SOCIEDADE ANÔNIMA

JOSÉ FRANKLIN DE SOUSA
Pós-graduado pela PUC-SP em Direito Processual Civil
e Direito do Consumidor

O autor é advogado em São Paulo e Fortaleza. Graduado e pós-graduado pela PUC-SP. Especialista em Direito Processual Civil e Direito do Consumidor. Publicou as seguintes obras, todas pela Editora J. H. Mizuno: Elementos da Ação Cautelar, Responsabilidade Civil e Intervenção de Terceiros e Coisa Julgada.

Obras inéditas:
1.Direito Processual Civil individual e Coletivo. 2.Responsabilidade Civil das Pessoas Jurídicas de Direito Público. 3.Responsabilidade Civil e Reparação do dano. 4.Atividade Bancária e o CDC. 5.Responsabilidade Fiscal e Improbidade Administrativa. 6.Direito Ambiental no Brasil. 7.Direito à Educação no Brasil. 8.Direito à Saúde. Manual de Direito Eleitoral. 9.Concurso Público no Brasil. 10.Ação de Descumprimento de Preceito Fundamental. 11.Apelação no CPC/2015. 12.Recursos no STF e no STJ. 13.Ações da Lei do Inquilinato. 14.Ação de Consignação em Pagamento. 15.Ação de Divisão e Demarcação. 16.Ação de Exigir Contas. 17.Ação Monitória. 18.Ação Rescisória. 19.Ações de Família. 20.Ações Possessórias. 21.Agravos e Embargos de Declaração. 22.Aplicação das Normas Processuais. 23.Atos Processuais. 24.Auxiliares da Justiça. 25.Cumprimento da Sentença. 26.Deveres das Partes e de seus Procuradores. 27.Dissolução Parcial de Sociedade. 28.Formação do Processo. 29.Gratuidade da Justiça. 30.Habilitação. 31.Homologação de Penhor Legal. 32.Incidente de Resolução de Demandas Repetitivas. 33.Litisconsórcio e Intervenção de Terceiros. 34.Introdução ao Direito Processual Civil. 35.Inventário e Partilha. 36.Julgamento Conforme o Estado do Processo. 37.Jurisdição e Competência. 38.Ministério Público – Advocacia Pública e Defensoria Pública. 39.Normas Fundamentais e Aplicação. 40.Nulidades no Processo Civil. 41.Oposição. 42.Ordem dos Processos nos Tribunais. 43.Poderes e Deveres do Juiz. 44.Prazos no Código de Processo Civil. 45.Procedimento Comum. 46.Procedimentos de Jurisdição Voluntária. 47.Processo de Execução. 48. Prazos no Código de Processo Civil.

SOCIEDADE ANÔNIMA
ÍNDICE

1.Conceito.....7
2.O valor patrimonial da ação.....12
3.Valor de negociação da ação.....14
4.Preço de emissão da ação.....18
5.Diluição do patrimônio acionário.....26
6.Ações de fruição.....29
7.Ação escritural.....31
8.Valores mobiliários.....35
9.Debêntures.....46
10.Bônus de subscrição.....58
11.Partes beneficiárias.....59
12.Capital subscrito.....62
13.Acionista remisso.....62
14.Desvio de finalidade e lealdade.....93
15.Informação ao mercado.....96
16.Responsabilidade civil dos administradores.....99
17.Sistemas de responsabilidade civil.....99
18.Bolsa de valores.....102
19.Ações.....104
20.Conselho de administração.....115
21.Diretoria.....116
22.Conselho fiscal.....117
23.Administradores.....117
24.Abuso do poder de controle.....118
25.Alienação do poder de controle.....124
26.Oferta pública obrigatória por alienação de controle.....153
27.Ações objeto da oferta pública (destinatários da oferta)...160
28.Preço de aquisição das ações na oferta.....164
29.Prêmio de permanência.....171
30.Estabilização das relações de poder: direitos essenciais.174

31.Participação no acervo.....174
32.Fiscalização da administração.....175
33.A deliberação n° 207 da CVM.....175
34.Reservas de lucro.....175
35.Interesse social e interesses dos sócios.....175
36.As relações entre os sócios.....176
37.Valor patrimonial da ação.....177
38.Preço de emissão.....178
39.Ações de fruição.....179
40.Ação Escritural.....179
41.Cancelamento da ação.....181
42.Aumento de capital.....182
43.Acordo de acionistas e direito de voto.....188
43.1.Representante do acordo.....200
43.2.Executividade.....200
43.3.Governança corporativa.....200
44.Demonstrações financeiras.....201
45.Destinação dos resultados sociais.....201
46.Participação dos acionistas nos lucros.....201
47.Dividendo obrigatório.....201
48.Dividendo preferencial.....202
49.Dividendo fixo.....202
50.Dividendo mínimo.....203
51.Cumulatividade.....203
52.Dividendo preferencial no mercado de capitais.....203
53.Juros sobre o capital social.....206
54.Juros sobre o capital não são dividendos.....208
55.Imputação dos juros aos dividendos.....208
56.A deliberação n° 207 da CVM.....208
57.Reservas de lucro.....209
58.Interesse social e interesses dos sócios.....209
59.As relações entre os sócios.....209
60.Organização do poder de controle.....209
61.Responsabilidade do controlador por obrigações sociais.211

62.Abuso do poder de controle.....212
63.Alienação do poder de controle.....215
64.Estabilização das relações de poder: direitos essenciais.234
65.Direito de preferência.....236
66.Direito de recesso.....247
67.Hipóteses de recesso.....262
68.Valor do reembolso.....262
69.Direito de voto.....263
70.Voto do acionista.....266
71.Voto de preferencialista.....266
72.Exercício irregular.....269
73.Acordo de acionistas.....269
73.1.Acordo de acionistas e direito de voto.....270
74.Características da sociedade anônima.....289
75.Evolução histórica.....295
76.Resumo de Fábio Ulhoa Coelho.....331
77.Capital social.....534
77.1.Formação do capital social.....540
77.2.Capital social e reserva de capital.....542
78.Mora do acionista.....544
79.Aumento do capital social.....546
80.Redução do capital social.....546
81.Constituição da sociedade anônima.....547
81.1.Requisitos preliminares.....578
81.2.Constituição por subscrição pública.....579
81.3.Constituição por subscrição particular.....581
81.4.Providências complementares.....582
82.Características gerais.....583
83.Classificação.....585
84.Partes beneficiárias.....587
85.Bônus de subscrição.....589
86.Acionista.....589
87.Fiscalização da gestão dos negócios sociais.....594
88.Direito de retirada.....597

89.Poder de controle.....603
90.A aplicação do conflito de interesses sob o aspecto materia.....605

Bibliografia.....615

SOCIEDADE ANÔNIMA

1.Conceito.

A Sociedade Anônima é atualmente regida pela Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei das SA), e assim permanecerá quando entrar em vigor o novo Código Civil (art. 1.089). De acordo com o artigo 1º (primeiro) deste diploma legal 'A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço da emissão das ações subscritas ou adquiridas'.

Extrai-se, desse dispositivo legal, o conceito de Sociedade Anônima, que na lição de Dylson Dória (1998) 'é a que possui o capital dividido em partes iguais chamadas ações, e tem a responsabilidade de seus sócios ou acionistas limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas'.

Em relação a sua natureza jurídica, pode-se afirmar que a Sociedade Anônima constitui pessoa jurídica de direito privado, nos termos do art. 16, II, do Código Civil de 1916, mesmo que constituída com capitais públicos, em todo ou em parte (Sociedades de Economia Mista), e qualquer que seja o seu objeto, ela será sempre mercantil e se regerá pelas leis do comércio. (Art. 2º (segundo), parágrafo 1º (primeiro) da Lei 6.404/76). A partir da entrada em vigor o novo Código Civil (em janeiro de 2002) a Sociedade Anônima será uma Sociedade Empresária, independentemente de seu objeto (art. 982, parágrafo único).

