizado nos termos dos artigos 158, 159 e 160 da Lei das S.A.<sup>322</sup>. No entanto, conforme determina o artigo

---

<sup>321</sup> EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume II – Arts. 120 a 188. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 387-388.

<sup>322</sup> “Art. 158. O administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão; responde, porém, civilmente, pelos prejuízos que causar, quando proceder: I - dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo; II - com violação da lei ou do estatuto. § 1º O administrador não é responsável por atos ilícitos de outros administradores, salvo se com eles for conivente, se negligenciar em descobri-los ou se, deles tendo conhecimento, deixar de agir para impedir a sua prática. Exime-se de responsabilidade o administrador dissidente que faça consignar sua divergência em ata de reunião do órgão de administração ou, não sendo possível, dela dê ciência imediata e por escrito ao órgão de administração, no conselho fiscal, se em funcionamento, ou à assembléia-geral. § 2º Os administradores são solidariamente responsáveis pelos prejuízos causados em virtude do não cumprimento dos deveres impostos por lei para assegurar o funcionamento normal da companhia, ainda que, pelo estatuto, tais deveres não caibam a todos eles. § 3º Nas companhias abertas, a responsabilidade de que trata o § 2º ficará restrita, ressalvado o disposto no § 4º, aos administradores que, por disposição do estatuto, tenham atribuição específica de dar cumprimento àqueles deveres. § 4º O administrador que, tendo conhecimento do não cumprimento desses deveres por seu predecessor, ou pelo administrador competente nos termos do § 3º, deixar de comunicar o fato a assembléia-geral, tornar-se-á por ele solidariamente responsável. § 5º Responderá solidariamente com o administrador quem, com o fim de obter vantagem para si ou para outrem, concorrer para a prática de ato com violação da lei ou do estatuto”.

158, o administrador não será responsabilizado pessoalmente pelas obrigações contraídas em nome da sociedade, e em virtude de ato regular de gestão, no entanto, responderá civilmente pelos atos praticados em violação da lei e do estatuto e pelos atos praticados dentro de suas atribuições, com culpa ou dolo.

O artigo 159 prevê ainda que a ação de responsabilidade contra o administrador, deverá ser movida, após deliberação em assembleia geral, pela companhia, em virtude dos prejuízos causados ao seu patrimônio. No entanto, o parágrafo 3º desse artigo, faculta ao acionista da companhia o direito de promover a ação, caso a companhia não o realize num prazo de três meses contados da deliberação da assembleia geral.

Por tal motivo, pode-se reunir os deveres e mandamentos de conduta da administração da companhia em uma obrigação: agir de acordo com o interesse social. E essa obrigação é que leva a crer que as propostas de aumento de capital, bem como a fixação de preço de ações que ocorre de forma abusiva, tem por consequência e necessária responsabilização da administração da companhia, afinal pode-se entender pela violação de todos os deveres citados acima, quando se elabora uma proposta ou se aprova um laudo de avaliação que não reflete a realidade da companhia, causando prejuízo aos acionistas e/ou a própria companhia.

Nesse sentido,

“a violação do artigo 170, §1º, da Lei de Sociedades por Ações, acarreta como sanção (...) a pretensão de perdas e danos contra aqueles que agiram com abuso de suas funções e poderes. (...) a consequência será a responsabilização civil dos acionistas que aprovaram o preço irregular na assembleia geral (LSA, arts. 115 e 117) ou dos membros do conselho de administração (LSA, art. 158, §2º), os quais deverão

---

“Art. 159. Compete à companhia, mediante prévia deliberação da assembleia-geral, a ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio. § 1º A deliberação poderá ser tomada em assembleia-geral ordinária e, se prevista na ordem do dia, ou for consequência direta de assunto nela incluído, em assembleia-geral extraordinária. § 2º O administrador ou administradores contra os quais deva ser proposta ação ficarão impedidos e deverão ser substituídos na mesma assembleia. § 3º Qualquer acionista poderá promover a ação, se não for proposta no prazo de 3 (três) meses da deliberação da assembleia-geral. § 4º Se a assembleia deliberar não promover a ação, poderá ela ser proposta por acionistas que representem 5% (cinco por cento), pelo menos, do capital social. § 5º Os resultados da ação promovida por acionista deferem-se à companhia, mas esta deverá indenizá-lo, até o limite daqueles resultados, de todas as despesas em que tiver incorrido, inclusive correção monetária e juros dos dispêndios realizados. § 6º O juiz poderá reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador, se convencido de que este agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia. § 7º A ação prevista neste artigo não exclui a que couber ao acionista ou terceiro diretamente prejudicado por ato de administrador”.

“Art. 160. As normas desta Seção aplicam-se aos membros de quaisquer órgãos, criados pelo estatuto, com funções técnicas ou destinados a aconselhar os administradores”.

indenizar os prejuízos sofridos pela sociedade anônima, pelo subscritor ou pelo acionista cuja participação tenha sido injustificadamente diluída”<sup>323</sup>.

## **5.2. A possibilidade de anulação dos atos que aprovam aumento de capital em desconformidade com as normas do art. 170, §1º e §7º da Lei 6.404 de 1976.**

Ao tratar da possibilidade de anulação dos atos que aprovam o aumento de capital em desconformidade com as normas do art. 170 da Lei das S.A., adentramos em um tema que gera grande controvérsia e discussões jurídicas a respeito.

Atualmente, tem servido como orientação no judiciário, a decisão do STJ, veiculada no Recurso Especial Cível, nº 1190755/RJ, com relatoria do Ministro Luis Felipe Salomão, julgado em 21/06/2011, que impossibilita a anulação do ato assemblear, ou da assembleia como um todo, que aprova o aumento de capital com emissão de novas ações em desconformidade com o art. 170, §1º e §7º, da Lei das S.A.

Vale ressaltar, primeiramente, que a ofensa do art. 170, §1º, da Lei das S.A jamais poderia acarretar a nulidade, isto é, a invalidade absoluta, da deliberação assemblear, e sabe-se que as opiniões são todas nesse sentido. No entanto, quando se fala na causa de acionistas, na melhor das hipóteses fala-se em anulabilidade, isto é, invalidade relativa, ou impugnabilidade, conforme determinou Ascarelli<sup>324</sup>.

No entanto, a referida decisão do STJ, que culminou na influência de outras e na integração de jurisprudência, se interpretada de forma generalizada pode implicar na carência das ações anulatórias em direito societário, afinal entende que o descumprimento da norma legal, prevista no artigo 170, §1º e §7º da Lei das S.A., não é capaz por si só de ensejar a nulidade do ato que a aprovou.

---

<sup>323</sup> COMPARATO, Fabio Konder. A fixação do preço de emissão das ações no aumento de capital da sociedade anônima. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. n. 81, v. 30, 1991. p. 85; COELHO, Fábio Ulhoa. Curso de Direito Comercial, vol. 2. N. 1.5, p. 95 apud LUCENA, José Waldecy. Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 121 a 188), vol. 2. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 875..

<sup>324</sup> COUTO SILVA, Alexandre (Coord). Direito Societário: estudo sobre a Lei de Sociedades por Ações. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 133.

Para melhor compreensão da matéria, antes de se realizar qualquer crítica ou entendimento, vale dizer que grande parte da doutrina entende a norma do §1º, como sendo um balizamento à atuação da administração das companhias. Desta forma, é unânime o entendimento que tal norma confere certo grau de discricionariedade a quem a aplica, podendo, portanto, implicar em atos de desvio e abuso de poder por parte do sujeito ativo. Corroborando este entendimento, o mestre Fabio Konder Comparato explica:

“Em se tratando, porém, de uma norma discricionária, como vimos que é, incontestavelmente, a do art.170, §1º, da Lei de Sociedades por Ações, sua aplicação nunca será o resultado de um raciocínio meramente verbal, pois é mister indagar, em cada caso, conforme as circunstâncias, se houve desvio de poder relativamente ao objetivo legal, correspondente ao interesse protegido. Esse interesse, como se salientou, diz respeito, no caso, à posição dos não controladores.

(...)

