

Instituto Mackenzie
Biblioteca George Alexander
Direito

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL INDUSTRIAL, ECONÔMICO E FINANCEIRO

Publicação do
Instituto Brasileiro de Direito Comercial Comparado
e Biblioteca Tullio Ascarelli
e do Instituto de Direito Econômico e Financeiro,
respectivamente anexos aos
Departamentos de Direito Comercial e de
Direito Econômico e Financeiro da
Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

Edição da
Editora Revista dos Tribunais Ltda.

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL INDUSTRIAL, ECONÔMICO E FINANCEIRO

Fundador:

WALDEMAR FERREIRA

Diretor:

PHILOMENO J. DA COSTA

Diretor Executivo:

FÁBIO KONDER COMPARATO

Coordenador:

WALDÍRIO BULGARELLI

Redatores:

ANTONIO MARTIN, CARLOS ALBERTO SENATORE, HAROLDO M. VERÇOSA, JOSÉ ALEXANDRE TAVARES GUERREIRO, MAURO DELPHIM DE MORAES, MAURO RODRIGUES PENTEADO, NEWTON DE LUCCA, NEWTON SILVEIRA, PAULO SALVADOR FRONTINI, RACHEL SZTAJN, VERA HELENA DE MELLO FRANCO.

Serviços gráficos: Editora Parma Ltda., Av. Antonio Bardella, 280
- CEP 07220-020 - Guarulhos, SP, Brasil.

Edição e distribuição da

EDITORA 
REVISTA DOS TRIBUNAIS

Rua Conde do Pinhal, 78 — Caixa Postal 678
Tel. (011) 607-2433 Fax (011) 607-5802
CEP 01501-060 - São Paulo, SP, Brasil

SUMÁRIO

DOCTRINA

- Do regime legal das operações realizadas no mercado de câmbio — Arnoldo Wald 5
- Banco Central: questões jurídico-políticas na Constituição de 1988 — Luis Fernando Schuartz 36
- “Capital requirements and the Brazilian banking system” — Paulo de Lorenzo Messina 49
- Construção e operação do gasoduto para importação do gás boliviano: o exercício do monopólio do gás pela União — Luiz Gastão Paes de Barros Leães 70
- O preço de emissão das ações em aumento de capital — José Mário Bimbato 81

ATUALIDADES

- As licitações e contratos públicos: algumas anotações à Lei 8.666 — João Luiz Coelho da Rocha 95
- Quotas de fundos imobiliários — Novo valor mobiliário — Rachel Sztajn 104
- O ICMS e a transferência interestadual de bens do ativo fixo — Luiz Antonio Mattos Pimenta Araújo 109

JURISPRUDÊNCIA

- Sociedade Anônima — Assembléia geral extraordinária de debêntures — Emissão — Conversão em ações preferenciais com e sem direito de voto — Direito de recesso dos acionistas minoritários — José Alexandre Tavares Guerreiro 114

NOTAS BIBLIOGRÁFICAS

- As recentes mutações do sistema bancário francês, Jean Thibaud, advogado em Paris — Arnoldo Wald 123
- “Droit privé allemand, 1, Actes juridiques, droits subjectifs”, Claude Witz — (BGB, Partie générale, Loi sur les conditions générales d'affaires) — Arnoldo Wald 125
- O Direito na década de 1990: novos aspectos — André Tunc..... 127

CURRICULUM DOS COLABORADORES DESTE NÚMERO:

ANDRÉ TUNC

Professor de Direito da Universidade de Paris I (Panthéon-Sorbonne)

ARNOLDO WALD

Advogado no Rio de Janeiro e em São Paulo; Professor Catedrático de Direito Civil da UERJ

JOÃO LUIZ COELHO DA ROCHA

Advogado

JOSÉ ALEXANDRE TAVARES GUERREIRO

Professor Assistente e Doutor de Direito Comercial da Faculdade de Direito da USP; Advogado em São Paulo e Brasília

JOSÉ MÁRIO BIMBATO

Mestre em Direito pela Universidade de Yale (EUA); Procurador do Estado do Rio de Janeiro

LUIS FERNANDO SCHUARTZ

Mestre em Direito pela Johann-Wolfgang-Goethe Universität (Frankfurt am Main); Monitor da Cadeira de Teoria Geral do Direito da Faculdade de Direito da USP

LUIZ ANTONIO MATTOS PIMENTA ARAÚJO

Professor Doutor de Legislação Tributária da Faculdade de Direito da USP

LUIZ GASTÃO PAES DE BARROS LEÃES

Professor titular de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

PAULO DE LORENZO MESSINA

Advogado

RACHEL SZTAJN

Professora livre-docente de Direito Comercial da Faculdade de Direito da USP; Advogada em São Paulo

O PREÇO DE EMISSÃO DAS AÇÕES EM AUMENTO DE CAPITAL

JOSÉ MARIO BIMBATO

1. Direito Comparado: 1.1 Estados Unidos; 1.2 Itália; 1.3 França; 1.4 Comentário — 2. Emissão de ações no mercado — 3. Valor do Direito de subscrição — 4. Valor da ação: 4.1 Valor contábil; 4.2 Valor de liquidação; 4.3 Valor de renda; 4.4 Valor de mercado — 5. Princípio do justo preço: 5.1 Ações cotadas; 5.2 Ações não cotadas; 5.3 Considerações Gerais — 6. Conclusão — 7. Bibliografia.