Feitas essas considerações iniciais veja-se quais as principais características da Sociedade Anônima:

a) é uma sociedade de capitais. Nelas o que importa é

a aglutinação de capitais, e não a pessoa dos acionistas, inexistindo o chamado intuito personae característico das sociedades de pessoas;

b) divisão do capital em partes iguais, em regra, de igual valor nominal – ações. É na ação que se materializa a participação do acionista;

c) responsabilidade do acionista limitada apenas ao preço das ações subscritas ou adquiridas. Isso significa dizer que uma vez integralizada a ação o acionista não terá mais nenhuma responsabilidade adicional, nem mesmo em caso de falência, quando somente será atingido o patrimônio da companhia;

d) livre cessibilidade das ações. As ações, em regra, podem ser livremente cedidas, o que gera uma constante mutação no quadro de acionistas. Entretanto, poderá o Estatuto trazer restrições à cessão, desde que não impeça jamais a negociação (art. 36 da Lei 6.404/76). Dessa forma, as ações são títulos circuláveis, tal como os títulos de crédito;

e) possibilidade de subscrição do capital social mediante apelo ao público;

f) uso exclusivo de denominação social ou nome de fantasia;

g) finalmente, pode ser Companhia ABERTA ou FECHADA. Na Companhia ou Sociedade ABERTA os valores mobiliários de sua emissão são admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários(art. 4° da Lei 6.404/76). Na FECHADA, não. Há necessidade de que a Sociedade registre a emissão pública de ações no órgão competente – Comissão

de Valores Mobiliários (Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976).

A Companhia ou Sociedade Anônima pode ser constituída por SUBSCRIÇÃO PÚBLICA (quando dependerá de prévio registro da emissão na Comissão de Valores Mobiliários e haverá a intermediação obrigatória de instituição financeira – art. 82 da Lei 6.404/76) ou por SUBSCRIÇÃO PARTICULAR (quando poderá fazer-se por deliberação dos subscritores em assembleia geral ou por escritura pública – art. 88 da Lei 6.404/76).

Por fim, a Sociedade Anônima deverá ter uma estrutura organizacional composta de: ASSEMBLÉIA GERAL, CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO (facultativo em caso de Companhia Fechada), DIRETORIA e CONSELHO FISCAL, que terão, além das atribuições fixadas na Lei 6.404/76, aquelas determinadas no ESTATUTO SOCIAL.

A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas.

A regulação das S/A está estabelecida na Lei 6.404/1976, com alterações posteriores. O estatuto social definirá o objeto de suas atividades de modo preciso e completo.

A sociedade será designada por denominação acompanhada das expressões ‘companhia’ ou ‘sociedade anônima’, expressas por extenso ou abreviadamente mas vedada a utilização da primeira ao final.

A constituição da companhia por subscrição particular

do capital pode fazer-se por deliberação dos subscritores em assembleia-geral ou por escritura pública, considerando-se fundadores todos os subscritores.

O estatuto da companhia fixará o valor do capital social, expresso em moeda nacional. O capital social poderá ser formado com contribuições em dinheiro ou em qualquer espécie de bens suscetíveis de avaliação em dinheiro. O estatuto fixará o número das ações em que se divide o capital social e estabelecerá se as ações terão, ou não, valor nominal.

As ações devem ser nominativas, sendo indivisíveis em relação à companhia.

A doutrina divide a trajetória históricas das sociedades anônimas em três períodos:

a) outorga: a personalização e a limitação da responsabilidade dos acionistas eram privilégios concedidos pelo monarca e, em geral, ligavam-se a monopólio colonialistas;

b) autorização: decorriam de autorização governamental;

c) bastavam o registro no órgão próprio e a observância do regime legal específico.

Anônima é a sociedade empresária com capital social dividido em valores mobiliários representativos de um investimento (as ações), cujos sócios têm, pelas obrigações sociais, responsabilidade limitada ao preço da emissão das ações que titularizam.

As sociedades anônimas abertas contam com recursos captados junto ao mercado de capitais, e, por isso, sujeita-se à fiscalização governamental. O objetivo desse controle é conferir ao investimento em ação e outros valores mobiliários dessas companhias a maior segurança e liquidez possível.

O mercado de capitais primário compreende as operações de subscrição de ações e outros valores mobiliários, enquanto o secundário, as de compra e venda.

A Comissão de Valores Mobiliários é uma autarquia federal, encarregada de normatizar as operações com valores mobiliários, autorizar sua emissão e negociação, bem como fiscalizar as sociedades anônimas abertas e os agentes que operam no mercado de capitais.

A CVM pode aplicar sanções de advertência, multa, suspensão do cargo de administrador de companhia aberta, ou inabilitação para o seu exercício, proibição de atos ou operações, além de suspensão ou cassação de autorização ou registro.

Bolsas de valores é uma associação civil de direito privado, com ou sem fim lucrativo, ou uma sociedade anônima, que, autorizada pela CVM, organiza e mantém o pregão de ações e ouros valores mobiliários emitidos por companhias abertas.

A sociedade por ações, inclusive a anônima, é sempre mercantil. Quer dizer, encontra-se sujeita à falência e pode requerer a recuperação judicial, qualquer que seja o seu objeto.

As ações, de acordo com o disposto no estatuto, podem ou não ter valor nominal, que é o resultado da divisão

do capital social pelo número de ações emitidas. A atribuição do valor nominal à participação societária importa a garantia relativa contra a diluição do patrimônio acionário, na hipótese de emissão de novas ações.

2.Valor patrimonial da ação.

Valor patrimonial da ação é a divisão do patrimônio líquido da companhia pelo número de ações emitidas. Deve-se distinguir entre o valor patrimonial contábil (histórico ou atual) e o real, de acordo com os critérios de apropriação dos bens componentes do balanço.

O valor patrimonial de uma ação (ou lote de 1000 ações). Seu valor é calculado dividindo-se o patrimônio líquido pela quantidade total de ações (ou lote de 1.000 ações) da empresa. O valor patrimonial por ação corresponde ao valor do patrimônio líquido de uma empresa dividido pela sua quantidade de ações. Se uma empresa possui o valor patrimonial de R$500.000 e coloca 20.000 ações no mercado, o VPA da empresa é de R$25 (500.000/20.000).

O VPA é considerado um importante indicador para análise fundamentalista. E podemos utilizar esse mesmo conceito para outros tipos de ativos, como cotas de Fundos Imobiliários (nesse caso, calculando o valor patrimonial por cota).

O Valor de Mercado de uma ação, nada mais é que a expectativa futura de aumento de lucros de uma empresa. Sendo assim, um aumento no Lucro Por Ação (LPA) de uma companhia, consequentemente vai aumentar o preço de suas ações.

O VPA (valor patrimonial por ação) é um tipo de métrica para realizar a análise de investimentos feitos em ações. Através dele é possível descobrir o valor que o mercado pagará pelo patrimônio líquido de uma determinada empresa. O Valor Patrimonial é o resultado da divisão entre o patrimônio líquido, ou capital próprio, e o número de ações emitidas, ou seja, esse é o valor que efetivamente representa o patrimônio de alguém, seja pessoa física ou jurídica.

O valor patrimonial, também conhecido como VP, não deve ser analisado individualmente nem visto como fator determinante de uma compra ou venda de ativos, pois são raras as situações em que o valor da ação negociada na Bolsa de Valores é exatamente igual ao cálculo do VP.

A fórmula utilizada para obter o Valor Patrimonial é: VP = PL / Número de ações, sendo: VP: Valor patrimonial e PL: Patrimônio líquido. O Patrimônio líquido é a subtração entre o ativo total, que representa os bens e direitos, e o passivo total, que são os deveres e obrigações. Se os seus ativos forem menores que os seus passivos, isso indica que não existe a possibilidade de considerá-los como parte do seu patrimônio.

Para analisar o cálculo do valor patrimonial, o investidor deve estar ciente de três fatores essenciais: a expectativa de resultados da empresa, pois as que possuem boa expectativa têm um valor patrimonial bem inferior ao valor de mercado. Além disso, é importante observar e analisar as notas explicativas dos balanços da empresa para entender alguns dados de forma mais detalhada e avaliar o VP futuro baseado nas premissas anteriores e no valor atual da ação.

O valor de mercado é o resultado das diferentes análises somadas aos pontos de vista de diversos investidores

sobre a avaliação do patrimônio líquido de uma empresa em determinado momento. Isso quer dizer que a ação pode estar cotada acima ou abaixo do Valor Patrimonial por Ação, conhecido como VPA, divulgado no último balanço e que, portanto, já é um evento passado, e o mercado pode estar precificando o futuro, nem sempre de forma correta.

3.Valor de negociação da ação.

É o contratado, por livre manifestação de vontade, entre quem a aliena e quem a adquire. O principal elemento que as partes do negócio levam em consideração, para chegar ao acordo, diz respeito às perspectivas de rentabilidade da empresa. O valor de negociação da ação da companhia aberta, vendida no mercado de capitais, pode se referido pela sua cotação na bolsa de valores ou na entidade de mercado de balcão organizado em que se encontra admitida.

