

SOCIEDADE ANÔNIMA. COBRANÇA DE ÁGIO, PELA SOCIEDADE, SOBRE AS AÇÕES EMITIDAS PARA CONSTITUIÇÃO OU AUMENTO DE CAPITAL

A cobrança de ágio pelas sociedades anônimas sobre as ações emitidas para constituição ou aumento de capital, com não ter sido prevista em lei, salvo em normas de natureza fiscal, não foi expressamente proibida.

O artigo 15 do Decreto-lei n.º 2627/40, todavia, proíbe expressamente as sociedades de negociarem com as próprias ações. E o seu parágrafo único ressalva que nessa proibição não se compreendem as operações de resgate, reembolso, amortização ou compra, previstas em lei (grifo nosso).

O artigo 16 trata do resgate; o 17, do reembolso; o 18, da amortização; e o 19, da compra. Nenhuma das exceções previstas à proibição do artigo 15 citado, trata de cobrança de ágio.

Diversos autores consultados mostraram-se evasivos, na conceituação dessa proibição. Limitam-se a relacionar alguns exemplos, na esteira dos comentários de CARVALHO DE MENDONÇA (*Tratado de Direito Comercial Brasileiro*, vol. IV, número 1199, pág. 61 e segs.): “Além disso, apreciando-se a ação como título de crédito, a compra das ações com o dinheiro da sociedade importaria na redução clandestina do capital social, em prejuízo da empresa e da garantia oferecida aos credores... Depois, a compra e venda das ações da sociedade, por conta desta, é perigoso expediente para especulações escandalosas. A sociedade, por seus administradores, *influiria na cotação das próprias ações, criando altos valores fictícios*, para acobertar o seu descrédito ou insolvência” (grifos também nossos). A seguir, desenvolve o eminente tratadista a hipótese aventada, concluindo pela ilicitude das operações de bolsa feitas pela sociedade sobre os seus títulos.

Já a interpretação de VALVERDE (*Sociedades por Ações*, I, n.º 104) admite a compra das próprias ações, pelas sociedades anônimas, para terceiros ou por conta destes, o que também poderia vir a resultar nas especulações escandalosas de que fala CARVALHO DE MENDONÇA. Mais adiante admite ainda VALVERDE a venda de ações da própria sociedade integrantes do patrimônio de sociedade incorporada.

Como se vê, o artigo minguou de significado de um para outro autor. A admissão de cobrança de ágio pelas sociedades anônimas sobre o valor nominal das suas ações contribuiria para o desaparecimento da incômoda norma.

TÚLIO ASCARELLI no seu magnífico trabalho *Teoria Geral dos Títulos de Crédito*, ed. Saraiva, 2.ª edição, pág. 134, n.º 2, doutrina:

“A ação não constitui um título independente; o art. 165 (Art. 2.º dec.-lei 2627/40, no direito brasileiro) determina que as ações devem mencionar o nome da sociedade, a data do ato de constituição e da sua publicação, com a indicação do lugar

em que foi esta realizada, o montante do capital social, o número e a soma total das ações e a duração da sociedade.

“Através dessas referências, os direitos dos acionistas são os disciplinados no estatuto social, nas suas modificações sucessivas e nas deliberações das assembléias.

“À vista dos princípios das sociedades comerciais, o direito cartular é o disciplinado no estatuto e nas suas modificações sucessivas; as cláusulas extra-estatutárias, portanto, podem ter, apenas, o valor de convenções extra-cartulares.

Por isso a sociedade não pode opor ao acionista cláusulas extra-estatutárias... *omissis*.

“Com efeito, sendo títulos de créditos, as ações estão sujeitas aos princípios expendidos ao tratarmos da literalidade, própria a todos os títulos de crédito.”

Na pág. 37 op. cit., o Autor define a literalidade:

“A literalidade, que a doutrina comum eleva a traço característico de todos os títulos de crédito e que a lei, por seu turno, menciona, quer quanto aos títulos cambiários (art. 14, 17, 21, 30 e 36), quer quanto aos causais (art. 293 e 555 do Código Comercial) é definida nestes termos:

“O direito decorrente do título é literal no sentido de que, quanto ao seu conteúdo, à extensão e às modalidades dêsse direito, é decisivo exclusivamente o teor do título.”

Ora, o ágio, como convenção estranha ao título e, portanto, extra-cartular, constitui uma forma de negociação adjetiva apenas entre as partes no negócio e inoponível a seus sucessores.