Se a finalidade da norma em exame é essa, segundo a explicação da "exposição de motivos", o seu conteúdo, ou melhor, a extensão dos poderes que ela atribui ao órgão societário competente para fixar o preço de emissão das ações (órgão esse que pode ser a assembleia geral, ou o conselho de administração: § 2.º do mesmo artigo) é definida de modo um tanto inabitual em termos de direito privado. Diz-se, aí, que o preço de emissão deve ser fixado "tendo em vista", três valores econômicos dos títulos. A expressão legal "tendo em vista" deve ser sublinhada. Ela não indica uma determinação precisa, do tipo "pela média de tais e tais valores", ou então, "por este ou aquele valor". O "ter em vista", no caso, significa levar em consideração, ou ter em conta; o que importa em conferir ao órgão societário que fixa o preço de emissão de ações uma certa latitude de apreciação, ou um perímetro decisório. Estamos, pois, diante de um poder discricionário, no sentido técnico da expressão em direito administrativo, poder esse delimitado por diretivas legais.

(...)

Deparamo-nos, aí, com aquele tipo de norma que Alf Ross denominou, justamente, discricionária, por oposição à norma por ele chamada rigorosa, porque, ao contrário desta, enseja uma certa liberdade de apreciação por parte do destinatário. No caso em exame, essa liberdade de apreciação, ou necessidade de ponderação, é claramente sentida pela análise dos fatores determinados como critérios de fixação do preço de emissão. Observe-se, em primeiro lugar, que o conjunto de fatores se modifica, conforme a companhia emissora seja aberta ou fechada, pois nesta segunda hipótese não há, obviamente, cotação das ações no mercado.”<sup>325</sup>

O parecer acima, por sua precisão e clareza ao interpretar o teor da norma do art. 170, §1º, da LSA, foi reconhecido e mencionado em diferentes oportunidades, tanto pelo egrégio Superior Tribunal de Justiça<sup>326</sup>, na decisão supracitada, como pela Segunda Câmara de Direito Privado do Tribunal de Justiça de São Paulo, quando tratando do tema em questão<sup>327</sup>. No entanto, em tais oportunidades, esses tribunais se viram obrigados a ir além, tendo sido

<sup>325</sup> COMPARATO, Fabio Konder. A fixação do preço de emissão das ações no aumento de capital da sociedade anônima. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. n. 81, v. 30, 1991. p. 80-83.

<sup>326</sup> STJ: REsp nº 1190755/RJ, 4ª Turma, Min. Rel. Luis Felipe Salomão, Dj. 21/06/2011.

<sup>327</sup> EI nº 83.319-4/1-02, 2ª CDP, Des. Rel. José Roberto Bedran, Dj. 26/09/2000 e AC Nº 083.319.4/8-00, 2ª CDP, Des. Rel. Cintra Pereira.

demandados sobre quais sanções seriam aplicáveis no caso do descumprimento da referida norma.

Desta forma, o Tribunal de Justiça de São Paulo decidindo, conforme acima mencionado, tanto em sede de Apelação, quanto de Embargos Infringentes opostos em face de tal apelação, entendeu que a escolha, ainda que equivocada, de um dos três critérios para fixação de preço de emissão de ações, não seria suficiente para pleitear a anulação da deliberação que aprovou tal tratativa.

Para mensurar e detalhar a sanção aplicável aos casos de descumprimento da norma, o Desembargador José Roberto Bedran, no julgamento dos referidos Embargos Infringentes, explicou e fez citar Comparato:

“O que não se concebe é a pretensão de anular decisão sobre aumento de capital, e todos os atos imediatamente subsequentes, ao fundamento de adoção, por parte da assembleia e do conselho de administração, de critérios supostamente inválidos e indevidos acerca da determinação do preço de emissão das novas ações.

Para tanto, dada a natureza discricionária, e não vinculada, deste tipo de resolução, aos autores, como acionistas minoritários, faltaria, mesmo, legítimo interesse processual de agir, porquanto nunca invocando vícios formais no procedimento correspondente, só lhes tocaria o direito de, ainda que questionando a exatidão dos critérios adotados ou a legalidade da atuação da assembleia, da administração e da controladora, postular indenização por perdas e danos, única sanção prevista na legislação especial.

(...)

No particular, merece menção a lição de FÁBIO KONDER COMPARATO, tão bem exposta no artigo doutrinário denominado “A Fixação do Preço de Emissão das Ações no Aumento de Capital da Sociedade Anônima”, publicado na Revista de Direito Mercantil nº 81, R.T., págs. 79/95, ao dissertar sobre a sanção juridicamente cabível para a hipótese de descumprimento da norma do art. 170, §1º, da Lei nº 6.406/76:

‘Ela não pode ser nunca a invalidade da deliberação da assembleia geral. Em primeiro lugar, porque esse tipo de sanção só existe quando a norma violada é taxativa, ou de ordem pública; não quando confere ao agente uma latitude de apreciação e de ação. Em segundo lugar, porque a própria lei acionária, em matéria de abuso de poder, comina na sanção de perdas e danos, e não na de invalidade do ato abusivo (art. 117). Ora, as perdas e danos, como é obvio, constituem uma sanção dirigida contra o acionista controlador, não contra a própria companhia, de cujo patrimônio participam também os minoritários lesados’. (...)”<sup>328</sup>

Na mesma oportunidade se valeu também, o egrégio tribunal, de parecer do professor Fábio Ulhoa Coelho, que julgamos importante transcrever pela excelência em conferir sentido à norma. Se não, vejamos:

---

<sup>328</sup> EI nº 83.319-4/1-02, 2ª CDP, Des. Rel. José Roberto Bedran, Dj. 26/09/2000.

“(…) que o órgão responsável pela precificação das novas ações está sujeito às balizas legais, isto é, assembleia geral ou o conselho de administração devem encontrar um número que reflita a ponderação das balizas (LSA, artigos 13 e 170), atribuindo-o como preço de emissão das ações a serem emitidas. (...) a inobservância desses critérios legais não importa à nulidade da deliberação, nem compromete a validade da subscrição que se seguir; a consequência, será responsabilização civil dos acionistas que aprovaram o preço irregular na assembleia geral ou dos membros do conselho de administração, os quais deverão indenizar os prejuízos sofridos pela sociedade anônima, pelo subscritor ou pelo acionista cuja participação tenha sido injustificadamente diluída.”<sup>329</sup>

Neste tema, foram notórios os referidos julgamentos do Tribunal de Justiça de São Paulo. Além de ter sido conferido amplo sentido à norma - qual seja a impossibilidade de anular quaisquer deliberações que aprovam a fixação do preço de ações, ainda que com inobservância dos critérios do art. 170, §1º, somente sendo possível a indenização por danos – se tornaram motivos para a produção de interpretações e mais pareceres.

Waldecy Lucena, apreciando os precedentes criados pelo tribunal paulista, bem interpreta o entendimento do Des. Bedran, supracitado, e conclui uma explicação após citá-los ao lado de Fábio Konder Comparato e Fábio Ulhoa Coelho, mencionados na confecção dos votos:

“Essa, sem dúvida, a melhor doutrina. Mas, quer parecer que se há de distinguir. Se os administradores e/ou controladores agem com abuso na fixação do preço de emissão das ações, assim diluindo injustificadamente a participação dos antigos acionistas na companhia, a ação cabente é tão somente a de perdas e danos contra os que agiram com abuso de suas funções e poderes. Já se ocorre vício formal ao ser tomada a deliberação, a ação cabente é a de anulação de deliberação (art. 286), seja esta da assembleia, seja do conselho de administração. Essa, inclusive e ao que parece, a interpretação que emana do acórdão supra transcrito, da lavra do Desembargador José Roberto Bedran”<sup>330</sup>

Da leitura de todos estes entendimentos, dotados de concretude inquestionável, entende-se que, por ser dotada de discricionariedade e conferir grande latitude para sua aplicação, a norma do art. 170, §1º, quando aplicada, muitas vezes poderá caracterizar a conduta prevista no art. 117, da Lei das S.A, que tipifica os atos praticados com abuso de poder pelo acionista controlador, isto é, muitas vezes a inexatidão e a ineficácia dos critérios adotados, que culminam na errônea avaliação do preço de valores mobiliários, poderão ser interpretadas como

<sup>329</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. Curso de Direito Comercial, Saraiva, 1999, 2º vol. p. 94.

<sup>330</sup> LUCENA, José Waldecy. Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 1º a 120), vol. 1. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 875

atos de abuso de poder. Nesse sentido, além do STJ e do Tribunal de Justiça de São Paulo, também assentiu o Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro<sup>331</sup>;

Por se caracterizar como abuso de poder, o descumprimento da norma do art. 170, enseja, conforme previsto no art. 117<sup>332</sup>, apenas a reparação por perdas e danos, e nunca a invalidação ou anulação da deliberação que aprovou a avaliação e a fixação do preço de emissão das ações em aumento de capital.