Pelo método do fluxo de caixa descontado, os avaliadores de investimento procuram definir o valor que se mostraria mais vantajoso ao adquirente pagar por ações de determinada companhia. Esse é o valor econômico. As negociações de ações no mercado podem ser realizadas de duas formas: à vista e a prazo. As operações à vista são aquelas em que os negócios são realizados e liquidados à vista. As operações a prazo são aquelas realizadas para liquidação em data futura. Ou seja, as duas formas diferem substancialmente pelo prazo de liquidação acordado. As operações a prazo podem ser realizadas em três diferentes mercados: mercado a termo, futuro e de opções, conforme características específicas de cada um deles.

As negociações de ações no mercado podem ser realizadas de duas formas: à vista e a prazo. As operações à

vista são aquelas em que os negócios são realizados e liquidados à vista. As operações a prazo são aquelas realizadas para liquidação em data futura. Ou seja, as duas formas diferem substancialmente pelo prazo de liquidação acordado. As operações a prazo podem ser realizadas em três diferentes mercados: mercado a termo, futuro e de opções, conforme características específicas de cada um deles.

As negociações de ações no mercado podem ser realizadas de duas formas: à vista e a prazo. As operações à vista são aquelas em que os negócios são realizados e liquidados à vista. As operações a prazo são aquelas realizadas para liquidação em data futura. Ou seja, as duas formas diferem substancialmente pelo prazo de liquidação acordado. As operações a prazo podem ser realizadas em três diferentes mercados: mercado a termo, futuro e de opções, conforme características específicas de cada um deles.

No mercado à vista, o comprador realiza o pagamento e o vendedor entrega as ações objeto da transação em D+3, ou seja, no terceiro dia útil após a realização do negócio. Nesse mercado, os preços são formados em pregão em negociações realizadas no sistema eletrônico de negociação Mega Bolsa. No mercado a termo são negociados contratos para compra ou venda de quantidade específica de ações, para liquidação em uma data futura, em prazo determinado, a um preço fixado. Geralmente, os prazos dos contratos a termo podem variar entre 16 e 999 dias corridos. Nesse mercado, os preços dependem do valor da ação no mercado à vista e da taxa de juros esperado para o período do contrato.

Nos negócios a termo, o sistema de compensação e liquidação da bolsa exige um depósito de garantia, que podem ser oferecidas na forma de cobertura ou margem. A cobertura é

o depósito, pelo vendedor a termo, do ativo objeto da operação como garantia. Margem é um valor depositado, conforme regras do sistema de compensação, que procura reduzir os riscos de liquidação da operação.

Nesse mercado, a liquidação pode ser por decurso de prazo, ou seja, no vencimento do contrato, ou antecipada, antes da data do vencimento do contrato. Somente o comprador pode liquidar a operação antecipadamente, se assim desejar, em um modelo de contrato conhecido como 'à vontade do comprador'. A liquidação pode ser somente financeira, podendo ser solicitada até V-3, terceiro dia útil anterior ao vencimento do contrato, mediante venda à vista, pelo comprador, das ações compradas a termo.

Assim como no mercado a termo, no mercado futuro são negociados contratos para liquidação em data futura, a preço fixado. O preço é função do valor do ativo no mercado à vista e da taxa de juros esperada para o período. Porém, os dois mercados diferem em aspectos operacionais, especialmente no que diz respeito à garantia e à liquidação.

Também no mercado futuro, há exigência de depósito de garantia, como cobertura ou margem. Porém, os contratos sujeitam-se ao ajuste diário de perdas e ganhos. Nesse processo, todas as posições em aberto são avaliadas diariamente em relação a um preço de referência, conhecido como preço de ajuste diário. O preço de ajuste diário é calculado pelo preço médio dos negócios realizados com o papel no mercado futuro no período da tarde. Assim, a diferença, positiva ou negativa, entre os preços de ajuste diário de dois pregões consecutivos ou entre o preço de ajuste e o preço do contrato fechado no dia, será paga ou recebida pelos investidores com posição em aberto.

A liquidação dos contratos futuros é calculada pelo preço médio dos negócios realizados com o ativo objeto no mercado à vista na data de vencimento. Entretanto, o investidor que desejar pode sair de sua posição por meio de uma operação oposta envolvendo o mesmo ativo objeto e mês de vencimento. Com isso, o investidor zera a sua posição e não precisa ir para a liquidação física. Assim, a data de vencimento é a última data em que os negócios podem ser encerrados por meio da realização dessa operação oposta. Do contrário, a liquidação deverá ser obrigatoriamente física. Os contratos têm vencimentos todos os meses, sempre na terceira segunda-feira.

No mercado de opções são negociados contratos que garantem o direito de compra ou de venda de uma determinada ação dentro de um prazo estipulado, a um valor prefixado. Esse valor prefixado é conhecido como preço de exercício ou, na sua expressão em inglês de *strike price*. Já o valor do contrato negociado entre as partes, ou seja, o preço do contrato é chamado de prêmio. Então, prêmio é o preço pago pelo comprador da opção para ter o direito de comprar (opção de compra ou *call*) ou vender (opção de venda ou *put*) determinada quantidade de ações ao preço estipulado em contrato (preço de exercício) durante certo período de tempo (até o vencimento da opção).

Os compradores dos contratos de opção são conhecidos como titulares da opção. Em uma opção de compra, ele adquire o direito de comprar e em uma opção de venda ele tem o direito de vender, conforme as demais características do contrato e, para isso, pagam o prêmio. Por outro lado, os vendedores dos contratos recebem esse prêmio e assumem a obrigação de, caso o comprador exerça o seu

direito, vender ou comprar o ativo nas condições previamente estipuladas.

4.Preço de emissão da ação.

Preço de emissão é o valor atribuído pela companhia emissora à ação, a ser pago, à vista ou a prazo, pelo subscritor. Ao fixar o preço de emissão das ações correspondentes ao aumento do capital social, a companhia deve observar determinados parâmetros legais, que visam impedir a diluição injustificada do patrimônio dos seus acionistas, bem como aproximá-lo dos demais valores atribuíveis à participação societária.

Preço de emissão é o preço pago por quem subscreve a ação, à vista ou parceladamente. Destina-se a mensurar a contribuição que o acionista dá para o capital social da companhia, bem como o limite de sua responsabilidade subsidiária.

O preço de emissão é fixado pelos fundadores, quando da constituição da companhia, e pela assembleia geral ou pelo conselho de administração, quando do aumento do capital social com emissão de novas ações. Se a companhia tem o seu capital social representado por ações com valor nominal, o preço de emissão não poderá ser inferior ao seu valor nominal. E se for superior, a diferença, chamada ágio, constituirá reserva de capital, que poderá, posteriormente, ser capitalizada (arts. 13 e 200, IV, LSA).

A fixação do preço de emissão de ações emitidas por força de aumento do capital social deve obedecer a determinados critérios previstos em lei (art. 170, § 1º), dos quais se ressalta o seguinte: não se poderá impingir aos

antigos acionistas uma diluição injustificada do valor patrimonial de suas ações.

Com efeito, sempre que as novas ações forem subscritas por preço inferior ao valor patrimonial das existentes, este sofrerá uma redução (diluição). Tal redução poderá ser justificada ou não. Se a companhia efetivamente necessita dos recursos provenientes da emissão das novas ações, os acionistas antigos devem suportar a diluição do valor patrimonial de seus títulos.

Já, se não existe tal necessidade ou se os recursos de que carece a sociedade poderiam ser obtidos por outros meios, não se justifica a diluição. Essa regra vigora para a sociedade por ações com ou sem valor nominal. Contudo, o acionista de sociedade por ações com valor nominal encontra-se mais protegido contra essa diluição, mesmo justificada, do que o acionista de sociedade por ações exclusivamente sem valor nominal.

Em razão da proibição de fixação do preço de emissão de novas ações abaixo do valor nominal, terá aquele acionista uma relativa garantia contra a diluição do valor patrimonial de suas ações. A sociedade anônima é sempre empresária, mesmo que seu objeto seja atividade econômica civil (CC, art. 982, § único; LSA, art. 2º, §1º).

A companhia adota denominação, obrigatoriamente. Desta constará ao tipo societário, pelas expressões ‘sociedade anônima’ ou ‘companhia’, por extenso ou abreviadamente (S/A ou Cia.), sendo que esta última expressão somente poderá ser utilizada no início ou no meio do nome empresarial. A menção ao ramo do comércio na denominação é essencial (art. 1160, CC).

As ações são representadas pela menor parcela que divide o capital de uma empresa organizada como uma sociedade anônima. São elas que legalizam a participação do sócio na empresa, sendo um título patrimonial que concede direitos e deveres aos acionistas, de acordo com as ações possuídas. Isso acontece porque a ação representa um valor mobiliário, isto é, parte do capital da sociedade anônima.

O preço de emissão significa o valor da ação no ato da subscrição (lançar novas ações para aumento do capital). Os emissores de ações de uma companhia devem estabelecer um valor fixo de emissão de suas ações. Depois disso, a assembleia ou o conselho de administração deverão aprovar esse preço.