A propósito vale lembrar aqui as conceituações de ágio constantes do *Dicionário de Tecnologia Jurídica* de PEDRO NUNES:

“Ágio — 1 — diferença entre o valor real e o valor nominal da moeda, de nação para nação, de acordo com as cotações oficiais; 2 — comissão que os cambistas ou banqueiros recebem ou pagam pela troca de moedas estrangeiras; 3 — lucro da especulação sobre alternativas nos valores monetários ou fundos públicos.”

Da palavra ágio, derivam agiota e agiotagem.

A doutrina e as definições citadas parecem conduzir ao entendimento de que a cobrança de ágio pelas companhias para subscrição de ações por aumento de capital em dinheiro incide na proibição do art. 15 do dec.-lei 2627/40, por sua configuração de convenção extra-cartular e pela definição jurídica da palavra ágio, confirmada esta pela definição do *Pequeno Dicionário Brasileiro da Língua Portuguesa*:

“Ágio *s.m.* Lucro sôbre a diferença de valor da moeda; juro de dinheiro emprestado, câmbio de letras; desconto; rebate; usura.”

Ora, se temos que negociação, para PEDRO NUNES (*op. cit.*), como termo comercial significa — qualquer operação de compra e venda mercantil, com o objetivo de lucro; ajuste prévio para a formação de um contrato ou outro ato jurídico — e que o *Peq. Dic. Bras. da Língua Portuguesa* atribui ao vocábulo a mesma significação — ajustar, contratar, agenciar, celebrar, concluir, comprar e vender, permutar; combinar; fazer negócios; comerciar — confirmada ainda por LAUDELINO FREIRE — ação de negociar, negócio — e este — trato mercantil, comércio, tráfico, transações, contrato, ajuste — e CÂNDIDO FIGUEIREDO, e se ágio é lucro, rebate, diferença de valor, convenção extra-cartular das ações de sociedades anônimas, a sua cobrança em princípio, e como regra geral, é ilegal e defronta o art. 15 do dec-lei 2627/40, sujeitando os infratores às penas previstas dos arts. 167 e seguintes do mencionado *dec-lei* combinado com a lei 1531 de 1951.

Enunciada a conclusão supra, extraída de uma interpretação da lei pelos métodos lógico, sistemático e teleológico, convém ainda discorrer a respeito do princípio de fiscalização do Estado sôbre a constituição e o desenvolvimento das empresas mercantis, que, no nosso entender, inspirou não só o art. 15 da lei das S.A., como a maioria das normas imperativas que disciplinam as relações jurídicas de natureza privada.

Tôda proibição e todo comando nesse campo do direito têm um caráter preventivo, ressonância jurídica do anexim popular que prescreve, com a sabedoria de voz do povo, que mais vale prevenir que remediar. Com efeito, o comando positivo ou negativo da norma imperativa de direito privado não advém da suspeita de ineficácia da legislação repressora e remediadora dos abusos, consubstanciadas a primeira, nas disposições penais, e a segunda, na estrutura jurídica e judicial da sociedade nacional. Tem um escôpo mais amplo e um alvo mais altaneiro. Destina-se a manter a ordem econômica, a preservar a confiança nas estruturas econômicas, a proteger a boa fé nas negociações, a eliminar a suspeita, a malícia, o dolo, a cavilação, a astúcia, nos negócios privados que envolvem o interesse, as economias, o bem-estar, de um grande número de pessoas. No moderno conceito de segurança nacional, as normas imperativas no campo do direito privado têm um conteúdo de crescente relevância, resultante das repercussões possíveis em ordem nacional de grandeza, dos desastres econômicos e dos escândalos financeiros que afetem as empresas comerciais, principalmente aquelas que agasalham as economias e os investimentos de grande cópia de pessoas.

Não é sem razão, antes com um extraordinário sentido de previsão das coisas que o Dec.-lei 2627/40, no seu art. 53, atribuiu ao Registro do Comércio o poder-dever de examinar se, no ato de constituição (*caput*) da sociedade anônima ou companhia, e nos casos de reforma ou alterações dos estatutos (parágrafo 3.º) foram observadas as prescrições legais,

bem como se nêle figuram cláusulas contrárias à lei, à ordem pública ou aos bons costumes.

É regra elementar de hermenêutica, as leis não contêm palavras inúteis. Assim, se a lei fala em *lei, ordem pública e em bons costumes*, é evidente que não tem tais expressões por sinônimas, senão que a cada uma atribui sentido próprio e independente.

Assim, ainda que a lei não contivesse proibição alguma, ou que se entendesse não se aplicar a proibição do art. 15 da lei de sociedades anônimas à emissão de ações com ágio pelas companhias, ninguém em são juízo negará que esse expediente pode envolver malícia e implicar nas especulações escandalosas de que falava CARVALHO DE MENDONÇA, quando a roda do tempo ainda marcava o seu giro pela, do carro de boi.

