

**REVISTA SEMESTRAL DE  
DIREITO EMPRESARIAL**

**Nº 21**

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho  
da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Rio de Janeiro  
**julho / dezembro de 2017**



Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (Prof. Alexandre Ferreira de Assumpção Alves, Prof. Eduardo Henrique Raymundo Von Adamovich, Prof. Eduardo Takemi Dutra dos Santos Kataoka, Prof. Enzo Baiocchi, Prof. Ivan Garcia, Prof. João Batista Berthier Leite Soares, Prof. José Carlos Vaz e Dias, Prof. José Gabriel Assis de Almeida, Prof. Leonardo da Silva Sant'Anna, Prof. Marcelo Leonardo Tavares, Prof. Mauricio Moreira Menezes, Prof. Rodrigo Lychowski e Prof. Sérgio Campinho).

**Editores:** Sérgio Campinho e Mauricio Moreira Menezes.

**Conselho Editorial:** Alexandre Ferreira de Assumpção Alves (UERJ), António José Avelãs Nunes (Universidade de Coimbra), Carmem Tibúrcio (UERJ), Fábio Ulhoa Coelho (PUC-SP), Jean E. Kalicki (Georgetown University Law School), John H. Rooney Jr. (University of Miami Law School), Jorge Manuel Coutinho de Abreu (Universidade de Coimbra), José de Oliveira Ascensão (Universidade Clássica de Lisboa), Luiz Edson Fachin (UFPR), Marie-Hélène Bon (Université des Sciences Sociales de Toulouse), Paulo Fernando Campos Salles de Toledo (USP), Peter-Christian Müller-Graff (Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg) e Werner Ebke (Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg).

**Conselho Executivo:** Carlos Martins Neto, Enzo Baiocchi, Leonardo da Silva Sant'Anna, Mariana Campinho, Mariana Pinto, Nicholas Furlan Di Biase e Viviane Perez.

**Pareceristas Deste Número:** Adem Bafti (UNIVAP), Gerson Branco (UFRGS), José Gabriel Assis de Almeida (UERJ), Milena Donato Oliva (UERJ), Samuel Max Gabbay (IFRJ) e Tula Wesendonck (UFRGS).

**PATROCINADORES:**

**CAMPINHO**  
ADVOGADOS

**MOREIRA MENEZES . MARTINS**  
ADVOGADOS

ISSN 1983-5264

CIP-Brasil. Catalogação-na-fonte  
Sindicato Nacional dos Editores de Livros, RJ.

---

Revista semestral de direito empresarial. — nº 21 (julho/dezembro 2017)

. — Rio de Janeiro: Processo, 2007-.

v.

UERJ

Campinho Advogados

Moreira Menezes, Martins, Advogados

Semestral

1. Direito — Periódicos brasileiros e estrangeiros.

94-1416.

CDU — 236(104)

---

\* Publicada no segundo semestre de 2018.

# **O REGIME JURÍDICO DA FIXAÇÃO DO PREÇO DE EMISSÃO DAS AÇÕES NO AUMENTO DE CAPITAL<sup>1</sup>**

## **THE LEGAL REGIME OF THE FIXING OF THE ISSUE PRICE OF SHARES IN CAPITAL INCREASES**

*Arnoldo Wald  
Giovanna Mazetto Gallo*

*Resumo:* O presente artigo tem por objetivo analisar os critérios previstos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei das Sociedades por Ações) para a fixação do preço de emissão de ações no aumento de capital, destacando a importância do interesse social, à luz da doutrina e jurisprudência. Tais critérios são (i) a perspectiva de rentabilidade da companhia; (ii) o valor do patrimônio líquido da ação; e (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.

*Palavras-chave:* Sociedades por ações. Preço de emissão de ações. Critérios para fixação. Interesse Social. Art. 170 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei das Sociedades por Ações).