Ações com valor nominal são ações que possuem um valor representativo. Quando estabelecido o valor do capital social, ele é dividido pelo número total de ações emitidas pela sociedade anônima. A partir dessa operação matemática, sabe-se o valor nominal das ações.

A principal função da ação nominal é impedir que o patrimônio do acionista desvalorize porque a lei não permite que novas ações sejam emitidas com preço menor que o valor nominal. O estatuto da companhia determina se suas ações possuem ou não valor nominal. Segundo a legislação que regulariza as S.A., o valor nominal das ações de sociedade anônima aberta não pode ser menor que o mínimo estabelecido pela CVM.

Ações sem valor nominal são ações para as quais não foram fixados valores de emissão; fica estabelecido o preço de mercado das ações por ocasião do lançamento. A constituição

da empresa é responsável por dizer se suas ações serão sem valor nominal.

Pode-se dizer que o valor dessas ações é flutuante porque sem o valor nominal, elas podem aumentar e diminuir de acordo com o mercado. Investir em uma empresa com ações sem valor nominal pode trazer alguns prejuízos, como a falta de critério para calcular o número de ações a serem emitidas quando o capital aumenta, por causa de incorporações.

Nos aumentos de capital de sociedades anônimas, o preço de emissão das ações é determinado pelo órgão responsável por deliberar o aumento de capital, assembleia geral ou, no caso de companhias com capital autorizado, o conselho de administração. Contudo, a deliberação do aumento de capital e a fixação do preço de emissão de novas ações podem gerar.

A Lei nº 6.404/76, conforme alterada (Lei das Sociedades por Ações), estabelece em seu artigo 170 parâmetros a serem considerados, alternativa ou conjuntamente, para a fixação do preço de emissão: (i) a perspectiva de rentabilidade da companhia (que pode incluir métodos consagrados de avaliação, como o de fluxo de caixa descontado (*discounted cash flows* ou DCF) e o de múltiplos comparáveis); (ii) o valor do patrimônio líquido da ação; e (iii) a cotação das ações em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado, sendo admitido ágio ou deságio em função das condições do mercado.

A atual redação do art. 170, dada pela Lei nº 9.457/1997, esclarece que não é obrigatória a adoção cumulativa dos parâmetros ali definidos; pode-se fazer uma

ponderação entre dois ou três dos critérios, ou mesmo utilizar um quarto critério.

A finalidade desse dispositivo é assegurar que o preço de emissão reflita o valor real da ação, exceto quando plenamente justificado por motivos mercadológicos.[2] Em outras palavras, a emissão poderá ser feita a qualquer preço, desde que não acarrete a diluição injustificada dos antigos acionistas. Conforme a Exposição de Motivos nº 196, de 24 de junho de 1976, que acompanhou a Lei das Sociedade por Ações, proíbe-se a diluição injustificada dos acionistas porque nem sempre o direito de preferência conferido pelo art. 171 da lei acionária oferecerá proteção adequada a todos os acionistas.

A interpretação dominante desse dispositivo denota a intenção de que tais critérios não sejam compreendidos como elementos estanques e absolutamente rígidos. Nessa linha, o PAS CVM RJ 2009/8316 reconhece que 'os critérios legais devem ser vistos como parâmetros de orientação, que, sopesados com os aspectos específicos de cada caso concreto, permitam a fixação de um preço de emissão sem diluição injustificada dos acionistas'.

A determinação do preço se baseara em negociações com os credores estratégicos da companhia, que converteriam seus créditos em capital para evitar a recuperação judicial da empresa, e seguira apoiado por laudo de avaliação confirmatório. É reconhecida a possibilidade de utilização de outros critérios adicionais ao art. 170, § 1º, da Lei das Sociedades por Ações.

Esse método de fixação de preço, na prática, consiste no indicativo do preço de mercado, razão pela qual atenderia o

disposto no art. 170, § 1º, III, da Lei das Sociedades por Ações. No entanto, pode-se também argumentar que o procedimento de *bookbuilding* não se encaixa exatamente no critério de 'cotação em bolsa ou mercado de balcão organizado' do art. 170, § 1º, III, podendo ser entendido como um quarto critério admitido expressamente pelo regulador, tanto em normativo (Instrução CVM nº 400/2003) quanto em julgados administrativos (PAS CVM nº RJ 2009/83167 e PAS CVM nº RJ 2009/8316).

Aos órgãos responsáveis pela fixação do preço de emissão seria atribuído um 'poder discricionário', uma vez que a eles seria conferido 'uma certa latitude, um perímetro decisório, um quadro de referências, dentro do qual pode ser determinado o preço de emissão, de acordo com as circunstâncias de cada caso concreto e em função do interesse societário dos minoritários'.

A Lei das Sociedades Anônimas não requer que o preço de emissão seja fixado 'segundo' os três critérios de avaliação, mas apenas 'tendo em vista' que 'há na determinação do preço de emissão necessariamente exercício de poder discricionário do órgão competente para, caso a caso, fixá-lo tendo em conta o interesse dos acionistas'.

A interpretação do disposto no § 1º do art. 170 deve ser no sentido de que os critérios constantes de seus incisos são elementos indicativos que devem ser justificadamente ponderados para a fixação do preço de emissão, devendo a determinação dos critérios estar embasada em fundamentos verdadeiros e consistentes, sob pena de se causar a diluição injustificada dos demais acionistas.

A escolha dos parâmetros deverá ser justificada pormenorizadamente à luz dos seus aspectos econômicos, nos termos do parágrafo 7º do art. 170 da Lei das Sociedades por Ações. Deve-se demonstrar a adequação do critério utilizado à situação econômica da companhia.

Não basta que fossem apontados os critérios que serviram de base para o preço de emissão, sendo necessário explicar, de forma detalhada, o motivo pelo qual se entendeu melhor fixar o preço com base nesse ou naquele critério (ou, em caso de utilização de mais de um critério, as razões de utilização daqueles parâmetros de forma combinada), ou o porquê da não utilização de outro parâmetro entre aqueles elencados nos incisos do art. 170, § 1º, da Lei nº 6.404/76'.

Tratando-se de poder discricionário do órgão competente, a alegação de desvio de poder que resulta em diluição injustificada dependerá de comprovação de que os critérios legais não foram seguidos por causa de ato abusivo, e o ônus da prova recairá sempre sobre aquele que o invoca.

Não pode o acionista minoritário contestar a escolha do critério simplesmente por entender que não lhe foi o mais adequado. A Lei das Sociedades Anônimas cria uma presunção de legitimidade quando o órgão competente segue os critérios legais.

O Tribunal de Justiça de São Paulo já firmou entendimento que o aumento de capital de sociedade anônima altamente endividada, como forma legítima de salvá-la de insolvência, constitui diluição justificada, e o autor, naquele caso, não havia se desincumbido do ônus de demonstrar que sua participação havia sido injustificada (TJSP, Apelação

0517189-28.2000.8.26.0100, Des. Relator Moreira Viegas, j. 11 de fevereiro de 2015).

A mera fixação do preço de emissão das ações em valor inferior àqueles apurados segundo os parâmetros do art. 170 da Lei das Sociedades por Ações não implica obrigatoriamente na diluição injustificada ou ato abusivo do acionista ou administração, o que dependerá das circunstâncias de cada caso concreto (Parecer de Orientação CVM nº 01, de 27.09.78).

A lei societária não veda a emissão de ações a preço inferior a tais parâmetros, a determinação legal é no sentido de que tais parâmetros, conjunta ou alternativamente, devem orientar a fixação do preço de emissão, o qual deverá ser justificado na proposta de aumento do capital.

5.Diluição do patrimônio acionário.

Ocorre a diluição do patrimônio acionário de quem já é sócio da companhia sempre que ela emite novas ações, precificando-as abaixo do valor patrimonial. O valor nominal representa, assim, uma garantia contra a diluição, porque estabelece um patamar mínimo para o preço de emissão.

Os conceitos de valor nominal, patrimonial contábil (histórico ou atual), patrimonial real, de negociação, econômico e de preço de emissão da ação, bem como a importância de cada um para o direito, representam conhecimentos necessários ao bom profissional, envolvido com assuntos de direito societário. De acordo com a espécie, classificação que leva em conta a natureza dos direitos e vantagens titularizados pelos acionistas, as ações podem ser ordinárias, preferenciais ou de fruição.

Ações preferenciais são aquelas que atribuem ao titular uma vantagem na distribuição dos lucros da sociedade entre os acionistas. A natureza e a extensão da vantagem devem ser definidas pelo estatuto, que lhes deve assegurar, por exemplo, o recebimento de um valor fixo ou mínimo, a título de dividendos.