Nesse sentido, a anulação de deliberação assemblear só pode ocorrer, nas palavras de Fabio Comparato “quando a norma violada é taxativa, ou de ordem pública; não quando confere ao agente uma latitude de apreciação e de ação”<sup>333</sup>, e nas palavras de José Waldecy Lucena<sup>334</sup>, “se ocorre vício formal ao ser tomada a deliberação (...) (art. 286), seja esta da assembleia, seja do conselho de administração.”

Não obstante tais conclusões de caráter preliminar, nos importa, ainda, destacar alguns entendimentos sobre a anulação de deliberações assembleares, bem como de assembleias em si, e do caráter da norma do §7º do art. 170, e qual o nosso entendimento com relação ao descumprimento da mesma.

---

<sup>331</sup> AC nº 0036332-90.2002.8.19.0001, 16ª CC, Des. Rel. Mario Robert Mannheimer, Dj. 05/02/2013.

<sup>332</sup> Art. 117. O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder.

§ 1º São modalidades de exercício abusivo de poder: a) orientar a companhia para fim estranho ao objeto social ou lesivo ao interesse nacional, ou levá-la a favorecer outra sociedade, brasileira ou estrangeira, em prejuízo da participação dos acionistas minoritários nos lucros ou no acervo da companhia, ou da economia nacional; b) promover a liquidação de companhia próspera, ou a transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia, com o fim de obter, para si ou para outrem, vantagem indevida, em prejuízo dos demais acionistas, dos que trabalham na empresa ou dos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia; c) promover alteração estatutária, emissão de valores mobiliários ou adoção de políticas ou decisões que não tenham por fim o interesse da companhia e visem a causar prejuízo a acionistas minoritários, aos que trabalham na empresa ou aos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia; d) eleger administrador ou fiscal que sabe inapto, moral ou tecnicamente; e) induzir, ou tentar induzir, administrador ou fiscal a praticar ato ilegal, ou, descumprindo seus deveres definidos nesta Lei e no estatuto, promover, contra o interesse da companhia, sua ratificação pela assembleia-geral; f) contratar com a companhia, diretamente ou através de outrem, ou de sociedade na qual tenha interesse, em condições de favorecimento ou não equitativas; g) aprovar ou fazer aprovar contas irregulares de administradores, por favorecimento pessoal, ou deixar de apurar denúncia que saiba ou devesse saber precedente, ou que justifique fundada suspeita de irregularidade. h) subscrever ações, para os fins do disposto no art. 170, com a realização em bens estranhos ao objeto social da companhia. [\(Incluída dada pela Lei nº 9.457, de 1997\)](#)

§ 2º No caso da alínea e do § 1º, o administrador ou fiscal que praticar o ato ilegal responde solidariamente com o acionista controlador. § 3º O acionista controlador que exerce cargo de administrador ou fiscal tem também os deveres e responsabilidades próprios do cargo”.

<sup>333</sup> COMPARATO, Fabio Konder. A fixação do preço de emissão das ações no aumento de capital da sociedade anônima. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. n. 81, v. 30, 1991. p. 85.

<sup>334</sup> LUCENA, José Waldecy. Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 121 a 188), vol. 2. Rio de Janeiro: Renovar, 2009.p. 875

Pois bem, conforme aferido acima, há uma restrição ao campo de possibilidades de anulação de deliberações assembleares e de assembleias em si (devendo estar em consonância com o art. 286 da Lei das S.A.).

Por uma primeira leitura do art. 286, da Lei das S.A, nos parece que, ante a inobservância da norma do parágrafo 1º, do art. 170, haveria, também, uma violação da lei, capaz de ensejar a propositura da ação referida no artigo. No entanto, tal hipótese foi desconstruída pela doutrina e pela jurisprudência, com voz soberana.

Não obstante, não podemos deixar de citar que existe entendimento oposto, o que gera a controvérsia na questão. Erasmo Valdão A. e N. França e Marcelo Vieira Von Adamek entendem que a afirmação de que a regra do art. 170, §1º da Lei das S.A não seria injuntiva, cogente, ou de ordem pública não seria correta. Os autores entendem que, apesar da discricionariedade conferida pela possibilidade de utilização alternativa ou conjunta dos critérios previstos no §1º, os critérios necessariamente devem ser observados, inexistindo liberdade quanto à necessidade da utilização de algum deles, sendo os critérios impositivos<sup>335</sup>.

Também compartilha desse entendimento Modesto Carvalhosa, ao dizer que

“Na fixação do preço devem ser levados em conta um, dois ou os três fatores previstos no §1º, ou seja: cotação das ações no mercado, ou o valor do patrimônio líquido (art. 178), ou ainda o valor econômico da companhia. A companhia não pode emitir ações em aumento de capital por subscrição, pelo seu valor nominal, ou, se estas tiverem, por valor inferior ao econômico. Trata-se de princípio de ordem pública, de caráter cogente, não podendo as companhias furtar-se à sua estrita observância”<sup>336</sup>.

Esses entendimentos, que caminham em direção contrária àquela tomada pela jurisprudência e por alguns doutrinadores, tem, ainda, como reforço, o entendimento do Professor Waldirio Bulgarelli. O referido professor entende que a violação das normas do artigo 170, §1º por acionista controlador ou por administrador pode implicar em conflito de interesses, sendo, portanto, capaz de tornar anulável uma deliberação de assembleia geral, nos termos do

---

<sup>335</sup> COUTO SILVA, Alexandre (Coord). Direito Societário: estudo sobre a Lei de Sociedades por Ações. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 137.

<sup>336</sup> CARVALHOSA, Modesto. Comentários à lei de sociedades anônimas : Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. Vol. 3. São Paulo: Saraiva. 2003. p. 631-632 apud COUTO SILVA, Alexandre (Coord). Direito Societário: estudo sobre a Lei de Sociedades por Ações. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 137-138.



art. 115, §4º e do art. 156, §2º. Para melhor entendimento, transcrevermos trechos relevantes do parecer elaborado por esse autor no ano de 1981:

“ (...)

A falta de uma justificativa mais efetiva – para aumento tão volumoso -, pois a expressão “tendo em vista a expansão dos negócios sociais”, a única empregada na proposta do Conselho de Administração para justificar aumento, por parca e genérica, nada esclarece, tem-se que não será benéfico para a Companhia, repercutindo negativamente, tanto no âmbito das atividades compreendidas no objeto social (pois irá sobrar dinheiro, e justamente num momento em que a política governamental refreou a expansão creditícia), quanto no valor e na rentabilidade das ações.

(...)

13. Coligando-se, pois: (1) o valor relativamente baixo prefixado para as novas ações (não correspondendo à média ponderada dos três elementos exigidos pelo §1 do art. 170, da L. n. 6.404/76); 2) o valor elevado do aumento; 3) a emissão somente de ações ordinárias, tem-se que superam a mera suspicácia despertada à primeira vista e comprovam a intenção de prejudicar os grupos minoritários possuidores das ações preferenciais, que por via destas, obterão ações daquela espécie, a baixo preço, e em grande quantidade.

(...)

E seguindo a boa doutrina, o ordenamento legal brasileiro somente reservou a anulação da deliberação (§4º do art. 115) ou do negócio (art. 156, §2º) à figura do conflito de interesses, destinando ao abuso do poder, ao desvio de poder e ao abuso do direito de voto, a pena da reparação de dano.

21. No caso concreto, tendo os majoritários feito aprovar o aumento, com efeitos danosos para outros acionistas e favorecimento injusto de alguns tem-se plenamente caracterizado o interesse extra-social.

(...)

25. Tem-se, pois, como quadro final, que a deliberação do aumento procedido está eivada de vícios sendo passível de anulação.

Isto porque não obedeceu, na sua formulação, aos requisitos exigidos pelo art. 170, §1º, acarretando a diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, mesmo tendo o direito de preferência.

Também porque conforme se constata pela análise objetiva ex post, o aumento foi abusivo, prejudicial a alguns acionistas, e à companhia, em benefício dos majoritários.

(...) é inegável que está caracterizado o abuso de poder por parte do majoritários, com incidência específica no disposto na alínea c, do §1º do art. 117, ou seja:

‘promover alteração estatutária, emissão de valores mobiliários ou adoção de políticas ou decisões que não tenham por fim o interesse da companhia e visem a causar prejuízo a acionistas minoritários, aos que trabalham na empresa ou aos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia’.

(...)

Note-se, a propósito, que a lei ressalta sempre a finalidade como fator de análise de conduta do infrator.