*Abstract:* This paper intends to analyze the criteria set forth in Law 6,404 of December 15, 1976 (Brazilian Corporation Law) to determine the issue price of shares in capital increases, highlighting the

---

<sup>1</sup> Artigo recebido em 31.11.2018 e aceito em 10.12.2018.

importance of corporate interest, taking into consideration the opinion of legal experts and the decisions of CVM (the Brazilian agency corresponding to the United States SEC) and the Superior Courts. These criteria are (i) the profit expectations of the company; (ii) the net worth of the share; and (iii) the quotation of the shares on the Stock Exchange or organized over-the-counter market, admitting premium or discount value due resulting from market conditions.

*Keywords:* Corporations. Share issue price. Criteria for fixing. Corporate Interest. Art. 170 of Law 6404, of December 15, 1976 (Brazilian Corporation Law).

*Sumário:* Introdução. 1. Critérios previstos na Lei nº 6.404/1976. 2. A importância do interesse social na fixação do preço de emissão. 3. Jurisprudência. Conclusão.

## **Introdução.**

O tema da fixação do preço de emissão das ações em aumento de capital vem sendo debatido há tempos, mas continua chamando atenção e trazendo desafios para administradores, acionistas e assessores financeiros, especialmente quando envolve diluição da participação dos acionistas.

O interesse social, para fins de fixação do preço de emissão, corresponde ao maior valor que torne possível a subscrição do total das ações emitidas na operação, de forma que a companhia possa captar integralmente o montante necessário, conforme já declarou a Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”).<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup> Ver Pareceres de Orientação CVM nº 1 (de 27 de setembro de 1978) e nº 5 (de 3 de dezembro de 1979) e Processo CVM nº RJ 2010/16884, julgado em 17 de dezembro de 2013, voto do Diretor Relator Otávio Yazbek.

Devemos ter em consideração que o interesse da companhia se sobrepõe aos interesses individuais dos acionistas e justifica a eventual diluição decorrente do aumento de capital em situações específicas e justificadas, de acordo com as regras estabelecidas pela Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (“LSA” ou “Lei nº 6.404/1976”).

Neste artigo, discutiremos os critérios aceitos para a fixação do preço de emissão de ações no aumento de capital, destacando a importância do interesse social, à luz da doutrina e jurisprudência.

Tais critérios são (i) a perspectiva de rentabilidade da companhia; (ii) o valor do patrimônio líquido da ação; e (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.

## **1. Critérios previstos na Lei nº 6.404/1976.**

O preço de emissão de ações deve ser fixado com base em um ou mais critérios estabelecidos no art. 170, § 1º, da LSA, sendo o valor da cotação das ações considerado o mais adequado nos casos de companhia aberta.

Tratando do preço de emissão das ações em aumento de capital, o art. 170 da Lei nº 6.404/1976 com a redação da Lei nº 9.457, de 5 de maio de 1997 (“Lei nº 9.457/1997”), dispõe:

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.

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

[...]

§ 7º. A proposta de aumento de capital deverá esclarecer qual o critério adotado nos termos do § 1º deste artigo, justificando pormenorizadamente os aspectos econômicos que determinaram a sua escolha.

A Lei nº 9.457/1997, além de explicitar as disposições da Lei nº 6.404/1976, permitiu a adoção alternativa e cumulativa dos critérios enunciados no seu art. 170, §1º, estabelecendo que, em se tratando de aumentos de capital, através da emissão de novas ações, o preço de emissão das ações deverá ser fixado levando-se em consideração os seguintes três parâmetros:

- (i) perspectivas de rentabilidade da companhia;
- (ii) o valor do patrimônio líquido; e
- (iii) o valor da cotação das ações no mercado.

Esclarecendo a evolução legislativa, esclarece Nelson Eizirik, invocando a lição de Fábio Konder Comparado, que:

A nova redação da norma visou a corrigir os equívocos de interpretação até então verificados, ficando claro que não é necessário que a companhia utilize os 3 (três) critérios em conjunto, ou faça qualquer ponderação entre eles. Pode, portanto, ser legitimamente utilizado um dos critérios ou efetivar-se uma ponderação entre 2 (dois) ou os 3 (três) deles, por decisão fundamentada da companhia. Confirmou-se o objeto original da Lei das S.A. de conferir um poder discricionário ao órgão que decide o aumento de capital – assembleia



geral ou conselho de administração – no estabelecimento do preço de emissão das ações por ocasião do aumento de capital.<sup>3</sup>

O propósito do legislador, ao ditar os preceitos disciplinadores da fixação do preço de emissão de ações, foi, declaradamente, o de evitar uma diluição injustificada da participação dos antigos acionistas.