Assim como goza de vantagens na distribuição de dividendos, o preferencialista pode ter o direito de voto limitado ou suprimido pelo estatuto.

Os dividendos prioritários podem ser cumulativos, se assim previsto no estatuto. A cumulatividade da vantagem importa o direito de o preferencialista receber, em exercícios futuros, o dividendo fixo mínimo que eventualmente a companhia não pôde pagar num determinado ano.

As ações preferenciais sem direito a voto representam,

cada vez mais, um instrumento ineficiente de captação de recursos pela sociedade anônima. Desde o início do século, normalmente só se tem conseguido captar recursos no mercado de valores mobiliários a companhia aberta que oferece aos investidores ações ordinárias (votantes) de sua emissão.

Em sociedades limitadas, a entrada e saída de novos sócios são condicionadas à concordância dos sócios atuais. Ou seja, há uma relação de pessoalidade entre a empresa e os sócios que a compõe. Nas empresas de cotas sociais, ou ações, isso não acontece. É sócio quem detém uma cota, ou ação e essa 'fatia' da empresa pode ser vendida, transferida, doada, etc. a qualquer momento, independentemente da vontade dos outros sócios.

A empresa pode decidir expandir-se ainda mais, agregando mais sócios por meio da venda de novas ações e cotas. Essas decisões são tomadas em reuniões dos acionistas e geralmente são decididas por maioria dos votos. Nesses casos, como cada sócio detém uma parte percentual da empresa, quando entram novos sócios há uma diluição da fatia de cada um, em termos proporcionais. A diluição societária é a diminuição do patrimônio do sócio/acionista com a redução do percentual de cotas sociais ou ações de propriedade deste participante da sociedade.

A diluição pode ser definida como a diminuição de percentual ou do valor das quotas ou ações. Normalmente não é consentida pelo titular prejudicado, que passa a ter reduzido ou até mesmo extinto o seu poder de decisão, administração e recebimento dos dividendos.

No âmbito dos financiamentos por venture capital, a necessidade de medidas de proteção ao investidor se torna evidente em um contexto de aumentos de capital social mediante emissão de ações não subscritas proporcionalmente pelos sócios existentes, especialmente quando o preço por ação da rodada de investimento (PPA da rodada ou preço de diluição, usualmente) é inferior ao preço de referência em vigor em momento anterior a tal emissão (caracterizando, neste último caso, um *downround*).

Haverá diluição toda vez que as novas ações não forem subscritas pelos sócios existentes na proporção de suas participações e, de forma mais aguda, quando o preço de emissão das novas ações for inferior ao valor patrimonial das ações existentes.

Nossa legislação acionária estabelece limites aos aumentos de capital, restringindo, por exemplo, a emissão de ações com preço de emissão inferior ao valor nominal e impondo determinados critérios a serem observados para a fixação do preço de emissão (art. 170, § 1º e incisos, Lei nº 6.404/1976), bem como vedando a diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, ainda que tenham direito de preferência para subscrever as novas ações.

Sempre que lançadas novas ações abaixo do seu valor patrimonial, haverá a diluição da participação daqueles que não exercerem o direito de subscrição. Com efeito, essa diluição será justificada sempre que se verificar o interesse da companhia em captar recursos e não for se mostrar viável a colocação pelo valor patrimonial da ação. É vedada a subscrição de ações abaixo do valor nominal, se existente, ou do valor patrimonial, quando for injustificada a fixação do valor em tal patamar.

6.Ações de fruição.

Ações de fruição são as atribuídas ao acionista cuja ação ordinária ou preferencial foi inteiramente amortizada. A amortização é a antecipação ao sócio do valor que ele provavelmente receberia, na hipótese de liquidação da companhia.

Pela forma, critério que leva em conta a natureza do ato de transferência da titularidade da ação, pode esta ser nominativa ou escritural. Nominativa é a ação que se transfere mediante registro no livro próprio da sociedade anônima emissora.

Ações de fruição são aquelas que podem ser utilizadas para substituir ações integralmente amortizadas. A amortização consiste na distribuição aos acionistas, a título de antecipação e sem redução do capital As ações de fruição resultam da amortização das ações comuns ou preferenciais. Ações de fruição são aquelas que resultam da amortização integral das ações comuns ou preferenciais, desde que assim dispuser o estatuto ou determinar a assembléia geral extraordinária, contendo restrições fixadas pelo estatuto ou pela assembléia. São destituídas de capital, e devolvem ao acionista o valor de seu investimento.

Em princípio a companhia não pode negociar com suas próprias ações, salvo nas hipóteses legalmente previstas (art. 30, § 1º da LSA), quais sejam: resgate, reembolso, amortização, compra para que as ações permaneçam em tesouraria ou para serem canceladas, alienações destas ações, aquisição por doação, a compra de ações quando resolvida a redução do capital social, mediante a indenização de parte do valor das ações, no caso das ações terem em bolsa valor inferior ao nominal. Há também a aquisição de ações do

acionista remisso, integralizada pela sociedade com lucros ou reservas. [1]

As ações de fruição, pois, são aquelas que podem ser utilizadas para substituir ações integralmente amortizadas. A amortização consiste na distribuição aos acionistas, a título de antecipação e sem redução do capital social, de quantias que lhes poderiam tocar em caso de liquidação da companhia. Contudo, a ação de fruição está sujeita as restrições estatutárias, tais como: a) a perda do direito de voto; b) a perda do direito a dividendo preferencial. [2]

A ação de fruição é emitida em substituição àquelas que foram integralmente amortizadas, com as restrições fixadas pelo estatuto ou pela assembléia geral que deliberar a amortização.

A amortização consiste na distribuição aos acionistas, a título de antecipação e sem redução do capital social, de quantias que lhes poderiam tocar em caso de liquidação da companhia.

Em qualquer caso, ocorrendo liquidação da companhia, a ação amortizada só concorre ao acervo líquido depois de assegurado às ações não amortizadas valor igual ao da amortização, corrigido monetariamente.

---

[1] COELHO, 2010, p. 122-125.
[2] HORCAIO, 2008. p. 122.

7.Ação escritural.

Ação escritural é a que se transfere mediante registro nos assentamentos da instituição financeira depositária, a débito da conta de ações do alienante e a crédito da do adquirente. A classe reúne ações cujos titulares têm os mesmo direitos e restrições. Ao distribuir as ações em classe, a companhia consegue atrair acionistas dos mais diferentes perfis e interesses.

O direito societário disciplina duas diferentes modalidades de operação pelas quais a sociedade anônima capta recursos necessários ao desenvolvimento de sua atividade econômica: a capitalização e o autofinanciamento. Nas duas, o instrumento de captação são valores mobiliários, estando a ação relacionada à capitalização.

Todas as ações emitidas pela companhia, na constituição ou no aumento de capital, devem ser subscritas, caso contrário a operação como um todo se compromete, perdendo eficácia todos os atos de subscrição. A livre circulação das ações é princípio fundamental do regime jurídico das sociedades anônimas.

Mesmo antes do pagamento integral do preço de emissão, a ação pode ser alienada, obedecidas algumas restrições legais. Pelo pagamento das prestações restantes, contudo, permanece solidariamente responsável o subscritor, nos dois anos seguintes à alienação.

A lei proíbe à sociedade anônima negociar com as próprias ações, para preservar a integridade do capital social. Estabelece, contudo, algumas exceções, como a compra para cancelamento, a venda de ações recebidas por doação a outras.

A lei proíbe à sociedade anônima negociar com as próprias ações, para preservar a integridade do capital social. Estabelece, contudo, algumas exceções, como a compra para o cancelamento, a venda de ações recebidas por doação e outras.

A CVM disciplina a negociação de ações pela própria companhia aberta emissora, para impedir que recursos desta possam ser utilizadas para patrocinar a manutenção ou a oscilação artificiais da sua cotação no mercado de capitais.

A suspensão da negociação das ações, estabelecida pela CVM, bolsa ou mercado de balcão, é uma medida de prevenção e correção de práticas irregulares no mercado de capitais. Não se confunde com a suspensão do serviço de certificados, determinada pela sociedade emissora com vistas à sua racionalização.

Embora a lei contenha previsão da suspensão do serviço de certificados apenas em relação às companhias abertas, a medida também pode ser adotada pelas fechadas. Cancelamento da ação é o ato da sociedade anônima emissora que retira o valor mobiliário de circulação, em termos definitivo.

No resgate, a sociedade anônima deve pagar ao acionista o valor definido pelo estatuto (patrimonial, econômico ou outro). Em caso de emissão, cabe à assembleia geral que aprovar a operação fixa-lo.