(...) Tanto mais que a reparação de danos comumente é corolário necessário da anulação do ato.

(...)

26. Podemos, pois, passar a responder, resumidamente, às questões propostas:

(...)

b) A proposta do Conselho de Administração é em relação ao valor elevado do aumento absolutamente silente, nada esclarecendo a respeito. Os demonstrativos financeiros do Banco e a produção de lucros, nos últimos exercícios

(...)

g) Tendo havido tanto a violação de norma legal imperativa (não obediência aos requisitos do art. 170, §1º, da L. n. 6.404/76 e ausência de justificativa para o aumento), quanto a manifesta existência de conflito de interesses, a deliberação da

assembleia geral que aprovou o aumento é anulável, com a consequente reparação dos danos (...)”<sup>337</sup>.

É certo que o parecer acima transcrito não ataca diretamente a ausência da escolha de critérios do parágrafo 1º ou a escolha errônea, atacando um outro aspecto do artigo 170, 1º, qual seja, a diluição injustificada de acionistas. No entanto, entende-se que o artigo 170 deve ser interpretado como um todo, de forma sistemática, isto é, os atos que importem na violação do artigo, com a intenção de prejudicar outros acionistas, independentemente do meio pelo qual se dá, deverão importar na anulação da deliberação assemblear que aprovou a manobra danosa.

Ainda com relação ao parecer do ilustre professor, importa destacar que, mesmo antes da inclusão do §7º do art, 170, o que ocorreu somente em 1997, o ilmo. mestre já nos alertava para a importância da justificativa no aumento de capital com emissão de ações, principalmente como ocorreu no caso de consulta, onde o aumento foi de grande volume.

Portanto, apesar de parte da doutrina, acompanhada pelos tribunais, entender pela impossibilidade anulação dos atos que aprovaram o aumento de capital em desacordo com os critérios para fixação do preço de emissão de ações, há uma parte forte da doutrina que entende pela possibilidade e necessidade dessa anulação, considerando principalmente a existência de voto ou ato que possa ser entendido como conduzido em conflito de interesses, o que seria motivo suficiente para a anulação.

Nesse sentido, concluem Erasmo Valdão A. e N. França e Marcelo Vieira Von Adamek que a responsabilidade por voto abusivo, à qual fazemos paralelo com atos do administrador, não seria capaz de inibir a invalidação da deliberação assemblear. Considerando que o ato abusivo estaria em atrito com a regra do conflito de interesse das Lei das S.A. e com as normas do Código Civil, que preveem o dever societário de lealdade, baseado na boa-fé objetiva, os autores entendem que a invalidação seria a melhor sanção a ser aplicada no caso concreto, sendo mais efetiva do que a simples responsabilidade civil, que se costuma atribuir a esses casos<sup>338</sup>.

“O sistema de proteção à minoria, tão caro ao direito societário e cuja preservação é condição *sine qua non* para o desenvolvimento do mercado de capitais, seria

---

<sup>337</sup> BULGARELLI, Waldirio. Sociedade por Ações – Assembleia Geral – Anulação – Poderes da Maioria e da Minoria – Aumento de Capital. Parecer. Revista Forense, n. 279, 1981, p. 144-147.

<sup>338</sup> COUTO SILVA, Alexandre (Coord). Direito Societário: estudo sobre a Lei de Sociedades por Ações. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 139-146.

imensamente amesquinhado, se os direitos políticos e econômicos dos não controladores fossem tutelados pela sempre ineficientes regras de responsabilidade civil. Em realidade, mais do que proteger a minoria, o que se deve é coibir os abusos, provenham eles da maioria ou da minoria, pouco importa, de maneira realmente eficaz, pois só assim se estará realmente prestigiando a colaboração e a cooperação ínsitas ao fenômeno associativo<sup>339</sup>”.

Diante de tais conclusões, torna-se inevitável dizer que a questão da possibilidade de anulação dos atos que aprovam aumento de capital em desconformidade com as normas do art. 170, §1º e §7º da Lei 6.404 de 1976 não está perto de ser encerrada, afinal, encontramos entendimentos bem consolidados e devidamente fundamentados que caminham em direções opostas, mas que, no entanto, comungam de um mesmo entendimento quanto à possibilidade e necessidade do ressarcimento dos prejuízos causados aos acionistas por conta das perdas e danos.

### **5.3. A responsabilidade civil e administrativa quanto à infração do art. 170, §1º e §7º da Lei das S.A.**

Pelo entendimento geral da doutrina, o conceito de responsabilidade civil está intrinsecamente ligado à ideia de não prejudicar o outro, mas havendo prejuízo, haverá também uma espécie de contrapartida, se é que podemos assim denominar, que será a reparação pelos prejuízos causados.

Da mesma maneira, Silvio Rodrigues conceitua a responsabilidade civil como “a obrigação que pode incumbir uma pessoa a reparar o prejuízo causado a outra, por fato próprio, ou por fato de pessoas ou coisas que dela dependam”<sup>340</sup>. E nos termos explicados por Plácido e Silva, a responsabilidade civil é:

“Dever jurídico, em que se coloca a pessoa, seja em virtude de contrato, seja em face de fato ou omissão, que lhe seja imputado, para satisfazer a prestação convencionada ou para suportar as sanções legais, que lhe são impostas. Onde quer, portanto, que haja obrigação de fazer, dar ou não fazer alguma coisa, de ressarcir danos, de suportar sanções legais ou penalidades, há a responsabilidade, em virtude da qual se exige a satisfação ou o cumprimento da obrigação ou da sanção”<sup>341</sup>.

<sup>339</sup> *Ibidem*, p. 146.

<sup>340</sup> RODRIGUES, Silvio, 1917-2004. **Direito civil**. 7 v. São Paulo: Saraiva, 2002-2004. p. 6 apud SANTOS, Pablo de Paula Saul. Responsabilidade civil: origem e pressupostos gerais. Disponível em <<https://goo.gl/AwtW9U>>. Acesso em 05/06/2017.

<sup>341</sup> SILVA, De Plácido e. **Vocabulário jurídico conciso**. 1 ed. Rio de Janeiro. Forense, 2008. p. 642 apud SANTOS, Pablo de Paula Saul. Responsabilidade civil: origem e pressupostos gerais. Disponível em <<https://goo.gl/AwtW9U>>. Acesso em 05/06/2017.

Sem discordar da clássica doutrina civilística, a doutrina atual não se discordando, de forma que autores como Carlos Alberto Bittar e Sergio Cavaliere Filho, convergem ao entender que a tendência é que a vítima do ato violador tenha, tanto o seu equilíbrio moral, quando patrimonial, restaurados<sup>342</sup>, importando apontar, na visão do segundo autor, que existe uma diferença entre a obrigação e a responsabilidade: enquanto a obrigação é sempre um dever originário, a responsabilidade será sempre um dever jurídico posterior, isto é, subsequente à violação da obrigação, que é o dever originário<sup>343</sup>.

Nos apropriando do entendimento da doutrina do direito civil, traçamos um paralelo com os temas que foram tratados até agora a respeito das responsabilidades atribuídas às pessoas que foram sujeitos de atos violadores às normas societárias e reguladoras de mercado.

Como vimos ao longo do presente trabalho, na ocorrência de emissão de ações cuja fixação do preço se dá em discordância com as normas do artigo 170, §1º e §7º da Lei das S.A., tanto o poder judiciário, por meio de seus tribunais de justiça, quando o poder administrativo, por meio da CVM, não têm deixado de punir os atos que circundam o descumprimento da norma.

Essas punições sempre são provenientes de decisões fundamentadas, que como vimos, não discordam em nenhum momento a respeito da reparação dos prejuízos sofridos, quando verificados e devidamente provados. Isto é, tanto no âmbito judiciário, quando no âmbito administrativo, este regulado pela CVM, a responsabilidade civil pelos atos do administrador, da administração, ou de acionistas que deveriam estar impedidos de votar, é inequívoca no que se refere à violação dos parâmetros e das premissas estabelecidas para escolha dos critérios de fixação do preço de emissão de ações e demais preceitos do artigo 170 da Lei das S.A.

Utilizando como exemplo os casos em que a administração da companhia, representada pelo órgão ou pela pessoa designada pelo estatuto, age com negligência ou imprudência, isto é,

---

<sup>342</sup> Ibidem.