Aliás, a exposição de motivos da Lei nº 6.404/1976 esclareceu que as novas ações devem ser emitidas por preço compatível com o valor econômico da ação (de troca, de patrimônio líquido ou de rentabilidade) e não pelo valor nominal.

Salienta que a emissão de ações pelo valor nominal, quando a companhia pode estabelecer preço superior, conduz à diluição desnecessária e injustificada da participação dos acionistas, que não têm condições de acompanhar o aumento.

De fato, a existência do direito de preferência nem sempre oferece proteção suficiente a todos os acionistas. A emissão de ações pelo valor econômico é a solução que melhor assegura os interesses dos acionistas, inclusive daqueles que não subscreverem o aumento, e por isto deve ser adotada pelos órgãos competentes para deliberar sobre o aumento de capital, como explicita a exposição de motivos.

Nos primórdios de vigência da LSA, a CVM manifestou o seu entendimento acerca da disciplina da matéria, fazendo ponderações que permanecem atuais, salientando:

[...] 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

---

3 EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011, v. II, p. 497.

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 [...]. O que se deve esperar de uma Companhia Aberta é que não fique ela indiferente ao mercado de suas ações. Através, principalmente, de uma constante divulgação sobre sua real situação e potencialidades, estará a companhia contribuindo para o surgimento de um mercado real, para suas ações, ou seja, um mais eficiente e natural caminho para sua capitalização. Atendendo a esta filosofia, portanto, é que deve ser considerado como dever da Companhia Aberta sempre envidar seus maiores esforços no sentido de fazer com que o mercado venha a refletir o real valor de suas ações. E é dentro deste princípio que deverá sempre ser analisada a ocorrência da mencionada hipótese de “diluição justificada” da participação dos antigos acionistas, hipótese esta indiretamente admitida pelo comentário parágrafo 1º do art. 170.<sup>4</sup>

Mais especificamente, salientou o Parecer de Orientação expedido pela CVM, nº 5, de 3 de dezembro de 1979 que, nas companhias abertas, dentre os três critérios enunciados pelo § 1º do art. 170 da LSA, o relativo à cotação das ações no mercado tenderá a assumir especial importância, representando o principal parâmetro.

A doutrina tem ressaltado que a norma do art. 170, §1º, da Lei nº 6.404/76 não fixa um comportamento formalista ou estritamente vinculado para o órgão societário incumbido de determinar o preço de emissões de ações de aumento de capital, mas confere-lhe um poder relativamente discricionário, pela fixação de um quadro de referências, dentro do qual pode ser determinado esse preço, de acordo

---

4 Pareceres de Orientação CVM nº 1 (de 27 de setembro de 1978) da Comissão de Valores Mobiliários.

com as circunstâncias de cada caso concreto e em função do interesse societário, respeitados os direitos dos minoritários.

Neste ponto, resta clara a importância da explicitação, tanto na proposta da administração quanto na própria assembleia que deliberará o aumento, sobre os critérios e números que foram levados em consideração para a fixação do preço de emissão.

Salientam ainda os Professores Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira que a lei não exige que o preço de emissão seja fixado segundo os três critérios de avaliação que menciona, mas apenas “tendo em vista” esses critérios.<sup>5</sup> E esclarecem ainda que a única justificativa para a diluição da participação dos acionistas é o interesse da companhia, sendo legítima na medida em que se impõe para atender ao interesse social, tema tratado no capítulo subsequente.

Com a reforma procedida pela Lei nº 9.457/1997, deve-se entender que, mesmo adotados cumulativamente, poderá haver a prevalência de somente um dos três parâmetros sobre os demais, quando da fixação do preço de uma nova emissão daquela ação, principalmente em função da situação do mercado de ações, à época da emissão.