Em sintonia com o processo de despapelização dos instrumentos jurídicos, os certificados de ações encontram-se em via de desaparecimento. O registro da titularidade da participação societária e de sua circulação é feito, hoje em dia, principalmente em meio magnético. Como o direito brasileiro já admite, desde 1976, as ações escriturais, não se reclama

mudança legislativa para a disciplina da nova forma de registro.

Em três diferentes oportunidades a lei menciona as instituições financeiras como depositárias de ações: na operação de ações escriturais, como agentes emissores de certificados e na custódia de ações fungíveis. Somente neste último caso há, principalmente, contrato de depósito entre o acionista e a instituição.

As ações podem ser oneradas por penhor ou caução, usufruto, fideicomisso e alienação fiduciária em garantia. Ação escritural é aquela que não possui um documento individual que certifique sua existência, sendo representadas apenas por um registro em uma conta de depósito. Ou seja, ao contrário de um título físico, as ações escriturais não demandam a emissão de um certificado.

A ação escritural é registrada no nome do seu titular em uma instituição autorizada pela CVM para essa atividade. O registro e manutenção das ações escriturais nas contas dos investidores é chamado de escrituração de valores mobiliários. Ou seja, quando uma pessoa compra ações escriturais de uma empresa, uma conta individual é aberta pela escrituradora. Nela, são registradas as informações do titular da ação (como nome, documentos e demais dados) e da transação em si (data de negociação, quantidade das ações adquiridas, entre outros). A partir disso, quando alguém vende suas ações para outro investidor, a transferência é registrada nessas contas. Com isso, as respectivas ações são subtraídas da conta do vendedor e somadas na conta do comprador. Além disso, sempre que a própria companhia faz alguma operação com suas ações, como desdobramentos, grupamentos, bonificações, eles também são registrados nas contas de depósito.

A escrituração de ações é feita por instituições contratadas pelas companhias para manter o registro eletrônico de suas ações escriturais. Chamadas de escrituradoras, essas instituições precisam de autorização direta da CVM para desempenhar tal função. as escrituradoras funcionam como um intermediário entre os investidores, a companhia e o mercado. Elas são responsáveis por controlar, sempre de forma informatizada, o livro de registro de acionistas, as ordens de movimentações feitas do titular (como transferências e vendas das ações), entre outras atividades.

As instituições que realizam a escrituração tem a obrigação de disponibilizar e enviar ao acionista, periodicamente, informações relativas à sua posição como acionista. Entre as principais informações disponibilizadas estão: movimentação mensal, quando houver; extrato da conta, anualmente ou quando for solicitado; saldo existente no ano anterior, até o final de fevereiro, ou quando que solicitado; informações relativas aos eventos da companhia e suas ações, como pagamento de dividendos, juros sobre capital próprio, desdobramentos, grupamentos, bonificações, quando houver.

A diferença entre ações escriturais e ações nominativas é relativa, uma vez que uma não é necessariamente oposto da outra. Ou seja, enquanto a ação escritural é aquela não possui certificado, a ação nominativa é aquela que só existe se for registrada com o nome do seu titular. Assim, as ações nominativas podem ser ações escriturais (registradas eletronicamente no nome do titular) ou não escriturais (representadas por um certificado físico); Já uma ação escritural também precisa ser, necessariamente, nominativa, já que a conta depósito é identificada com o nome do titular da ação.

8.Valores mobiliários.

Valores mobiliários são instrumentos de captação de recursos pelas sociedades anônimas emissoras e representam, para quem os subscreve ou adquire um investimento. Os valores mobiliários não são espécies de título de crédito, porque não apresentam os mesmo atributos destes últimos (documento de crédito, executividade, cartularidade, literalidade e autonomia das obrigações).

A conversão de debêntures ou partes beneficiárias conversíveis em ações, bem como o exercício dos direitos conferidos por bônus de subscrição ou opção de compra, importam em aumento de capital social, com emissão de novas ações (art. 166, III, LSA).

A assembleia geral ordinária pode destinar uma parcela do lucro líquido ou de reservas para reforço do capital social, emitindo-se, ou não, novas ações (art. 169, LSA), mas sempre sem o ingresso de novos recursos.

O estatuto da companhia pode autorizar aumento do capital social, dentro de certo limite, sem necessidade de sua alteração. A medida visa a agilizar o processo de decisão e emissão de novas ações. O estatuto deverá, quando fixar o capital autorizado, definir qual o órgão competente para decidir a emissão das novas ações, se a assembléia geral ou o conselho de administração (art. 168, LSA).

A lei e a regulamentação incluíram no rol de valores mobiliários diversos outros títulos ou contratos de investimento. Mesmo assim, embora tenha funcionado com sucesso durante um tempo, esse conceito mais restrito começava a se mostrar ineficiente para fazer frente à crescente e constante criação de novos produtos financeiros. Por essa razão, foi editada a

Medida Provisória 1637, de 08 de janeiro de 1998, que procurou conceituar valor mobiliário de forma mais ampla, com o intuito de abranger boa parte das modalidades de captação pública de recursos.

São valores mobiliários, quando ofertados publicamente, quaisquer títulos ou contratos de investimento coletivo que gerem direito de participação, de parceria ou remuneração, inclusive resultante da prestação de serviços, cujos rendimentos advém do esforço do empreendedor ou de terceiros.

A Lei 10303/2001 incorporou esse conceito ao artigo 2º da Lei 6385/76, que atualmente vigora com a seguinte redação:

> **Lei 6385/1976.**
> Art. 2o São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:
> I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;
> II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;
> III - os certificados de depósito de valores mobiliários;
> IV - as cédulas de debêntures;
> V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;
> VI - as notas comerciais;
> VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;
> VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e

> IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.
> § 1o Excluem-se do regime desta Lei:
> I - os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal;
> II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.

Na realidade, valores mobiliários são, predominantemente, ações, debêntures e quotas de fundos de investimento. Todavia, existem vários outros tipos de valores mobiliários. O art. 2º da Lei nº 6.385/76, com alterações feitas pela Lei nº 10.303/01, define como valores mobiliários os bônus de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários, as cédulas de debêntures, os contratos futuros, de opções e outros derivativos.

Nenhuma emissão pública de valores mobiliários poderá ser distribuída, no mercado, sem prévio registro na CVM, entendendo-se por atos de distribuição a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários.

Estão expressamente excluídos do mercado de valores mobiliários os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal e os títulos cambiais de responsabilidade da instituição financeira, exceto debêntures.

Os valores mobiliários são títulos de propriedade, conhecidos como ações, ou de crédito, denominados de obrigações. Também chamados de títulos financeiros, os valores mobiliários podem ser emitidos tanto por uma entidade privada quanto pública.

Dessa forma, governos, instituições financeiras e sociedades anônimas podem emitir esses títulos. Além disso, todos os valores mobiliários devem seguir determinadas regras, sendo que a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é a responsável pela sua fiscalização.

A nova Lei 10303/2001 incorporou o conceito da medida provisória e designou quais são os tipos de valores mobiliários negociados no Brasil: ações, debêntures e bônus de subscrição; cédulas de debêntures; certificados de depósito de valores mobiliários; notas comerciais; cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários; outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes.

Os valores mobiliários (em geral títulos) são negociados no Sistema Financeiro Nacional, que grosso modo é o mercado financeiro em si. Poe meio desse mercado, como na bolsa de valores, que as pessoas que têm dinheiro sobrando (poupadores) e aquelas que precisam de recursos para financiar seus gastos e investimentos (tomadores) conseguem fazer trocas entre si. Ou seja, é onde as empresas conseguem pegar ‘emprestado’ recursos de quem tem

sobrando para financiar seus próprios projetos, em troca de juros e lucros pagos a esses investidores.

Em outras palavras, os valores mobiliários são comprados e vendidos no mercado financeiro, em operações de médio e longo prazo. No entanto, essas ações e outros os valores mobiliários devem seguir regras rígidas para que o sistema seja justo a todos os envolvidos. Além disso, os investidores também devem estar atento a quais são as regras para sempre realizarem bons negócios.

À luz da legislação, a expressão 'valor mobiliário' se refere quaisquer títulos ou contratos de investimento coletivo ofertados publicamente, que gerem direito de participação, de parceria ou remuneração, inclusive resultante da prestação de serviços, cujos rendimentos advém do esforço do empreendedor ou de terceiros. A definição de valores mobiliários, que começou limitada aos títulos emitidos pelas companhias abertas, foi modificada para abranger outros investimentos coletivos não necessariamente vinculados a sociedades anônimas. Assim, tornou-se algo muito maior do que o esperado no início, compreendendo também amplos derivativos.