<sup>343</sup> SANTOS, Pablo de Paula Saul. Responsabilidade civil: origem e pressupostos gerais. Disponível em <<https://goo.gl/AwtW9U>>. Acesso em 05/06/2017.

escolhe critérios para fixação do preço e não os justifica; se utiliza de laudos de avaliação sabidamente prejudiciais à companhia; dentre outras condutas, podemos entender, sem maiores delongas, a conexão fática e prática de tais atos com a responsabilidade civil, explicada e veiculada pela doutrina civilística.

“Denomina-se responsabilidade civil subjetiva aquela causada por conduta culposa *lato sensu*, que envolve a culpa *stricto sensu* e o dolo. A culpa (*stricto sensu*) caracteriza-se quando o agente causador do dano praticar o ato com negligência ou imprudência. Já o dolo é a vontade conscientemente dirigida à produção do resultado ilícito”<sup>344</sup>.

Num raciocínio lógico que se faz mediante a apresentação desse conceito, temos que, em nossos casos apresentados, o agente causador é o administrador, a administração da sociedade, ou mesmo o acionista que age em conflito de interesse, sem exclusão de outras possibilidades, e a culpa, proveniente de ato de negligência ou imprudência, pode ser facilmente verificada durante procedimento probatório que examina eventual proposta de aumento de capital, eventuais laudos de avaliação do patrimônio e do valor da companhia e eventuais justificativas e manipulações de aumento de capital com emissão de ações.

Falando-se nesse tipo de ação, e entendendo que o administrador deveria ter conhecimento do que propõe, e o sujeito votante, conhecimento do seu conflito de interesse ao votar, pode-se atribuir aos sujeitos uma conduta de negligência ou imprudência, sendo culposa, e nos casos mais graves, quando há a intenção deliberada, uma conduta dolosa. Mas em ambos os casos, enquadrando as condutas no conceito da responsabilidade civil subjetiva.

Seja por ato do administrador, agindo de forma alheia ao interesse da companhia, bem como pelo voto do acionista controlador, em deliberação na qual deveria se abster, por força do artigo 115 da Lei das S.A., quando chamado a decidir, o poder judiciário, em todos os casos aqui apresentados, reuniu os elementos necessários para decidir pela reparação dos danos causados ao patrimônio de terceiros em virtude de conduta culposa ou dolosa. Isto é, decidiu pela responsabilização civil daqueles que agiram contra os interesses da companhia e em detrimento dos acionistas minoritários e da própria companhia, sendo fixado o pagamento de indenização por perdas e danos às partes prejudicadas.

---

<sup>344</sup> SANTOS, Pablo de Paula Saul. Responsabilidade civil: origem e pressupostos gerais. Disponível em <<https://goo.gl/AwtW9U>>. Acesso em 05/06/2017.

Com esse tipo de decisão do poder judiciário, que acompanha o raciocínio lógico introduzido pelos elementos da reparação de prejuízos do direito civil, aliado aos fatos e às obrigações provenientes do direito material societário, temos a configuração da responsabilidade civil dos sujeitos que infringem as normas do artigo 170, e mais especificamente os parágrafos 1º e 7º, abordados nos casos trazidos ao presente trabalho.

Essa responsabilidade civil, em geral, será avaliada e terá seus efeitos externalizados e direcionados aos infratores pelo poder judiciário, tendo em vista a sua competência constitucional para resolução dos conflitos e litígios entre particulares. No entanto, a consagrada competência do poder judiciário não exclui a competência da CVM de responsabilizar, administrativamente, as condutas contrárias às diretrizes do mercado de valores mobiliários.

Como apontamos, principalmente no primeiro e no segundo capítulo do presente trabalho, dentro do sistema financeiro nacional, o mercado de valores mobiliários é o foro onde se verifica a realização de operações com títulos emitidos por companhias abertas, sendo um instrumento de fomento da economia nacional mediante a existência de instrumentos atraentes ao público investidor no que se refere a retorno, liquidez, garantia e prazo.

A CVM, ao ser criada pela Lei n.º 6.385 de 1976, recebe determinadas atribuições, como a de fiscalizar e regular os serviços e atividades do mercado de valores mobiliários. Essa Lei, por meio do art. 8º, I, permite que a CVM regulamente as matérias relacionadas a essa Lei, conferindo maior autonomia e agilidade para que a CVM pudesse lidar com o dinamismo e a constante evolução do mercado de valores mobiliários e das companhias abertas<sup>345</sup>.

A atividade regulatória da CVM, estabelecida ao longo da Lei que a criou e exercida pela publicação de inúmeras instruções normativas e outros documentos de valor normativo, não ocorre de forma isolada, sendo permitida, de certa forma, uma auto regulação e uma auto fiscalização do mercado. Dessa forma, a existência e o funcionamento do mercado de valores

---

<sup>345</sup> TANURE, Fabricio Duarte. A Responsabilidade Administrativa no Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro. 2005. 46 f. Monografia (Graduação em Economia) – Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2005. p. 20.

mobiliários, que teoricamente tem a capacidade de se auto regular, contrasta com a existência da CVM, designada para intervir nos casos estabelecidos por lei<sup>346</sup>.

Dentre as intervenções que são legalmente permitidas e conferidas, por caráter de competência, à CVM, está a intervenção atrelada ao poder de apurar, mediante processo administrativo, a prática de condutas fraudulentas no mercado de valores mobiliários, tendo, ainda, o poder de punir os infratores das normas veiculadas pela Lei que criou a autarquia, pela Lei das S.A. e por todas as normas editadas e elaboradas pela própria CVM, conforme estabelecido no art. 1º, I e II c/c art. 8º, III c/c art. 9º, VI c/c art. 11<sup>347</sup>.

Dentre as atribuições de fiscalização, atrelada ao poder punitivo da CVM, destacamos aquelas previstas no artigo 4º, da Lei 6.385 de 1976, e principalmente as relacionadas aos “atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários”. Nesse sentido, transcreve-se abaixo o artigo em sua íntegra:

“Art . 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de:

I - estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários;

II - promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais;

III - assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão;

IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra:

a) emissões irregulares de valores mobiliários;

b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários.

c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários. (Alínea incluída pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

V - evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado;

VI - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;

VII - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários;

VIII - assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional”.

<sup>346</sup> Ibidem, p. 21.

<sup>347</sup> TANURE, Fabricio Duarte. A Responsabilidade Administrativa no Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro. 2005. 46 f. Monografia (Graduação em Economia) – Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2005. p. 22-23.

Como as práticas descritas acima podem ser interpretadas como conceitos abertos e subjetivos, a Instrução Normativa n.º 08, de 08 de outubro de 1979, elaborada pela CVM, definiu essas práticas e passou a considerá-las como “falta grave passível de aplicação das penalidades previstas no art. 11, incisos I a VI da Lei n. 6.385/76”.

Com apoio nessas premissas legais e na função que cabe à CVM de assegurar uma maior eficiência ao mercado de valores mobiliários, a autarquia tem no seu escopo um poder punitivo de caráter pedagógico e educativo destinado aos agentes infratores, cujo objetivo é coibir os atos ilegais e manter a higidez do mercado<sup>348</sup>.

Desse poder punitivo, sancionador administrativo, que foi conferido à CVM, surge o que denominamos de responsabilidade administrativa, que não transcende à esfera civil, regulada pela responsabilidade civil e pela reparação dos danos e prejuízos. As penalidades aplicadas pela Comissão de Valores Mobiliários, conforme mencionado, intentam a coibição de atos ilegais, a educação dos infratores e a manutenção do mercado em seu funcionamento normal.

Dessa forma, ao ser o agente fiscalizador do cumprimento das normas da Lei 6.404 de 1976, a Lei das S.A., a CVM será a responsável por apurar a infração às normas veiculadas pelo art. 170 da referida Lei, devendo, quando necessário, apurar a responsabilidade administrativa dos infratores.

Por tal motivo, no âmbito da CVM, enquanto órgão regulador e dotado de poder punitivo e sancionador, fala-se na responsabilidade administrativa dos infratores na norma em questão. E em todos os processos administrativos sancionadores analisados, em que se apurou a infração às normas do artigo 170, a autarquia entendeu pela essencialidade da justificativa pormenorizada dos aspectos econômicos e jurídicos que levaram a escolha de critérios para fixação do preço das ações nos casos fáticos. O desrespeito da norma, nesses casos, desencadeou o evento da responsabilidade administrativa, que se deu pela condenação dos administradores e representantes de acionistas controladores ao pagamento, à autarquia, de

---

<sup>348</sup> TANURE, Fabricio Duarte. A Responsabilidade Administrativa no Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro. 2005. 46 f. Monografia (Graduação em Economia) – Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2005. p. 23



multas pecuniárias, visando, conforme mencionado, a implementação do caráter pedagógico e educativo da sanção por parte da autarquia.