A lei das sociedades por ações de 1976 pôs termo a uma velha controvérsia, que se estabelecera no regime do Dec.-lei 2.627/40, sobre a possibilidade de emissão de ações com ágio, isto é, por preço superior a seu valor nominal, nos aumentos de capital que a sociedade promovesse.¹

1. Miranda Valverde dizia que o ágio não tem razão de ser quando a lei assegura aos acionistas o direito de preferência, acrescentando: "O ágio ou prêmio é, portanto, do acionista que, não dispondo de recurso para subscrever sua parte no aumento, *lucra*, transferindo a terceiro, acionista ou não, seu direito de subscrição". O grifo é do original. Trajano de Miranda Valverde, *Sociedades por Ações*, 3.ª ed., 1959, II, n. 569. No mesmo sentido, mas admitindo o ágio em relação a terceiros, Cunha Peixoto, *Sociedades por Ações*, 1973, III, n. 848. A favor do ágio colocava-se, entre outros, Tullio Ascarelli, *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*, 2.ª ed., 1969, p. 495.

Havia também um problema fiscal: "A legislação do imposto não previa a tributação do ágio na emissão das ações, mas as autoridades tributárias tradicionalmente conceituavam o ágio como lucro. Essa interpretação obrigou, até 1965, a emissão de ações pelo valor nominal, ainda que o valor de mercado fosse superior. O regulamento do Imposto de Renda de 1965 reconheceu a não incidência do imposto sobre

Como consta da "Exposição Justificativa" do projeto que deu origem à lei vigente, o ágio, que antes era exceção, passou a ser a regra. Além disso, como as ações podem ser emitidas sem valor nominal, o ágio (diferença entre o valor original e o valor de emissão) teria de ser definido em outras bases, afim de igualar às ações novas às antigas.

O art. 170, § 1.º, com efeito prescreve que o preço de emissão "deve ser fixado tendo em vista a cotação das ações no mercado, o valor de patrimônio líquido e as perspectivas de rentabilidade da companhia, sem diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, ainda que tenham direito de preferência para subscrevê-las".

O fim dessa regra, segundo a "Exposição Justificativa", é proteger o interesse dos acionistas minoritários contra o prejuízo, correspondente à diluição das ações antigas, a que estariam eles sujeitos, se as ações novas fossem emitidas pelo valor nominal ou por um preço baixo, relativamente a seu "valor econô-

o ágio, e foi em seguida confirmado pela Lei 4.728/65". Alfredo Lamy Filho, José Luiz Bulhões Pedreira, *A Lei das S/A.*, 1992, p. 132.

mico" (de troca, de patrimônio líquido ou de rentabilidade)?

Mas alguns aspectos não ficaram claros. Como considerar ao mesmo tempo os três elementos do preço de emissão — cotação no mercado, patrimônio líquido e perspectivas de rentabilidade? (Embora a "Exposição Justificativa" empregue a conjunção *ou*, o comando legal usa a conjunção aditiva *e*). Haveria dois critérios, um para as ações cotadas, outro para as não cotadas? Quando as ações estão cotadas na bolsa e os acionistas gozam de direito de preferência (ou de opção) para subscrevê-las, a emissão de ações com ágio estaria suprimindo um lucro dos acionistas? O valor de patrimônio líquido é o que resulta do último balanço aprovado ou da situação real do ativo e do passivo?

Segundo Fábio Konder Comparato, a norma é absolutamente original, o que teria obrigado os juristas nacionais a "raciocinar com a própria cabeça, sem o argumento prestigioso da citação estrangeira".³

2. Eis *Exposição Justificativa* do preceito:

"para proteção dos acionistas minoritários, o § 1.º estabelece que as novas ações devem ser emitidas por preço compatível com o valor econômico da ação (de troca, de patrimônio líquido, ou de rentabilidade), e não pelo valor nominal. A emissão de ações pelo valor nominal, quando a companhia pode colocá-las por preço superior, conduz à diluição desnecessária e injustificada dos acionistas que não têm condições de acompanhar o aumento, ou simplesmente desatentos à publicação de atos societários. A existência do direito de preferência nem sempre oferece proteção adequada a todos os acionistas. A emissão de ações pelo valor econômico é a solução que melhor protege os interesses de todos os acionistas, inclusive daqueles que não subscrevem o aumento, e por isso deve ser adotada pelos órgãos competentes para deliberar sobre o aumento de capital."

3. Fábio Konder Comparato, "A Fixação do Preço de Emissão das Ações no Aumento de Capital da Sociedade Anônima", *RDM* 81/79, (jan.-mar./91).