De acordo com Rocha e Lima [3] deve-se aos franceses a distinção entre títulos de crédito e valores mobiliários, sendo os primeiros instrumentos oriundos de relações bilaterais comuns do comércio, enquanto os segundos estariam imersos num mercado específico, em que as operações não são meramente bilaterais, mas se disseminam no mercado por um público indeterminado.

[3] Rocha e Lima, 2000, p. 137.

Na verdade, o que distingue essencialmente os títulos de crédito dos valores mobiliários é a sua função econômica. Enquanto os primeiros foram concebidos para ser documentos individuais, ou seja, cada título incorporando direito individual e singular, que circularia indefinidas vezes, os valores mobiliários têm vocação para a distribuição em massa, de que deriva a fungibilidade.

'Se a dimensão econômica do valor mobiliário deve ser abordada de início, isto se deve à sua própria razão de ser. Com efeito, o desenvolvimento industrial e comercial mostrou os limites do autofinanciamento. A necessidade por capitais cresceu progressivamente e encontrou nos títulos negociáveis um instrumento ideal. Esta nova função do título negociável, que surgiu na Idade Média com a letra de câmbio, nos permite distinguir entre valores mobiliários e efeitos de comércio: trata-se de instrumentos de financiamento (A) a longo prazo (B)'. [4]

Nesse sentido, aponta com propriedade Bulgarelli [5] que os valores mobiliários, apesar de não se confundirem com os títulos de crédito, são 'títulos de massa, títulos negociáveis e títulos societários'. Assim, 'participam e devem se integrar à teoria geral dos títulos de crédito, não só para se manter a unidade conceitual e sistemática, mas porque impregnados, se não de todos, ao menos de vários requisitos característicos dos títulos de crédito'.

Para ser considerado um valor mobiliário, o documento necessita de alguns requisitos específicos, independente de disposição legal, que lhe possibilite a mobilização de títulos de massa e ainda sua vinculação a uma companhia emissora.

_____
[4] GOUTAY, 2000, p. 229.
[5] BULGARELLI, 1980, p. 94.

Por outro lado, para que sejam eficazes para os fins a que se prestam, os valores mobiliários necessitam estar revestidos de algumas características dos títulos de créditos, especialmente no que diz respeito à circulabilidade, legitimação e titularidade. 'No âmbito de intersecção entre as duas noções, fica patente a incompatibilidade dos princípios tradicionais dos títulos de crédito depreendidos da consagrada definição de C. Vivante, quais sejam: a cartularidade, a autonomia e a literalidade, com a natureza e dinâmica atual dos valores mobiliários, dada sua funcionalidade própria, associada intimamente à ideia de investimento, e não apenas de um instrumento de crédito. Isso, especialmente no que se refere às particularidades do regime de circulação dos valores mobiliários, calcado primordialmente em função da proteção sistêmica do mercado, e não em requisitos intrínsecos dos instrumentos neles negociados'. [6]

A intersecção entre o regime dos títulos de crédito e dos valores mobiliários decorre de algumas combinações possíveis: (i) determinados títulos de crédito típicos (ou seja, expressamente definidos como tal em lei) podem constituir, também, valores mobiliários típicos (elencados nos incs. I a VIII do art. 2º da Lei 6.385/1976); (ii) determinado título de crédito típico pode constituir um valor mobiliário atípico (enquadrado, portanto, na definição prevista no inc. IX do art. 2º da Lei 6.385/1976); (iii) determinado título de crédito atípico pode constituir um valor mobiliário típico; e (iv) determinado título de crédito atípico pode constituir um valor mobiliário atípico.

[6] PITTA, 2914, p. 111.

A respeito da classificação dos títulos de crédito, Cesare Vivante [7] aborda a matéria com a designação de ‘categorias dos títulos de crédito’ de acordo com os direitos que incorporam, considerando as mais importantes (por dizerem respeito à natureza do crédito de que se revestem) as que os classificam em títulos de crédito próprios, impróprios, de legitimação e de participação, da seguinte forma:

a) títulos de crédito próprios: aqueles que encerram uma verdadeira operação de credito, sendo preponderante o elemento pessoal, já que são baseados na confiança que merecem as partes, a exemplo da letra de câmbio e mota promissória, ordem e promessa de pagamento;

b) títulos de crédito impróprios: apesar de não representarem uma verdadeira operação de credito, mas por serem revestidos de certos requisites dos títulos de crédito propriamente editos, circulam com as garantias que caracterizam esses últimos o que confere segurança a seus prestadores e, consequentemente, larga aceitação no Mercado;

c) títulos de legitimação: não conferem ao seu portador um direito de receber crédito propriamente dito, mas de receber uma prestação de coisas ou serviços; e

d) títulos de participação, que dão ao portador um direito de participação, como é o caso das ações das sociedades anônimas.

_____

[7] VIVANTE, 1904, p. 26.

Ary Oswaldo Mattos Filho [8] assevera que o conceito de valor mobiliário se impõe, e é mesmo necessário para a demarcação da legislação a ele inerente. Da mesma forma, seu conceito é necessário para determinar o campo de atuação do governo para regular a área ligada à capitalização de empresas e o acesso à poupança pública. Assim, para o autor, a conceituação de valor mobiliário não é simplesmente formal, mas serve para 'delimitar o campo de atuação dos órgãos do Poder Executivo Federal encarregados de normatizar e incentivar o seu uso'.

Existem duas formas básicas para caracterização de valores mobiliários, quais sejam: a adotada pela maioria dos países de tradição jurídica romano-germânica, que opta por conceituar valor mobiliário; e aquela seguida por países de tradição jurídica anglo-saxônica, que opta por listar exaustivamente as espécies consideradas valores mobiliários em dado sistema jurídico. [9]

Na opinião de Haroldo Verçosa, [10] a carência de um conceito mais preciso faz com que a proteção jurídica torne-se inadequada a todos os valores mobiliários que não estejam vinculados à Comissão de Valores Mobiliários ou ao Banco Central do Brasil. Portanto, faz-se necessária uma conceituação mais precisa de valor mobiliário, visto que, como já se frisou antes, ela é imprescindível para a delimitação do papel das agências governamentais encarregadas de fiscalizar e regular o mercado de capitais. [11]

_____
[8] MATTOS FILHO, 1985, p. 31.
[9] LEÃES, 1974, p. 41.
[10] VERÇOSA, 1997, p. 74.
[11] MATTOS FILHO, 1985, p. 39.

Uma definição que contenha elementos fundamentais para a delimitação do instituto é indispensável, seguindo o binômio gênero próximo-diferença específica. No entender de Leães, [12] esse tipo de conceito deve abranger as captações no mercado em sua acepção mais lata, de forma a permitir que as agências reguladoras protejam os interesses dos investidores.

Segundo Mattos Filho, [13] a conceituação de valor mobiliário pode ser feita pelo exame de suas características mais visíveis: a) contribuição para o investimento, que pode ser pecuniária ou não; b) empreendimento comum, onde o investidor entrega seu bem para a gestão de terceiros, sendo o valor mobiliário o elo entre eles; c) expectativa de lucro, pois o investidor espera que seu capital seja remunerado; d) caracterização do empreendimento, já que o substrato econômico do negócio é que vai determinar a sua caracterização, e não ao contrário; e) contrato de risco, porque a possibilidade de perda econômica é uma característica relevante dos negócios envolvendo valores mobiliários; f) controle do empreendimento, já que negócios com valores mobiliários são o principal exemplo de separação entre a propriedade e a gestão dos recursos, e é exatamente nesse ponto que o Estado deve atuar, protegendo os investidores; g) materialização do valor mobiliário, porquanto os direitos e obrigações gerados pelos valores mobiliários podem ser, ou não, corporificados em algum tipo de documento; e h) falta de especialização, pois geralmente o investidor não tem conhecimentos técnicos suficientes para analisar o investimento que está fazendo. É essa característica do investidor que o torna a ponta mais fraca no negócio, e, por essa razão, o foco da tutela estatal.

[12] LEÃES, 1974, p. 60.
[13] MATTOS FILHO, 1985, p. 40.

Mattos Filho [14] conceitua valor mobiliário como sendo 'o investimento oferecido ao público, sobre o qual o investidor não tem controle direto, cuja aplicação é feita em dinheiro, bens ou serviço, na expectativa de lucro, não sendo necessária a emissão do título para materialização da relação obrigacional'. Apesar de o Brasil possuir um sistema jurídico com base romano-germânica, a Lei 6.385/1976, em vez de dar um conceito claro de valor mobiliário, optou por fazer uma lista, que poderia ser aumentada pelo Conselho Monetário Nacional. A legislação de mercado de capitais brasileira foi o primeiro caso de adaptação de um complexo de instituições e normas jurídicas, oriundas de um país de sistema jurídico baseado na *common law*, no contexto de um país tributário da tradição continental europeia.