Conforme apresentado no presente trabalho, as penas pelo descumprimento das normas do artigo 170, no âmbito da CVM, compreenderam desde meras advertências até o pagamento de um valor correspondente a um percentual da operação irregular. E dentre esses tipos de punição, foram aplicadas penas consistentes no pagamento de R\$15.000,00 (quinze mil reais), R\$25.000,00 (vinte e cinco mil reais), R\$50.000,00 (cinquenta mil reais) e até R\$500.000,00 (quinhentos mil reais), o que comprova a gravidade do desrespeito às normas do art. 170, da Lei das S.A.

#### **5.4. Críticas.**

Ademais, entendemos que diante do sistema de julgamento e aplicação de punições referentes aos casos de infrações na escolha de critérios para fixação do preço de emissão de ações e na sua justificativa, algumas críticas merecem ser tecidas.

Conforme foi possível constatar durante a leitura deste trabalho, as doutrinas caminham juntas no sentido da responsabilização civil, com pagamento de indenização por perdas e danos, por parte daqueles que infringem o disposto no artigo 170, §1º e 7º - sem falar, é claro, de sua responsabilidade administrativa, da qual tratamos -, no entanto, se separam ao tratar da possibilidade de anulação da deliberação assemblear ou da própria assembleia que aprovou a emissão de ações em desacordo com os critérios e à necessidade de justificativa pormenorizada, bem como a negativa de diluição injustificada, previstos no artigo 170, da Lei das S.A..

Conforme demonstrado, Fábio Konder Comparato entende que não é possível anular uma assembleia ou suas deliberações mediante a invocação da violação de norma, que confere ao agente determinada latitude de apreciação e ação, isto é, de norma que não é taxativa ou de ordem pública.

Fabio Ulhoa Coelho, por sua vez, é mais conciso, ensinando que a simples inobservância dos critérios legais estabelecidos pelo art. 170 não é suficiente para provocar a nulidade da deliberação, nem para comprometer a validade da subscrição subsequente. A consequência será,

somente, a responsabilização civil daqueles que aprovaram a deliberação, sejam acionistas ou membros do conselho, que deverão indenizar os vitimados pelo prejuízo.

Aumento um pouco mais o espectro de possibilidades, mas situando-se entre as duas doutrinas, José Waldecy Lucena, interpretando julgado do egrégio Tribunal de Justiça de São Paulo, já entende ser possível pleitear a anulação de deliberação (nos termos do art. 286), caso haja vício formal no ato em que a mesma for tomada.

Em contrapartida, Erasmo Valadão, Marcelo Von Adamek e Waldirio Bulgareli, entendem que existe a possibilidade de anulação, afirmando os dois primeiros autores, inclusive, que a utilização somente da responsabilização civil seria prejudicial aos institutos de coibição dos atos abusivos no direito societário.

Aqui, aproveitamos para adicionar considerações. Entendemos que numa assembleia onde é aprovado o aumento de capital por meio da emissão de ações sem a observância dos requisitos legais do art. 170 da Lei das S.A., a depender do ato praticado por quem é incumbido de realizar o aporte ou justificar a fixação do preço e o próprio aporte, poderão ser encontrados elementos como dolo e vícios formais.

O dolo é um elemento que, quando dá causa a um negócio jurídico, pode acarretar na sua anulação<sup>349</sup>, isto é, faz do negócio jurídico um negócio anulável. Presente no art. 145 do Código Civil de 2002, é encarado como um elemento que “dá causa ao negócio jurídico, sem o qual este não se teria concluído [...] traduz a vontade de iludir, com o propósito de prejudicar [...]”<sup>350</sup>, e sendo assim, entendemos que uma assembleia, enquanto negócio jurídico, na qual é proposta aumento de capital com intuito de prejudicar acionistas ou induzir investidores, bem como terceiros ligados à companhia, em erro, será anulável por se fazer presente o elemento dolo e estar em consonância com a conduta tipificada no art. 145 para anulação de negócio jurídico.

Quanto ao vício formal - e aqui voltamos a nos aproximar do entendimento de José Waldecy Lucena, para explicá-lo, no entanto -, entendemos que tal vício é aquele que, por não

---

<sup>349</sup> “Art. 145. São os negócios jurídicos anuláveis por dolo, quando este for a sua causa.” (Lei 10.406/2002 - Código Civil de 2002).

<sup>350</sup> TEPEDINO, Gustavo, BARBOSA, Heloisa helena & MORAES, Maria Celina Bodin de. Código Civil interpretado conforme a Constituição de República. Rio de Janeiro: Renova, 2004, p. 278-279.

cumprimento de uma formalidade que seria intrínseca ao negócio jurídico, isto é, por não permitir que o negócio jurídico seja revestido da forma prescrita em lei e/ou por não permitir a presença de alguma solenidade que a lei considere essencial para sua validade, é capaz de gerar a sua invalidade por meio da nulidade, conforme previsão do art. 166, IV e V, do Código Civil de 2002.<sup>351</sup>

Dessa forma, entendemos que na assembleia que delibera o aumento de capital por emissão de novas ações, a não observância dos requisitos do art. 170, principalmente aqueles previstos no §7º – não observância que, como vimos durante este trabalho, é entendida como infração legal pela CVM (passível de pena e multa pecuniária a serem aplicados ao responsável pelo ato) e entendida como critério de proteção e informação aos acionistas e outros interessados na marcha da companhia, por doutrinadores e pelo judiciário -, constituem um óbice para sua validade. E aqui, separamos os atos essenciais ao aumento de capital das companhias: (i) a proposta do aumento de capital, na qual deverão constar as justificativas pormenorizadas quanto aos aspectos econômicos que determinaram a escolha do critério adotado para fixação do preço das ações; e (ii) a assembleia geral, que é o negócio jurídico vinculante por meio do qual há a deliberação para aprovação da proposta e a sua efetiva aprovação ou reprovação.

Entendemos que a norma do art. 170, , §1º e §7º, por prever requisitos que devem revestir a proposta de aumento de capital que passará a ter efeitos, desde que confirmada pelo negócio jurídico que é a assembleia geral da companhia, sugere uma formalidade a ser seguida para que a deliberação confirmativa ou denegatória não seja eivada de vícios como erro ou ignorância, que são nada menos do que uma falsa representação da realidade que influencia de maneira determinante a manifestação de vontade. Esta não se formaria, ou se formaria diversamente, se o equívoco não existisse.

Segundo Orlando Gomes, ‘tendo sobre um fato ou sobre um preceito noção inexata ou incompleta, o agente emite sua vontade de modo diverso do que a manifestaria, se deles tivesse

---

<sup>351</sup> “Art. 166. É nulo o negócio jurídico quando: (...) IV - não revestir a forma prescrita em lei; V - for preterida alguma solenidade que a lei considere essencial para a sua validade;” (Lei 10.406/2002 - Código Civil de 2002).

conhecimento exato, ou completo' (Introdução, p. 417)"<sup>352</sup>. O que seria então a aprovação de uma deliberação para aumento de capital, da qual não se tenha ciência sobre os aspectos econômicos que justificaram a escolha dos critérios para fixação do preço de ações, se não uma deliberação influenciada por erro?! Ou mais, o que seria uma deliberação cujo o objeto, de aprovação ou denegação, não segue as formalidades prescritas em lei, se não uma deliberação nula?!

Por tais motivos, compartilhamos dos entendimentos de parte da doutrina ao entender que a deliberação assemblear, ou a assembleia como um todo, que aprova aumento de capital abusivo (com fixação de preço de ações sem justificativa ou exposição de motivos/critérios) poderá ser anulável se considerarmos que o acionista ou investidor emana uma declaração de vontade (de aprovar deliberação ou investir na companhia) sem que lhe sejam dispostos todos os elementos para a ciência da realidade econômica da companhia e, num cenário mais otimista, considerada, de pronto, como nula, tendo em vista que constitui um negócio jurídico que não reveste a forma prescrita em lei, isto é, prescrita pelo art. 170, §1º e §7º da Lei das S.A, nos termos do art. 166, IV, do Código Civil de 2002.

Nesse sentido, e sem fugir da intenção conclusiva, nos reportamos mais uma vez ao parecer elaborado por Walidirio Bulgarelli, o qual trouxemos no presente trabalho.