Hoje, em que o giro da roda do tempo se mede pelas pulsações das ondas hertzianas, que impacto não poderia ter um escândalo especulativo com as ações de grandes empresas?

É evidente, ou pelo menos previsível, o dano à ordem pública que poderia sobrevir da tibieza ou condescendência do Registro do Comércio, ou de sua cegueira, em não exercer a fiscalização que lhe compete, como único órgão capaz de fazê-lo a tempo e com proveito, sôbre fatos dessa natureza.

Não obstante o acima exposto, é necessário, para adequada compreensão do assunto, atentar para dispositivos outros que, em legislação posterior e diluvial, bordejaram o tema, com a leveza do vôo das borboletas, agitando a superfície do tema, mas sem penetrar nele, para construir um sistema. Tal é o art. 58 da lei 4728/65.

Agitam-no os defensores do ágio, como bandeira de liberdade, carta de alforria, *fiat lux* nas trevas, passe livre, salvo-conduto, válido em tôdas as circunstâncias, ponto final no assunto. E isso não é. É muito vago, muito leve, muito superficial e, sistematicamente, tributário (vide o título da seção a que pertence), para ter efeito tão arrasador como o apregoado.

Mas é um condicionante da proibição anterior ainda vigente e vigorosa.

Se a lei o admite, e a lei que trata do mercado de capitais, forçoso é convir que a proibição de cobrança de ágio não é absoluta, ainda que a redação do artigo valha mais como o reconhecimento de um fato para efeitos tributários, do que como autorização expressa para praticá-lo. Valem-nos, pois, para interpretá-lo, de trabalho elaborado pelo *draftsman* do dispositivo ora enfrentado, o ilustre jurista JOSÉ LUIZ BULHÕES PEDREIRA:

“Direito dos acionistas ao excedente do capital social”

“Um dos direitos fundamentais do acionista, que nem os estatutos sociais nem a assembléia geral podem negar, é o de participar do acervo social, no caso de liquidação da sociedade. Liquidada a sociedade cujo patrimônio líquido excede do capital social, os acionistas têm direito a receber, além da devolução do valor nominal das suas ações, uma parcela do patrimônio líquido excedente.

Antes da liquidação, enquanto a companhia funciona para realizar o seu objeto, esse direito dos acionistas é apenas latente: ele não se exerce diretamente sobre determinada parcela do excedente de capital, pois este continua no patrimônio da companhia, distinto do patrimônio dos sócios. Mas como direito latente integrante do complexo dos direitos corporativos próprios da qualidade de sócio, tem valor econômico (já que influi no valor patrimonial das ações) e merece proteção.

Essa proteção é realmente assegurada pela lei das sociedades por ações: uma vez formado o excedente de capital, sua distribuição aos sócios, sob qualquer das modalidades possíveis (dividendos em moeda, incorporação ao capital, ou rateio do acervo líquido), deve obedecer à regra de igual tratamento aos acionistas da mesma classe.”

No curso da vida da sociedade há, todavia, um procedimento que pode modificar e reduzir esse direito latente: o aumento do capital social com emissão de ações a preço menor do que o valor patrimonial, se esse aumento não é subscrito pelos antigos sócios na mesma proporção de sua participação no capital social.

Um exemplo numérico facilita a compreensão do processo. A companhia tem capital social de 100, dividido em 100 ações com o valor nominal de 1 cada uma, e acumulou 50 de reservas, de modo que o seu patrimônio líquido monta a 150. O valor patrimonial de cada ação é, portanto, 1,5, e o acionista possuidor de uma ação terá direito a receber 0,5 de excedente de capital sob a forma de dividendos, ações bonificadas, ou rateio de acervo líquido. Mas se, antes dessa distribuição, a sociedade aumenta o capital social para 200, com a emissão de mais 100 ações pelo valor nominal, o patrimônio líquido passa a ser 250, e o valor patrimonial da ação baixa de 1,5 para 1,25 (250 dividido por 200). Se o aumento de capital é subscrito por terceiros, o valor patrimonial das ações dos antigos acionistas é diluído. Eles sofrem empobrecimento em benefício dos novos subscritores, que compram por 1 o que vale 1,5.

Se o aumento é subscrito apenas por alguns dos acionistas antigos, ocorre a mesma redistribuição do excedente de capital, enriquecendo-se os que subscreveram o aumento, à custa dos demais.