O primeiro dos critérios, enunciado no inciso I do § 1º art. 170 da LSA – perspectiva de rentabilidade da companhia – de natureza estimativa, consiste no valor presente da ação, baseado nos lucros que estão projetados para a ação. Está fundado, portanto, na participação do acionista nos lucros sociais. Este critério é muito utilizado nos aumentos que visam à entrada de novos investidores em *startups* e outras sociedades anônimas de capital fechado.

Já o valor de patrimônio líquido (art. 170, § 1º, inciso II, da LSA) tem por pressuposto o direito do sócio de participar do acervo social, ou seja, a parte do patrimônio da sociedade que caberá à ação,

---

5 LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luis Bulhões. *A Lei das S/A (pressupostos, elaboração, aplicação)*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992, p. 502-503.

no caso de liquidação da sociedade, em função da fração que lhe é correspondente.

Quanto ao valor de cotação no mercado (art. 170, § 1º, inciso III, da LSA) tem por fundamento o preço pelo qual a ação pode ser vendida no mercado e depende de vários fatores, que influenciam diretamente o mercado de ações ou o mercado balcão organizado. Por este motivo, admitiu o legislador que fossem considerados o ágio ou o deságio na cotação das ações. Como já mencionado, este é o critério que deve prevalecer nas companhias abertas.

Resta claro, pelo exame dos dispositivos acima referidos, que a principal preocupação da LSA consiste em evitar a diluição injustificada da participação dos antigos acionistas da companhia que, mesmo tendo direito de preferência à subscrição, não o exerçam e é justamente aí que interessa estudar mais detalhadamente a importância do interesse social na etapa de fixação do preço de emissão de ações.

## **2. A importância do interesse social na fixação do preço de emissão.**

O interesse social pode ser definido como o interesse comum dos acionistas convergente com o interesse geral da coletividade. Pode-se dizer que o interesse social tem tanto um aspecto *stricto sensu*, que se revela através da conjunção da vontade dos sócios nas deliberações assembleares, quanto um aspecto *lato sensu*, qual seja, o interesse da empresa e da coletividade.<sup>6</sup>

A LSA destaca o papel institucional das sociedades por ações e a função social que estas devem desempenhar em diversos momentos. O art. 116, parágrafo único, dispõe:

---

<sup>6</sup> WALD, Alexandre de Mendonça. Acordo de acionistas e interesses sociais. In: WALD, Arnaldo; FONSECA, Rodrigo Garcia da (Coords.). *A empresa no terceiro milênio*: aspectos jurídicos. São Paulo: Juarez de Oliveira Editora, 2005, p. 81.

Art. 116. [...] Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.

Surgiu, no âmbito das sociedades, como corolário da função social da propriedade constitucionalmente protegida, a função social do poder econômico, mediante a atribuição de deveres e responsabilidades aos acionistas controladores, titulares do referido poder no âmbito das sociedades.<sup>7</sup>

Assim, como já salientara Pierre Sudreau há mais de meio século, no mundo inteiro, a empresa se tornou “o instrumento do progresso econômico e técnico”,<sup>8</sup> sendo que, no Brasil, tem também uma função social que se concilia com a função econômica, cabendo pois ao controlador assegurar a sobrevivência da empresa e o cumprimento da sua missão no interesse tanto dos acionistas como da coletividade. É este o sentido do interesse social, ou seja, da função social tanto da empresa como da propriedade e do contrato.<sup>9</sup>

Como bem salienta o Professor Lamy, o poder empresarial deve ser disciplinado e balizado pelo interesse público de que participa. Este é o pensar comum não apenas dos estudiosos da matéria, mas também dos empresários conscientes de que desempenham um papel de importância ímpar no mundo atual.<sup>10</sup>

---

7 Ibidem. p. 81.

8 SUDREAU, Pierre. *La Réforme de l'Entreprise*, Paris: Documentation Française, 1975, p. 17-18.

9 REALE, Miguel. *Lições preliminares de direito*, 6. ed, São Paulo: Saraiva, 1979, e “O novo Código Civil”, In: *Debates*, 24, Reunião realizada em 21.05.2003, na sede da FIESP/CIESP.