Mesmo na confecção de parecer jurídico datado de 16 (dezesesseis) anos prévios à edição da Lei 9.457/1997, que dentre outras providências, inseriu o §7º no art. 170 da Lei das S.A., o ilmo. professor já entendia como necessária à validade da norma do art. 170, §1º, a apresentação de justificativa para o aumento, sem a qual a deliberação que aprova o aumento se torna anulável

“(…)Tendo havido tanto a violação de norma legal imperativa (não obediência aos requisitos do art. 170, §1º, da L. n. 6.404/76 e ausência de justificativa para o aumento), quanto a manifesta existência de conflito de interesses, a deliberação da assembleia geral que aprovou o aumento é anulável, com a consequente reparação dos danos(…)”<sup>353</sup>.

---

<sup>352</sup> TEPEDINO, Gustavo, BARBOSA, Heloisa helena & MORAES, Maria Celina Bodin de. Código Civil interpretado conforme a Constituição de República. Rio de Janeiro: Renova, 2004, p. 268

<sup>353</sup> BULGARELLI, Waldirio. Sociedade por Ações – Assembleia Geral – Anulação – Poderes da Maioria e da Minoria – Aumento de Capital. Parecer. Revista Forense, n. 279, 1981, p. 147.

## CONCLUSÃO

De uma colônia regida pelo sistema legislativo português, e conseqüentemente pelos direitos canônico e romano, a um país independente, dotado de um próprio sistema legislativo, que diante das conjunturas econômicas desenhadas dentro de seu território, bem como aquelas que se desenharam ao redor do globo, desenvolveu sua política econômica, seu sistema legislativo, um mercado de capitais dentro de um sistema financeiro, o Brasil tem precedentes que justificam, de forma incontestável, a alocação das sociedades anônimas em sua história.

Após vivenciar diversas crises, um movimento de especulação que lastreou o início do sistema financeiro e do mercado de capitais, a elaboração de novas legislações adaptadas à novas pesquisas doutrinárias do direito estrangeiro e à novas realidades enfrentadas pelo país, o Brasil teve nas sociedades anônimas, à época das privatizações e nos anos que se seguiram, o tipo jurídico responsável por aquecer a economia e possibilitar a movimentação do país, levando investimentos para territórios estrangeiros e possibilitando a entrada de investimentos estrangeiros em nosso território nacional.

Com o desenvolvimento desse mercado de capitais, juntamente à elaboração de novas leis societárias, sucedido pela época de maior atividade das sociedades anônimas e da maior emissão de papéis, bem como incidência de operações societárias, foram desenvolvidas estruturas dentro das companhias, bem como órgãos destinados à operação. Nessas estruturas, muitas vezes havia a predominância de determinados titulares do capital, e naqueles órgãos, a detenção do poder operacional por outras pessoas, ou até mesmo as mesmas.

Diante dessa polarização e da estruturação das companhias, o direito societário se desenvolveu a ponto de acompanhar o ritmo imposto pela economia, mas com o aumento das operações e das atividades, surgiram também as dúvidas e os conflitos decorrentes da prática societária e do convívio de patrimônios em sociedade, dentre esses conflitos, aqueles relacionados à escolha de critérios para fixação do preço de emissão de ações, à avaliação das companhias e à precificação em geral, sendo que os mais antigos, abordados neste trabalho, datam do final dos anos 90.

Como se viu, existe uma abordagem histórica a respeito do problema, que se desenvolveu, ainda que com a evolução, para melhor, da legislação, por conta da subjetividade que cerca os preceitos da legislação e as condutas dos sujeitos que justificam seus atos com base em tal legislação.

A evolução da legislação societária e a adoção de determinados critérios para a fixação do preço de emissão de ações, bem como o estabelecimento de parâmetros para a conduta nessa emissão de ações, representou a introdução de temas e perguntas que demandaram uma abordagem interdisciplinar da questão. Por tal motivo, a abordagem sócio econômica do tema se fez essencial, sugerindo respostas para perguntas relacionadas à justiça do preço atribuído e encontrado, à restrição dos métodos de cálculo e avaliação utilizados, bem como à viabilidade da adoção de determinados métodos associados a critérios.

Afinal, quando se fala em preço de alguma coisa, se fala em dinheiro, onde somos levados aos cálculos, às finanças e dessa forma entramos numa seara que concilia fatores sociais, e casos fáticos, com conceitos e fatores econômicos, essenciais ao entendimento e junção da matéria jurídica com suas bases interdisciplinares.

Nesse sentido, foi possível determinar, por exemplo, a ampla aceitação e utilização do método do Fluxo de Caixa Descontado (DCF) pelos analistas e avaliadores econômicos, considerando que esse método de avaliação das companhias, é o mais preciso para apurar a capacidade da companhia de lucrar, gerar dinheiro, e portanto, definir qual é a perspectiva de rentabilidade da companhia. E ao se aproximar de um método entendido dessa forma pela doutrina, a sua aplicação pela administração da sociedade ou por quem propõe um aumento de capital, por exemplo, se dá de forma a alcançar e propiciar resultados e a execução de procedimentos mais justos.

Ao analisar os precedentes e os aspectos sócios econômicos da problemática da escolha de critérios para fixação do preço de emissão de ações, se viu que muitos dos termos e das ciências que desenvolveram os métodos de avaliação no ramo das finanças corporativas vieram da prática societária e econômica norte-americana, considerando, inclusive, a força econômica dessa região do globo, ao passo em que percebe-se uma influência muito grande nos conceitos

do direito comercial brasileiro advindos dos estudos e do direito comercial europeu, como por exemplo, o direito italiano.

Desses sistemas, quanto ao tema ventilado pelo presente trabalho, extrai-se que o direito norte-americano, pela criação de regras como a do *business judgement rule*, investiu para que as práticas da chamada “boa governança corporativa” fossem aprimoradas, criando deveres aos administradores para que eles pudessem servir às companhias com maior liberdade, no entanto essa liberdade, representada pela não revisão das decisões pelo poder judiciário, está condicionada ao cumprimento dos deveres, como de informação, lealdade e interesse social. Nesse sentido, em casos como os de proposta de aumento de capital e emissão de ações, exige-se do administrador uma decisão informada, refletida e desinteressada, sob pena de ter não o mérito, mas a forma de sua decisão revisada pelo poder judiciário o que, positivamente, é somado a um sistema de efetiva responsabilização dos administradores.

Esse sistema, vale dizer, ainda, contribuiu ao mercado de capitais brasileiros com o seu conceito de valor mobiliário, lá definido como *security*.

Quanto ao outro sistema analisado, o italiano, esse se assemelha muito ao sistema legislativo brasileiro, porque eu muito o inspirou. Seja pela teoria da empresa, ou pela positivação das normas para fixação do preço de emissão de ação, bem como de procedimentos de aumento de capital, em seu código, o direito italiano enraizou algumas muitas sementes no direito brasileiro, podendo, inclusive, ser elogiado pelo sistema de punição das infrações cometidas pela administração da companhia em atos como os estudados no presente trabalho, considerando ser um sistema rigoroso e de alta exigência probatória.

Analisados os precedentes, os aspectos sócios econômicos e a contribuição de outros sistemas, a análise do entendimento e dos aspectos do problema no direito brasileiro deixou de estar lastreada, como estaria se não o tivesse feito.

A legislação societária evoluiu, por diversas vezes, a ponto de o cerne do problema, qual seja a escolha de critérios para fixação do preço de emissão de ações, ser propositalmente corrigida, ou numa tentativa de correção, por meio da reorganização dos critérios previstos pela legislação para fixação do preço de emissão e pelo acréscimo do parágrafo 7º ao artigo 170 da

Lei das S.A., de modo que a legislação passou a prestigiar o critério da perspectiva de rentabilidade da companhia, associado ao consagrado método de avaliação do fluxo de caixa descontado, requerendo da administração da companhia, ainda, uma justificativa pormenorizada dos aspectos que guiam a escolha do critério para fixação do preço.

Diante do problema que se apresenta, de fato foi um enorme avanço, afinal existe uma norma que diz o que deve ser feito e como deve ser feito, isto é, um perfeito comando jurídico. No entanto, como ciência humana que é o direito, e por tratar de seres humanos e, muitas vezes, de relação entre particulares, se condiciona muitas regras à uma aplicação e á uma atuação subjetiva, isto é, de um sujeito. Nesse sentido, apesar do acerto na evolução da norma e de sua precisão técnica, ainda assim restaram alguns pontos em abertos.