Esse enriquecimento dos subscritores do aumento de capital resulta do fato de a companhia admiti-los como sócios mediante a cobrança de contribuição menor do que a dos acionistas antigos.

A contribuição dos acionistas antigos se mede em termos de patrimônio líquido, e não de capital social. Se o excedente de capital foi formado com ágio, ele foi pago pelos acionistas

no momento da subscrição das ações. Mas ainda quando foi ganho pela companhia, ou seja, foi formado com lucros acumulados, constitui contribuição dos acionistas antigos, que deixaram de receber esses lucros sob a forma de dividendos para que a companhia pudesse aumentar o seu patrimônio. Se a companhia emite novas ações por valor inferior ao do patrimônio líquido ela está cobrando dos novos subscritores contribuição menor do que a dos antigos sócios, e pode causar a transferência de parte do excedente do capital para os novos subscritores.

Emissão de ações com ágio

A emissão de ações com ágio, ou seja, por preço acima do valor nominal, foi inventada, na prática do instituto da sociedade anônima, como solução para corrigir essa transferência de valor entre acionistas. A função do ágio é igualar a contribuição de todos os acionistas — novos e antigos — para o patrimônio da companhia. No exemplo numérico acima, se a companhia precisa de recursos adicionais de 100, ao invés de emitir 100 novas ações pelo valor nominal de 1 cada uma, emite 66 ações ao preço de 1,5 cada uma, isto é, 1 de valor nominal e 0,5 de ágio. O patrimônio líquido aumenta de 100 (66 x 1,5), passando a 250, mas o capital social aumenta apenas para 166, ao invés de 200. Por essa via se obtém que os novos acionistas contribuam com o mesmo valor por ação que os antigos (1,5). E o valor patrimonial por ação continua a ser 1,5 (250 dividido por 166). Se os subscritores do aumento de capital não são os antigos acionistas, estes sofrem redução na participação percentual no capital social; mas essa redução somente tem efeitos futuros, e não transferência para os novos subscritores de parte dos valores patrimoniais formados no passado, que já pertenciam aos antigos sócios.

Essa função do ágio, de igualar a contribuição do acionistas antigos e novos, tem aplicação ainda quando não há lucros acumulados, mas apenas custos não explicitados, suportados pelos antigos sócios. Assim no caso de um novo empreendimento industrial, cuja construção se prolonga por três ou quatro anos. Os acionistas que contribuem com o capital para custear o investimento dos primeiros anos suportam o custo financeiro de um capital aplicado que não produz renda. Se no quarto ano de construção a companhia precisa de recursos adicionais e lança aumento de capital, deve procurar colocar as suas ações pelo valor nominal acrescido do custo financeiro suportado pelos antigos acionistas, pois de outro modo a contribuição dos novos acionistas será menor do que a dos antigos.

A experiência encontrou, ainda, outras aplicações para a emissão de ações com ágio. Na constituição da companhia por exemplo: se ela vai explorar empreendimento que deverá ser deficitário nos primeiros anos de operação, o ágio permitirá à sociedade absorver esses prejuízos sem redução do capital social. Ou na abertura do capital à participação de terceiros, quando o ágio pode ter a função de compensar a redução da participação dos antigos acionistas no direito de voto, ou nos lucros futuros, e não apenas no excedente de capital já acumulado no passado.

Emissão de ações com ágio no Brasil

A emissão de ações com ágio é o procedimento utilizado, em todos os países onde há mercado de capitais desenvolvido, para defesa dos interesses dos acionistas e para reduzir a desvalorização das ações da companhia, que em geral decorre da oferta de um aumento de capital. Mas, no Brasil, até 1965 ela era praticamente impossível, porque as autoridades fiscais haviam firmado a interpretação de que o ágio de emissão de ações constituía lucro da companhia, sujeito ao imposto de renda.

A legislação do imposto jamais adotara essa tese esdrúxula que conceitua como renda parte da contribuição de capital dos acionistas, transação que por natureza é transferência de capital, e não pagamento de renda. Mas o predomínio, na interpretação da lei fiscal, da mentalidade formal-contábil, sem compreensão da realidade econômica, levou à confusão conceitual entre lucro e aumento de patrimônio líquido que, durante muitos anos, constituiu fator impeditivo do desenvolvimento do nosso mercado de capitais.