10 LAMY FILHO, Alfredo. *Temas de S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 153. Confira-se: “É conhecido o debate, travado entre os Profs. Adolfo Berle e Merrick Dodd Jr., através da Harvard

O equilíbrio externo entre as duas funções da empresa e o interno entre acionistas controladores e minoritários é dinâmico, flexível, e se torna mais delicado nos momentos de crise, quando necessita de uma química fina para encontrar soluções úteis, eficientes e equitativas.

Especificamente no que tange à fixação do preço das ações, o que deve ser perquirido, no sentido de evitar deliberações abusivas e contrárias ao interesse social, é se foi adotado parâmetro ou parâmetros compatíveis com o valor econômico da ação, assim considerado, para os efeitos do disposto no Parecer de Orientação nº 1 da CVM, como o de troca, o patrimonial ou o de rentabilidade. De acordo com o Parecer CVM nº 5, tratando-se ações negociadas em bolsa de valores, deve ser preferencialmente, escolhido o preço de cotação da ação no mercado, reitera-se.

Referida conclusão é confirmada por julgados da CVM e dos tribunais superiores, como se extrai do capítulo abaixo.

---

Law Review, anos 1931-1932, sobre o problema, em que o primeiro sustentava que os poderes e responsabilidades dos administradores são, necessariamente, e em todas as hipóteses, 'exercisable only for the ratable benefit of all the stockholders as their interest appears', enquanto o segundo aditava que o uso da propriedade privada envolvia fundamentalmente o interesse público ('deeply affected with a public interest'), e a opinião pública cada vez tomava maior consciência do fato. Esse debate, dos mais esclarecedores, terminou com a concordância de Berle 'at least for the time being' com as teses de Dodd – como se lê no seu livro *The 20th Century Capitalist Revolution*, N.Y., 1954, pág. 169. No estudo de Eugene Rostow então Dean of the Law School, Yale University ('To whom and for what ends is corporate management responsible?' – publicado no livro de E. Masson *The Corporation in Modern Society*, ed. Atheneum, N.Y., 1975, p. 456 e ss.), cita ele a manifestação do Justice Douglas, então Chairman da Securities and Exchange Commission que vale transcrever: 'Hoje é geralmente reconhecido que todas as companhias possuem um elemento de interesse público. O diretor de uma sociedade deve pensar não somente em função dos acionistas mas também do trabalhador, do fornecedor, do vendedor e do consumidor último de seus produtos. Nossa economia é como uma corrente que não será mais forte que qualquer de seus elos'. No mesmo sentido o pensamento de Einmhal, num estudo sobre a reforma das sociedades anônima na Alemanha, (publicado na *Revue Trimestrielle de Droit Commercial*, tomo XXI, 1968, pág. 563), quando assinala que os empresários 'já se deram conta de que têm mais deveres para economia como um todo que perante os detentores do capital social.'

### 3. Jurisprudência.

O colegiado da CVM, examinando recurso protocolado por Santa Fé Aquarius Fundo de Investimentos Multimercado, na qualidade de acionista do Banco Bradesco S.A., em face de decisão da Superintendência de Relações com Empresas (“SEP”) acerca de suposta violação ao art. 170, §§ 1º e 7º, da LSA, asseverou que:

[...] a lei regula detalhadamente a fixação do preço atribuído às ações emitidas no âmbito do aumento de capital. O controle de legalidade se dá, portanto, na determinação do preço de emissão das ações, e o seu critério é o da observância do valor econômico, calculado conforme o § 1º do art. 170 e pormenorizadamente justificado, nos termos do § 7º do mesmo dispositivo.