Dentre esses pontos em aberto, está a vedação, entendida por parte da doutrina e aplicada pelos tribunais, da anulação de deliberação assemblear em desconformidade com os preceitos do artigo 170, sob a justificativa de que não seria uma norma de ordem pública e que a anulação de uma deliberação ou de uma assembleia como um todo seria prejudicial para a continuidade e desenvolvimento dos negócios da companhia; o que, conforme intentou-se demonstrar no presente trabalho, acomoda entendimento contrário, possibilitando inclusive a reflexão a respeito do tema, de maneira que pode-se pensar numa certa impunidade com relação a uma infração que pode ter efeitos graves e gerar graves prejuízos.

Assim, ressaltamos a hipótese trazida, por meio da crítica realizada, de se anular o negócio jurídico que é a assembleia ou a deliberação assemblear que aprova a emissão de ações dotada de vícios, irregularidades ou que cause prejuízos, considerando que a declaração emanada pelos votantes, muitas vezes, não terá o embasamento que deveria ter, pois lhes foi privada a ciência de determinados documentos e fatores ou porque foram ludibriados consoante uma justificativa errônea ou critérios baseados em premissas e parâmetros prejudiciais.

Ao menos, com relação aos prejuízos, e às responsabilidades, há um consenso na doutrina e nas searas judiciária e administrativa, que entendem, de forma uníssona, pela condenação dos sujeitos infratores que cometem atos de violação aos preceitos do artigo 170, e mais precisamente §1º e §7º, à reparação dos danos causados ao patrimônio de terceiros prejudicados, sendo, dessa maneira, um ponto fechado por ora.



**REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS**

ASCARELLI, Tullio. Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado. Campinas: Bookseller, 2001

BATISTA, Paulo Nogueira. O CONSENSO DE WASHINGTON, A visão neoliberal dos problemas latino-americanos. 1994. Disponível em <<http://www.consultapopular.org.br/sites/default/files/consenso%20de%20washington.pdf>>. Acesso em 04/06/2017

BODIE, Zvi e MERTON, Robert C. Finanças. Tradução de James Sunderland Cook. 3ª ed. Rev. ampl. Bookman, 2002

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C.; ALLEN, Franklin. Princípios de Finanças Corporativas. Tradução de Celso Roberto Paschoa. 10ª ed. AMHG Editora Ltda, 2013

BULGARELLI, Waldirio. Aumento de capital abusivo: prejuízo dos minoritários e vantagens indevidas dos majoritários, diluição injustificada da posição dos antigos acionistas. Revista Forense, n. 278, v. 78, 1982

\_\_\_\_\_. Sociedade por ações. Aumento abusivo de capital. Prejuízo dos minoritários e vantagens indevidas dos majoritários. Revista dos Tribunais, n. 555, v. 71, 1982

\_\_\_\_\_. Sociedade por ações. Assembleia geral. Anulação. Poderes da maioria e da minoria. Aumento de capital. Revista Forense. n. 261, v. 74, 1978

CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. Tratado de Direito Comercial Brasileiro, 1945.

CARVALHOSA, Modesto. Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. vol. 3. São Paulo: Saraiva, 2003

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. A história da CVM pelo olhar de seus ex-presidentes / George Vidor. – Rio de Janeiro: ANBIMA e BM&FBOVESPA, 2016. p. 18. Disponível em <[http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/CVM\\_40anos\\_LIVRO-COMPLETO-051216xtr.pdf](http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/CVM_40anos_LIVRO-COMPLETO-051216xtr.pdf)>.

\_\_\_\_\_. O mercado de valores mobiliários brasileiro / Comissão de Valores Mobiliários. 3. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014. P. 57. Disponível em <<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/publicacao/LivrosCVM.html#Derivativos>>. Acesso em 05/06/2017

COELHO, Fabio Ulhoa. Curso de Direito Comercial. 7. ed., São Paulo: Saraiva, 2003.

COMPARATO, Fabio Konder. A fixação do preço de emissão das ações no aumento de capital da sociedade anônima. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n. 81, v. 30, 1991.

COUTO SILVA, Alexandre (Coord). *Direito Societário: estudo sobre a Lei de Sociedades por Ações*. São Paulo: Saraiva, 2013

DOMINGUES, Paulo de Tarso. *Do Capital Social: Noção, Princípios e Funções*. 2. Ed. Coimbra: Coimbra Editora, 2004

DONAGGIO, Angela Rita Franco. *Governança Corporativa e novo mercado : proteção ao investidor e falhas no marco regulatório*. São Paulo: Saraiva, 2012.

EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada. Volume I – Arts. 1º a 120*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 91.

\_\_\_\_\_. *A Lei das S/A Comentada. Volume II – Arts. 121 a 188*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 91.

\_\_\_\_\_. *A Lei das S/A Comentada. Volume III – Arts. 189 a 300*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 91.

GODOY, Carlos Roberto de. *Comparação teórica e prática entre os métodos de contabilidade para combinações de empresas*. 2000. 243 f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2000

HILDEBRAND GARCIA, Alexandre. *A Redução do Capital Social (em companhias abertas e fechadas)*. 2009. 186 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009

LAMY FILHO, Alfredo; e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A. 2ª ed., v. 2*. Rio de Janeiro: Renovar, 1996

LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sergio. *Lei de Sociedades por Ações anotada*. 4. ed., rev. atual. e ampl. São Paulo: Saraiva, 2012.

LEITE, Marcelo Pires. *A BM&FBOVESPA: a construção de um mercado nacional de bolsa de valores, mercadorias e futuros no Brasil*. 2011. 148 f. Dissertação (Mestrado em Políticas Públicas, Estratégias e Desenvolvimento). Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2011.

LORIA, Eli. *Estrutura e função do capital social na companhia aberta*. 2009, 140 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009

\_\_\_\_\_. *Companhia Aberta: Objeto Social e Operações de Risco*. 2012. 210 f. Dissertação (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012

LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 1º a 120)*, vol. 1. Rio de Janeiro: Renovar, 2009

\_\_\_\_\_. Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 121 a 188), vol. 2. Rio de Janeiro: Renovar, 2009

\_\_\_\_\_. Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 189 a 300), vol. 3. Rio de Janeiro: Renovar, 2009

NARDI, Roberto Yocisuke Soejima. Criação de valor em fusões e aquisições: a influência do sentimento de mercado. 2012. 108 f. Dissertação (Mestrado em Ciências) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012.

NEGRÃO, Ricardo. Direito empresarial : estudo unificado – 6. ed. – São Paulo : Saraiva, 2015

OLGUIN, Pedro Rocha. A importância da golden share no direito empresarial brasileiro e as novas possibilidades de utilização na sucessão empresarial. Disponível em <[http://www.ambitojuridico.com.br/site/?n\\_link=revista\\_artigos\\_leitura&artigo\\_id=12415](http://www.ambitojuridico.com.br/site/?n_link=revista_artigos_leitura&artigo_id=12415)>. Acesso em 04/06/2017.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia - Conceitos Fundamentais. Rio de Janeiro: Forense, 1989,

PENTEADO, Mauro Rodrigues. Aumentos de Capital das Sociedades Anônimas. São Paulo: Saraiva, 1988

PEREIRA FILHO, Valdir Carlos. Títulos e Valores Mobiliários Escriturais: Aspectos Decorrentes da sua internacionalização. 2012. 118 f. Dissertação (Doutorado em Direito) - Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012

REQUIÃO, Rubens. Curso de direito comercial: volume 1 – 33. Ed., ver. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014

ROCHA, Fátima Gomes. Revista Perspectivas em ciência da informação, vol. 2, n.º 2, Belo Horizonte: ECI UFMG, 1997. Disponível em <<http://portaldeperiodicos.eci.ufmg.br/index.php/pci/article/viewFile/633/422>>. Acesso em 04/06/2017

RUDGE, L. F. CAVALCANTE, F. Mercado de capitais. 3.ed.rev.aum. Belo Horizonte – MG: CNBV, 1996

SANTAGADA, Salvatore. Revista Eletrônica de Indicadores Econômicos FEE. v.17, n.4, 1990

SANTOS, Pablo de Paula Saul. Responsabilidade civil: origem e pressupostos gerais. Disponível em <<https://goo.gl/AwtW9U>>. Acesso em 05/06/2017

TANURE, Fabricio Duarte. A Responsabilidade Administrativa no Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro. 2005. 46 f. Monografia (Graduação em Economia) – Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2005.

VALVERDE, Trajano de Miranda. Sociedades por Ações. Rio de Janeiro: Forense, 3ª ed., v. 1, 1959