Somente após a Revolução de 1964, quando o Ministério da Fazenda era ocupado pelo economista OCTÁVIO DE BULHÕES, foi possível encontrar compreensão para o problema. E, por nossa proposta, o Regulamento do Imposto de Renda de 1965, em seu art. 182, letra f, excluiu do conceito de lucro tributável o ágio recebido pelas companhias na emissão de suas ações. Não sem o protesto dos intérpretes tradicionais da lei fiscal (v. TITO DE RESENDE, *A Nova Regulamentação do Imposto de Renda*, 1965, nota 532). E pouco depois, ao elaborarmos o anteprojeto da lei que disciplinou o mercado de capitais (Lei n.º 4.728, de 1965), propusemos a ratificação legal dessa interpretação, com o apoio esclarecido dos Ministros OCTÁVIO DE BULHÕES e ROBERTO CAMPOS.

Eliminada a barreira fiscal, nosso mercado de capitais pôde entrar no mesmo caminho dos mercados estrangeiros mais desenvolvidos. E não temos dúvida de que essa provi-

dência foi um dos principais fatores para o crescimento do mercado brasileiro de ações, pois inúmeras eram as empresas que não podiam abrir o seu capital à participação pública, já que a emissão de ações pelo valor nominal seria a causa de empobrecimento insuportável e injusto dos antigos acionistas

Preferência dos acionistas na subscrição do aumento de capital

Enquanto a administração fiscal impedia a emissão de ações com ágio, nosso incipiente mercado de capitais encontrava no direito de preferência à subscrição dos aumentos de capital a única defesa dos antigos acionistas contra a diluição do valor patrimonial das suas ações. Mas os dois institutos têm finalidades e funções diversas.

A preferência na subscrição do aumento de capital não tem por finalidade proteger o direito dos antigos acionistas ao patrimônio líquido que excede o capital social, embora o seu exercício tenha também esse efeito. Sua função é muito mais ampla: ela protege a posição relativa de cada acionista dentro de todo o corpo social da companhia, e, consequentemente, o conjunto dos direitos corporativos que decorrem dessa posição. O direito latente ao excedente do capital é apenas um dos direitos derivados da propriedade de determinada porcentagem do capital social. Muito mais importante são a influência na formação da vontade social (pelo exercício do direito de voto) e o direito a participar dos lucros futuros.

É certo que o exercício da preferência na subscrição do aumento de capital, na mesma proporção das ações possuídas, protege o direito sobre o patrimônio excedente já acumulado. Mas esse efeito é apenas uma consequência da preservação da participação (em termos percentuais) no capital social da sociedade, que é a verdadeira função do direito de preferência.

A emissão de ações com ágio também tem efeitos derivados, que não constituem a sua finalidade, pois protege parcialmente a posição do acionista no corpo social: ela permite à companhia obter a mesma quantidade de recursos adicionais com emissão do menor número de ações e, consequentemente, menor diluição dos acionistas antigos que não subscrevem o aumento.

Preferência na subscrição de aumento de capital e emissão de ações com ágio não são, portanto, institutos alternativos, que tenham as mesmas funções e os mesmos efeitos, ou que se excluam.

Na proteção do valor patrimonial das ações dos acionistas antigos, a emissão das novas ações com ágio é o instrumento específico, eficiente, adequado, e universalmente adotado,

porque protege todos os acionistas, inclusive os que não usam do direito de preferência para subscrever o aumento de capital.

A preferência na subscrição do aumento somente oferece proteção para os acionistas que efetivamente exercem esse direito. Havendo emissão de ações por valor inferior ao do patrimônio líquido, os acionistas antigos que não usam do direito de preferência, seja por que motivo fôr (por não quere-rem ou não poderem, ou apenas por omissão), sofrem empobrecimento em benefício dos novos subscritores. Esse empobrecimento normalmente não é compensado pela venda do direito de preferência. Mas ainda quando esse direito é vendido por preço compensador, o acionista antigo somente consegue proteger o seu direito mediante liquidação parcial do seu investimento, o que pode não ser do seu interesse.

A substituição da emissão de ações com ágio pelo direito de preferência equivale a dizer aos antigos acionistas: ou vocês subscrevem o aumento de capital, mantendo sua porcentagem no capital social, ou ficam sujeitos a perder, em benefício dos novos subscritores, parte do seu patrimônio. E se vocês quizerem evitar ou reduzir essa perda, vendam o seu direito de preferência, isto é, reduzam a sua participação na sociedade, mediante liquidação parcial de seu investimento. Mas qual o fundamento, econômico ou jurídico, para impor essa alternativa extorsiva ao antigo acionista, que contribuiu com seus recursos para a formação do excedente de capital da companhia? Nenhum acionista deve ser obrigado a manter indefinidamente a mesma participação no capital social. Em cada aumento, ele deve ter opção entre subscrever (e manter a sua posição no corpo social) e não subscrever (o que implica na diminuição da sua posição relativa). Mas essa diminuição somente deve ter efeitos, patrimoniais ou corporativos, para o futuro, depois que a opção é exercida. É descabido e injusto impor ao acionista antigo que não quer, ou não pode, subscrever o aumento de capital, a sanção de perder, em benefício dos subscritores das novas ações, formado com recursos por ele contribuídos.