O art. 1º da Lei 10.198/2001 traz um conceito de valor mobiliário bastante similar ao adotado pelo Direito norte-americano, abarcando quaisquer negócios jurídicos que possuam essas características: 'Constituem valores mobiliários, sujeitos ao regime da Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976, quando ofertados publicamente, os títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm de esforço do empreendedor ou de terceiros'.

'Na definição legislativa do que seja contrato de investimento, nosso legislador optou por adotar uma definição genérica de valor mobiliário, retirada da jurisprudência da Suprema Corte norte-americana, que explicita o significado da expressão *investment contract*, prevista, mas não definida, nas leis de 1933 e 1934, concernentes à criação da *Securities and Exchange Commission* (SEC) e à regulação das bolsas de valores. Inicialmente é de se notar que, enquanto o conceito de

contrato de investimento nasce no direito norte-americano pela definição judicial, entre nós o mesmo vem ao mundo com a força cogente de lei.

Ou seja, não caberá ao nosso Judiciário ou ao tribunal administrativo concordar com a definição nascida em *SEC v. Howey*, mas decidir de acordo com o seu preceito. Assim, resta saber: '1) se haverá ou não uma oferta pública; 2) se ela será de algo que constitui um título ou um contrato de investimento coletivo; e 3) se este não é de emissão de instituição financeira, cuja competência pertence ao Banco Central'. [15]

9.Debêntures.

Debêntures são valores mobiliários que conferem direito de crédito perante a sociedade anônima emissora, nas condições constantes do certificado (se houver) e da escritura de emissão.

A emissão da debênture pode ser pública ou privada. No primeiro caso, a sociedade deve pedir prévia autorização da CV; no segundo, basta a comunicação. Além disso, devem ser adotadas providências perante o registro de empresa e de imóveis. Por fim, podem ser necessários outros atos para a implementação de eventuais garantias.

As debêntures podem ser de quatro espécies: com garantia real, com garantia flutuante, quirografárias ou subordinadas. A classificação tem importância, principalmente, na hipótese de falência da sociedade anônima emissora.

[14] MATTOS, 1985, p. 49.
[15] SILVA, 2015, p. 67.

As debêntures perpétuas possibilitam a organização do poder de controle da sociedade anônima, na medida em que os debenturistas aportam recursos na empresa, mas não titularizam direitos de acionistas. O agente fiduciário, obrigatório nas emissões de debêntures destinadas ao mercado de capital e facultativo nas privadas, é o representante da comunhão dos interesses dos debenturistas.

Debêntures é um título de dívida em que seu investimento é um empréstimo para determinada empresa que não seja uma instituição financeira ou uma instituição de crédito imobiliário. Assim o investidor se torna um credor da empresa em questão e recebe juros fixos ou variáveis ao final do período pactuado.

Para as empresas**,** as debêntures são uma forma mais em conta de financiar projetos de médio e longo prazo, como ampliar seu parque fabril, comprar máquinas, trocar sua frota de veículos, etc. Como o caso da Vale em 2015 que lançou debêntures para financiar o projeto de expansão da Estrada de Ferro Carajás.

Captar recursos através da emissão de debêntures, na maioria dos casos é muito mais barato para a empresa do que captar estes recursos em Bancos por exemplo e é por isso que é um método largamente utilizado pelas empresas de grande porte.

Para os investidores**,** as debêntures são uma forma muito inteligente de investir recursos, pois as elas combinam: rentabilidades muito atraentes, isenção de Imposto de Renda em alguns casos, grande liquidez através do mercado secundário (ou seja, sem carência) e quando falamos de

empresas de grande porte, garantias fortes como as de um depósito bancário.

A debênture é um valor mobiliário emitido por sociedades por ações, representativo de dívida, que assegura a seus detentores o direito de crédito contra a companhia emissora. Consiste em um instrumento de captação de recursos no mercado de capitais, que as empresas utilizam para financiar seus projetos. É uma forma também de melhor gerenciar suas dívidas.

As debêntures podem ser uma alternativa mais rentável do que as outras opções de renda fixa, mas envolvem riscos de crédito e prazos que devem ser considerados pelos investidores. As regras relacionadas aos prazos e ao formato da remuneração das debêntures estão definidas e registradas desde o momento da emissão pela empresa. Portanto, quem investe em uma debênture já sabe desde o início por quanto tempo o dinheiro precisará ficar aplicado e também de quanto serão os juros que receberá até lá. Por essas características, as debêntures são classificadas como investimentos de renda fixa, como os CDBs.

Como as condições da emissão são definidas pela própria empresa, as debêntures acabam sendo uma forma mais flexível de captação de recursos, e também mais barata do que um financiamento bancário tradicional, com juros menores. Ao mesmo tempo, as debêntures não envolvem a venda de uma parte do capital para outras pessoas, como acontece quando uma empresa faz uma emissão de ações. Isso é positivo para os acionistas, que evitam ter seus investimentos diluídos.

As empresas enquadradas como sociedade por ações (S/A) de capital fechado ou aberto podem emitir debêntures no mercado. Já para fazer ofertas públicas de debêntures é preciso ser uma

companhia aberta e estar devidamente registrada junto à Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

A decisão sobre emitir debêntures deve ser tomada pela assembleia geral de acionistas de uma empresa, que precisa fixar as condições e os critérios da operação. Em companhias abertas, no entanto, o próprio Conselho de Administração pode deliberar sobre a emissão de debêntures sem ter de consultar os acionistas antes.

Existem diferenças importantes entre as debêntures disponíveis para os investidores no mercado. Debêntures conversíveis são papéis que mesclam características de renda fixa e renda variável. Isso porque, como o nome sugere, as debêntures conversíveis podem ser trocadas por ações da companhia emissora. É como se, no lugar de devolver o dinheiro dos investidores acrescido de juros, a empresa pudesse fazer esse pagamento por meio de uma participação acionária. Em alguma medida, o fato de serem conversíveis reduz o risco do investimento nas debêntures. Afinal, se numa situação limite a empresa não tivesse caixa para honrar os pagamentos dos juros e do principal, o investidor que se tornasse acionista evitaria um prejuízo maior.

Outra maneira de se referir às debêntures simples é como 'não conversíveis'. Significa que elas não preveem a possibilidade de serem convertidas em ações. Quem investe nelas será remunerado sempre com juros sobre o principal, de acordo com as condições oferecidas na oferta. As debêntures incentivadas servem para captar recursos para projetos específicos, voltados ao desenvolvimento da infraestrutura do país. Foram regulamentadas pela lei 12.431, de 2011, e também são chamadas de debêntures de infraestrutura. Entre os setores prioritários para a emissão dos papéis estão logística, transporte, saneamento básico, energia e muitos outros.

O incentivo oferecido nessas debêntures para despertar o interesse dos investidores é a isenção de Imposto de Renda sobre o rendimento. Essa é a principal vantagem do produto. São classificadas como comuns as debêntures que não são incentivadas,– ou seja, as não isentas de Imposto de Renda. As debêntures permutáveis lembram as debêntures conversíveis, porque elas também são papéis que podem ser trocados por ações. A diferença é que, no caso das permutáveis, as ações não são da própria empresa emissora das debêntures.

As debêntures perpétuas não preveem um prazo de vencimento, como normalmente existe nesses papéis. Assim, o investidor permanece recebendo a remuneração ao longo do tempo, segundo o que tiver sido acordado pela empresa na época da emissão. A remuneração oferecida aos investidores nas debêntures participativas é a participação nos lucros da empresa que emitiu os papéis. Os direitos e os deveres dos debenturistas e da empresa emissoras precisam estar especificados na “escritura de emissão”. Entre as informações detalhadas nesse documento estão as formas de remuneração das debêntures.

Existem três estruturas mais comuns: a) em uma debênture prefixada, o investidor recebe uma taxa de juros definida desde o momento da aplicação. É possível calcular exatamente quanto ele receberá até o vencimento; b) nas debêntures pós-fixadas, o investidor também conhece de antemão o indicador que servirá como referência para a remuneração da debênture. Pode ser a taxa Selic ou a taxa do CDI, por exemplo. No entanto, o retorno efetivo recebido na aplicação seguirá as variações impostas ao indicador. Se a Selic subir ou cair, a remuneração poderá ser maior ou menor; c) nas debêntures com remuneração híbrida, há um componente prefixado e outro pós-fixado. Os casos mais comuns são aqueles em que o papel assegura uma taxa de juros anual (de 5% ou 8%, por exemplo) mais a variação