Inicialmente deve-se frisar [...] que a lei acionária não estabelece uma fórmula rígida para a fixação do preço de emissão. O que se depreende do texto legal é que o preço das novas ações deve ser estabelecido “tendo em vista” a perspectiva de rentabilidade da companhia, o valor do patrimônio líquido contábil da ação, a cotação das ações no mercado em que forem negociadas ou, ainda, uma combinação entre dois ou três desses valores. A doutrina também reconhece, ante a locução “tendo em vista”, que o poder de fixar o preço de emissão é um poder que se pode caracterizar como discricionário, cujo exercício deve obedecer ao interesse social.<sup>11</sup>

No mesmo Processo nº RJ 2010/16884, o Diretor Relator enfatizou que o poder de fixar o preço de emissão é discricionário e deve ser orientado pelo interesse social, nos seguintes termos:

[...] de maneira um tanto o quanto esquemática, o processo de fixação do preço de emissão da se-

---

11 Processo CVM nº RJ 2010/16884. Colegiado. Relator: Dir. Otávio Yazbek. Data de Julgamento: 17 dez. 2013.

guinte forma: adota-se, como ponto de partida para a fixação do preço de emissão, o valor correspondente ao(s) critério(s) do § 1º do art. 170 que melhor atenda(m) ao interesse da companhia, utilizando-se, para tal escolha, fundamentos verdadeiros e consistentes acerca da situação da companhia, inclusive em face do setor em que atua [...] o valor ou os valores eleitos devem ser ajustados às peculiaridades do caso concreto por meio de uma ponderação que considere, fundamentalmente, a potencial demanda pelas ações da companhia. Esta ponderação é igualmente discricionária e, como não poderia deixar de ser, deve ser sempre orientada pelo interesse social. Aqui é importante abrir um parêntese para esclarecer o que se deve entender, especificamente no que diz respeito a esta matéria, pela referência ao interesse social. Sem prejuízo das difíceis discussões teóricas acerca do seu significado, o interesse social, no que tange à fixação do preço de emissão, corresponde ao maior valor que torne possível a subscrição do total das ações emitidas na operação, de forma que a companhia possa captar integralmente o montante que lhe é necessário. Em outras palavras, o interesse da companhia está, a rigor, em obter o menor custo de capital possível no seu financiamento via emissão de ações.

Os tribunais liderados pelo STJ também já trataram do tema, ressaltando a necessidade de exame das circunstâncias concretas, específicas de cada caso, para verificar se houve diluição justificada. Assim, O Superior Tribunal de Justiça decidiu que:

E, no caso, [...] necessário é verificar a situação concreta da empresa, a viabilidade de colocação das ações no mercado, sendo uma interpretação baldia de lógica pretender que a regra jurídica apontada como violada possa impor limitações específicas diante dos termos empregados e da realidade do mercado de ações e da própria vida empresarial. Não há lei que possa, em uma economia de mercado, impor um preço certo para a emissão de ações, considerando as peculiaridades de cada



momento da circulação do capital, ainda mais em se tratando de operações em bolsa, subordinadas a múltiplas variáveis, como é de comum sabença. O que a lei comanda é que se tenha presente tais critérios como balizas e que não haja diluição injustificada dos antigos acionistas.<sup>12</sup>

O Superior Tribunal de Justiça (STJ), pronunciando-se sobre aumento de capital do Banco do Brasil S.A., ocorrido em 1996, reiterou que o interesse da companhia se sobrepõe aos interesses individuais dos acionistas<sup>13</sup> e esclareceu que, quando a sobrevivência da companhia (ou, no caso, da instituição financeira) está ameaçada, justifica-se claramente o aumento de capital confirmando, assim, decisão estadual pelos seguintes fundamentos:

[...] concluiu o tribunal que não ficou demonstrado que o aumento do capital social do Banco causou reais prejuízos aos sócios minoritários. Mas, ainda

---

12 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Agravo Regimental no Agravo de Instrumento – AgRg no Ag nº 148.507/DF. Terceira Turma. Relator: Min. Waldemar Zveiter. Voto-vista do Ministro Carlos Alberto Menezes. Data de Julgamento: 9 set. 1997. No mesmo sentido: SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Apelação – APL nº 0205724-46.2010.8.26.0100. Terceira Câmara de Direito Privado. Relator: Des. Egidio Giacoia. Data de Julgamento: 23 out. 2012. Sobre a subjetividade da aplicação do art. 170, §1º, da LSA, considerando-o norma não cogente: BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial – REsp nº 1.190.755/RJ. Quarta Turma. Relator: Min. Luis Felipe Salomão. Data de Julgamento: 21 de jun. 2011.