Somente a conjugação dos dois institutos permite, portanto, a plena proteção dos legítimos direitos e interesses dos acionistas. A emissão de ações com ágio protege a todos, mesmo aqueles que não exercem o direito de preferência. E este direito protege os que desejam ou podem manter a sua participação percentual no capital social.

Emissão de ações com ágio e desenvolvimento do mercado de capitais

O conhecimento da evolução do mercado de capitais nos países estrangeiros, das características das grandes compa-

nhas, e da função dos dois institutos comentados, autoriza a conclusão de que a preferência na subscrição do aumento de capital se adapta melhor às sociedades de capital fechado, ou pertencentes a pequeno grupo de acionistas; e que para o desenvolvimento do mercado de capitais a emissão de ações com ágio é muito mais importante.

Basta verificar, em primeiro lugar, que nos Estados Unidos, onde mais desenvolvido é o mercado de capitais, a preferência dos acionistas no aumento de capital não é regra de ordem pública, mas em geral depende dos estatutos sociais. O que encontra explicação (a) na pulverização do capital das grandes companhias, com milhares de acionistas, cada um possuindo porcentagem mínima do capital social; e (b) na dissociação entre a propriedade do capital e a direção da empresa, que caracteriza as grandes companhias. Nesse quadro, a preservação da porcentagem de cada acionista no capital social não tem significação como instrumento para influir na formação da vontade social, já que a sociedade é comandada pelos seus administradores. E como as ações são amplamente negociadas no mercado, qualquer acionista pode manter ou aumentar a sua porcentagem comprando ações em Bolsa, sem precisar esperar as oportunidades dos aumentos de capital.

Importante, nesse quadro, é que a companhia não emita novas ações por valor inferior ao do mercado. De outro modo, a oferta das novas ações causará a desvalorização das ações já em circulação, em prejuízo de todos os acionistas. Mas se a oferta se ajusta ao valor do mercado, também não há necessidade de assegurar preferência a cada um dos milhares de acionistas, pois (a) a emissão das ações com ágio preserva os direitos daqueles que não desejam ou não podem subscrever as novas ações, e (b) a venda pública, em Bolsa de Valores, é a oportunidade para que os acionistas que desejam manter a sua posição porcentual possam adquirir parte das novas ações.

Não pretendemos com essas observações negar a importância do direito de preferência, nem a sua justiça e utilidade em diversos casos ou circunstâncias. Mas, apenas destacar que nas companhias de grande porte, com milhares de acionistas e ações amplamente negociadas no mercado, a emissão de ações com ágio é mais importante e útil do que a preferência na subscrição do aumento do capital, tanto do ponto de vista da proteção dos antigos acionistas quanto do desenvolvimento do mercado de capitais.

Por isso, ao redigirmos as disposições do anteprojeto da Lei n.º 4.728/65 relativas às companhias de capital autorizado, segundo o modelo anglo-saxão, propusemos que a preferência no aumento de capital fôsse matéria a ser regulada pelos estatutos sociais, que podem, inclusive, negar esse direito, desde

que a emissão das novas ações não seja feita por valor inferior ao do patrimônio líquido (nas companhias cujas ações não são cotadas em Bolsa) ou ao valor de mercado (se suas ações são cotadas em Bolsa de Valores).

Conclusão

As noções acima resumidas não são novas nem originais. Cristalizaram-se em séculos de experiência, em diversos países, do instituto das sociedades anônimas, e podem ser encontradas nos manuais sobre sociedade anônima, mercado de capitais ou finanças das companhias.

A emissão de ações com ágio foi inventada para proteger os interesses dos acionistas contra a diluição patrimonial causada pela admissão de novos sócios. Para os investidores do mercado de capitais ela é mais importante e eficaz do que a preferência na subscrição dos aumentos de capital. É impossível, por isso, evitar a surpresa causada pela proposta de sua proibição legal, partindo de um presidente de Bolsa de Valores, com o fundamento de que é lesiva ao interesse dos acionistas, e com a finalidade de evitar que em seus balanços as companhias confundam ágio e lucros acumulados. Ainda porque não é preciso proibir a emissão de ações com ágio para atingir esse fim: desde 1965 o Conselho Monetário Nacional tem atribuições legais para regular as informações que devem ser divulgadas pelas companhias com ações negociadas nas Bolsas de Valores, e basta uma resolução do Conselho para evitar essa confusão.