13 Neste sentido, ver também a posição dos Tribunais estaduais e especialmente do RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. Apelação – APL nº 0128482-56.2003.8.19.0001. Nona Câmara Cível. Relator: Des. Carlos Santos de Oliveira. Data de Julgamento: 29 abr. 2008: “E [a diluição] será justificada quando se verificar que a companhia necessita de novos recursos e o valor patrimonial da ação não se mostrar viável no mercado de ações, de forma a parecer justificável que os antigos acionistas suportem prejuízo para posteriormente assegurar ganhos para a sociedade. Em outras palavras, o interesse da companhia justifica a diluição, de modo a subordinar os interesses individuais dos acionistas ao interesse daquela [...]. Retornando, pelo que acima consta, o que o direito veda é, em primeiro lugar, a fixação do preço de emissão em valor inferior ao valor nominal da ação, quando existente, e em segundo lugar, que com a emissão de ações a participação do antigo acionário seja diluída injustificadamente. Fora estas questões, não concerne ao direito adentrar na fixação do valor de emissão das ações questão que admite grande número de variáveis e que deve ser mantida na zona de discricionariedade da administração e da assembleia geral da sociedade.”

que isso tenha ocorrido, considerou que o procedimento adotado era essencial à sobrevivência do Banco do Brasil. Ademais, diz que foi regularmente garantido o direito de preferência na aquisição de novas ações. [...] Quanto à fixação do preço das ações, foi devidamente demonstrado no acórdão que a situação da sociedade exigia medidas emergenciais concretas, diante da impossibilidade de se determinar o preço em função da cotação das ações no mercado. O tribunal estadual levou em consideração as provas para afirmar que não houve diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, mas, sim, necessidade imperiosa de aumento do capital do Banco, ficando garantido o direito de preferência dos acionistas da sociedade por um preço não considerado inviável a impedir a subscrição.<sup>14</sup>

## **Conclusão.**

O aumento de capital, de altíssima relevância para sociedade em diversos momentos (podendo ser, até mesmo, crucial para sua sobrevivência), deve cumprir todos os requisitos estabelecidos na LSA.

A fixação do preço de emissão das ações deve observar estritamente os critérios nela estabelecidos, mas há (e é imperativo que haja) margem para discricionariedade dos administradores e órgãos que devem deliberar sobre o aumento, que deverão observar as peculiaridades da companhia, do mercado e do momento, para definir o melhor ou os melhores critérios, balanceando-os conforme permite a lei.

Assim, diante do exposto, é possível concluir que:

---

14 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial – REsp nº 633.748/RS. Terceira Turma. Relator: Min Castro Filho. Julgado em 14 fev. 2006.

- (i) o preço de emissão de ações deve ser fixado com base em um ou mais critérios estabelecidos no art. 170, § 1º, da LSA, sendo o valor da cotação das ações considerado o mais adequado nos casos de companhia aberta;
- (ii) é permitida a aplicação de ágio e deságio, considerando as condições de mercado;
- (iii) a proposta de aumento de capital deve esclarecer o critério escolhido e justificá-lo diante da situação econômica da companhia e do mercado em geral;
- (iv) o aumento de capital deve atender ao interesse social, em todos os seus aspectos;
- (v) o interesse social, para fins de fixação do preço de emissão, corresponde ao maior valor que torne possível a subscrição do total das ações emitidas na operação, de forma que a companhia possa captar integralmente o montante que lhe é necessário, conforme já esclarecido pelo Colegiado da CVM; e
- (vi) o interesse da companhia se sobrepõe aos interesses individuais dos acionistas e justifica a eventual diluição decorrente do aumento de capital, diante das circunstâncias e da situação econômico-financeira em que a empresa se encontra.