A emissão de ações com ágio constitui instrumento indispensável para a proteção dos direitos dos acionistas, que não pode ser substituído pelo direito de preferência à subscrição de aumentos de capital. Ela é essencial ao desenvolvimento do mercado de capitais. A proposta do Presidente da Comissão Nacional das Bolsas de Valores, se adotada, faria o nosso mercado regredir à sua pré-história. Por isso, deve ser frontalmente combatida por todos aqueles que se interessam pelo nosso mercado de capitais.”

Como se pode verificar do texto acima transcrito, os exemplos elaborados pelo douto parecerista são específicos e estão algo longe de constituir a regra geral de procedimento das empresas. São suas palavras que reconhecem a importância do direito de preferência e a sua justiça e utilidade em diversos casos e circunstâncias que, infelizmente não exemplifica. Destaca, outrossim que, *nas companhias de grande porte*, com milhares de acionistas e ações amplamente negociadas no mercado, a emissão de ações com ágio é mais importante e útil do que a preferência na subscrição do aumento de capital.

Escuda a defesa do ágio justamente no interesse dos antigos acionistas, louvado num exemplo numérico que é a viga mestra do seu parecer. Não nego que outros exemplos do mesmo molde poderiam ser fornecidos e que o ilustre doutrinador lisonjeou a imaginação dos seus leitores, abstendo-se de elaborá-los.

E é justamente nesse ponto que o eminente estudioso dá a chave para solução do problema. A possibilidade casuística de ocorrência de circunstâncias que legitimem a cobrança de ágio é o divisor de águas entre o lícito e o ilícito. Quando e se ocorrerem tais circunstâncias, se admitirá o ágio. Em situações diversas, não será admitido.

À falta de regulamentação do assunto, e diante dos princípios enunciados e do art. 58 da lei do mercado de capitais, com o recurso à interpretação autêntica (a do jurista citado), pode formular-se a seguinte regra básica para a análise dos casos que apresentem o problema do ágio: a cobrança de ágio para a subscrição de ações representativas do capital de sociedades anônimas só será lícita quando demonstrada cabalmente na assembleia que o autorizar a ocorrência de circunstâncias *efetivamente* relevantes que o justifiquem e a razoabilidade da sua expressão monetária em proporção com a situação econômica da empresa, devidamente descrita em balanço recente, que deverá servir de fundamento à deliberação dos acionistas. Por outro lado, os editais de convocação da assembleia devem conter indicação do valor do ágio a ser cobrado e da sua origem, para advertência dos acionistas e investidores interessados.

Assim é que o critério aferidor da licitude do ágio terá por estribo o interesse do acionista e sua maior vantagem, e não a da empresa interessada, pois que neste último caso ocorreria a negociação com as próprias ações que a lei especifica veda desenganadamente.

Com efeito, a *mens legis*, no caso do art. 15 da lei das sociedades anônimas, é o propósito de evitar que as ações da própria empresa sejam usadas como mercadoria, sejam mercadejadas com lucro, no interesse da empresa e com desvantagem para seus acionistas e investidores, titulares do lucro das operações e do patrimônio societário.

Em dissertação apresentada à Faculdade de Direito de Niterói (1949), o ilustre jurista J. C. SAMPAIO DE LACERDA ressalta, no item 8.º do seu trabalho:

“8 — Apesar de assentada pela doutrina a possibilidade de emissão de ações com ágio, certos autores aceitam-na, porém, com restrições, isto é, só consideram possível quando oferecidas ao público, a terceiros, de vez que só poderiam adquirir as ações no mercado, pagando ágio. Não porém, aos acionistas desde que a lei lhes assegura o direito de preferência, por isso que o lucro da operação deverá caber, de direito, a esses acionistas, aos quais será facultado vender o seu direito de subscrição, ganhando, como de justiça, o ágio comercial das ações (art. 111) (25).”

Em geral, a emissão de ações novas para aumento de capital deriva da aplicação de reservas acumuladas, o que fará, se elas forem emitidas ao par, acabem, possivelmente, as reservas em mãos de terceiros ou de grupos de acionistas que se aproveitariam da impossibilidade dos outros exercerem a preferência, pela falta de meios financeiros de subscrever novas ações, embora emitidas ao par. Haveria, talvez, dir-se-á um recurso: os acionistas poderiam ceder o direito de preferência na Bôlsa. Mas mesmo o exercício desse direito poderia depender de manobras controladoras do preço das ações ou do direito de preferência, como aconteceu várias vezes em Wall Street (26). O direito de preferência garantido aos acionistas primitivos de subscrever as novas ações correspondentes ao número de ações que possuírem não substitui a emissão com ágio nas novas ações, como julgava CARVALHO DE MENDONÇA (27), nem implica a obrigação de serem as ações emitidas ao par. Por isso ASCARELLI julga devam as ações ser emitidas acima do par no real interesse dos próprios acionistas, pois o ágio vai constituir nova reserva aumentando o patrimônio social, mesmo quando oferecidas aos próprios acionistas (28). Igualmente pensa FRANCISCO CAMPOS, o qual salienta ainda não haver prejuízos para os acionistas, tanto mais quando foram eles próprios que deliberaram sobre as condições da emissão (29).

(24-a) ALOÍSIO PONTES parece admitir apenas a emissão de ações acima do valor nominal quando prevista nos estatutos e o ágio empregado na formação de um fundo de reserva (ob. cit. n.º 173). Como dissemos acima, não vemos impedimentos para que a assembléa delibere a respeito. Quanto ao destino, poderá ser reservado a outros empregados se as novas ações forem subscritas pelos próprios acionistas (v. HOUPIN ET BOSVIEUX: ob. cit. II, n.º 889; R. ROUSSEAU: *Soc. com.* I, n.º 3.272).

(25) VALVERDE — ob. cit. I, pág. 560; GUSTEDEV: ob. cit. n.º 76; WALDEMAR FERREIRA: *Compêndio das sociedades mercantis*, II, p. 188 (2.ª ed.). VIVANTE admite que as novas ações possam ser dadas aos velhos acionistas pelo preço nominal e aos estranhos por preço maior (*Trat.* II, n.º 513).

"(26) Cf. BERLE & MEANS, *The modern corporation and a private property*, New York, 1932, pág. 157, apud ASCARELLI, ob. cit., pág. 551."

O primeiro parágrafo do item se apóia em diversos autores, como VALVERDE (vol. I, pág. 560), GUSTEDEV (ob. cit. n.º 76, WALDEMAR FERREIRA (*Compêndio das Sociedades Mercantis*, III, pág. 188 (2.ª ed). Repara também o autor citado em nota ao pé da página que VIVANTE admite que as novas ações possam ser oferecidas aos velhos acionistas pelo preço nominal e aos estranhos por preço maior (*Tratado*, II, n.º 513).

No segundo parágrafo do item transcrito, parece que o festejado comercialista não se exprimiu com a felicidade costumada. Com efeito, ao dizer que em geral a emissão de ações novas para aumento do capital social deriva da aplicação de reservas acumuladas e ao extrair dêsse fato a consequência de que as reservas acabarão em mãos de terceiros se forem emitidas ao par, ou de grupos de acionistas que se aproveitariam da impossibilidade de os

Extraí o ilustre escritor, no final de seu citado trabalho as seguintes conclusões, que resumo:

- 1) é lícita a emissão de ações acima do par, somente por ocasião de aumento de capital, e nunca por ocasião da constituição;
- 2) a emissão de ações com ágio pode ser feita ao público, como aos próprios acionistas;
- 3) a possibilidade de emissão de ações com ágio deve ser conjugada com o direito de preferência.

As conclusões, especialmente as do item 3 acima, permitem concluir, como acima, no parecer, que o ágio é estabelecido no interesse do acionista, segundo a fórmula e os exemplos transcritos do excelente trabalho de JOSÉ LUIZ BULHÕES PEDREIRA.

De resto, falta ainda acrescentar que o critério e os motivos da cobrança de ágio devem constar clara e explicitamente na ata da assembléa em que a deliberação fôr tomada, sob pena de se lhe negar arquivamento no Registro do Comércio, nos termos da fundamentação acima expendida, e que tais motivos e critérios estarão sujeitos à análise e fiscalização desta Junta Comercial.

Pelas mesmas razões, é de se negar o arquivamento de atas de assembléas que deliberem sobre a cobrança de ágio, sem o esclarecimento acima aludido dos motivos e critérios.

É o parecer.

S.M.J.

Rio de Janeiro, 23 de agosto de 1971

CELSO SOARES CARNEIRO
Procurador do Estado

outros exercerem a preferência pela falta de meios financeiros de subscrever novas ações, embora emitidas ao par, tornou o seu raciocínio hermético e inacessível. O desenvolvimento posterior do parágrafo, como se pode ver da transcrição acima, não logrou desanuviar o tema."