A história legislativa do projeto pouco acrescenta ao que já foi referido, mas a circunstância de a lei não haver exigido avaliação por perito indica que o legislador quis deixar certa margem de liberdade para a solução dos casos concretos.

De fato, no Congresso Nacional uma emenda propunha que os elementos informativos do preço de emissão, no aumento de capital, fossem apurados por meio de laudo técnico elaborado por economista. A emenda foi rejeitada, de acordo com o parecer do relator do projeto na Comissão de Economia da Câmara dos Deputados, Deputado Tancredo Neves, sob a alegação de que, na deliberação do preço, se levam em conta "mais acentuadamente considerações de ordem negocial ou de situação do mercado do que elementos técnicos" (*Diário do Congresso Nacional*, seção I, 8.9.76, pp. 8.539 e ss.).

O recurso ao direito comparado, apesar da suposta originalidade do preceito, pode ajudar a esclarecer o tema. Seria ainda útil saber em que condições se determina o preço de emissão no mercado, qual é o conteúdo econômico do direito de subscrever e quais são as medidas de valor da ação.

1. DIREITO COMPARADO

1.1 Estados Unidos

A proteção dos acionistas contra danos decorrentes da emissão de novas ações por preço inadequado construiu-se, nos Estados Unidos, por via judicial. No caso *Bodell v. General Gas & Electric Corp.*, datado de 1926, a Justiça de Delaware assentou que, não obstante o irrestrito poder atribuído aos administradores da companhia para fixar o preço de emissão das ações, a *equity*, por analogia com as mesmas razões que estão na base do direito de preferência (*preemptive right*), interviria a favor dos

acionistas contra a deterioração injustificada de sua parte social.⁴

Já em 1876, conforme registram Berle e Means, um tribunal de Illinois, fundado no princípio da boa-fé, declarou nulas ações subscritas por certos acionistas a um preço nominal, em detrimento dos demais.⁵

Ainda segundo Berle e Means, o poder de emitir ações está sempre sujeito à regra da equidade, que manda respeitar o interesse proporcional dos acionistas atuais e futuros.⁶

Diz Ballantine, interpretando a jurisprudência, que, não sendo oferecidas aos acionistas existentes, as novas ações devem ser emitidas por um preço justo, baseado nas condições do mercado e no valor do patrimônio e lucros potenciais, dentro de razoável limite de discrição comercial ("they should be issued at a fair price based on market conditions and the value of the assets and prospective earnings, within a reasonable range of business discretion").⁷

William Cary adverte que, mesmo não violado o direito de preferência, a emissão de novas ações pode significar um violação do dever, que têm os administradores, de fixar um preço de emissão suficientemente alto para não diluir, sem justa causa, a participação dos acionistas existentes ("so as not

unfairly to dilute the interests of existing shareholders").⁸

Quando oferecidas aos acionistas *pro rata*, tem-se reconhecido ampla liberdade no preço de emissão das ações facilmente negociáveis no mercado, pois a diluição seria compensada pela subscrição de ações adicionais ou pelo preço de transferência do direito.⁹

Quanto às companhias fechadas, outra orientação parece prevalecer. No caso *Steven v. Hale-Haas Co.* (1945), um tribunal de Wisconsin considerou que, como o direito de preferência nessas companhias não é prontamente negociável, seria iníquo emitir novas ações por preço muito abaixo de seu justo valor, assim forçando acionistas minoritários a contribuir com mais recursos ou ter o valor de sua parte diluído.¹⁰

8. Cary, p. 1.170.

9. "It is again a matter of relative indifference to the shareholders that the price they may now pay for the new shares is low in comparison with the book or market value of the outstanding shares or with the demonstrated earning power of the corporation per share. To the extent that they exercise their rights, they will not be hurt by a low price even though the book or market value of their old shares is diluted; to the extent that they sell their rights the low price will or should be reflected in a relatively high price obtainable for the rights, and in that way the existing shareholders will be compensated for the dilution of their old shares. Almost complete freedom to fix the price for low-par or no-par shares so offered has been judicially recognized and if the offer is fairly made, ground of complaint by existing shareholders has been denied", afirma Cary (p. 1.169), com duas ressalvas: 1) A discussão limita-se ao caso em que a companhia tenha uma só classe de ações ou pelo menos ao caso em que a emissão não interfira nos direitos relativos de outra; 2) Supõe-se haver informação honesta e adequada ("fair and adequate disclosure") aos acionistas e ao público em geral sobre a situação da companhia.

10. 249 Wis. 205, 23 N.W.2d 620 (1945). Cary, p. 1.164.

4. Court of Chancery of Delaware, 15 Del. Ch. 119, 132 A.442 (1926). Aff'd 15 Del.Ch. 420, 140 A.264 (1927). William L. Cary, *Cases and Materials on Corporations*, 4.^a ed., 1969, p. 1.173.

5. *People v. Sterling Mfg. Co.*, 82 Ill. 457 (1876). Cit. em Adolf A. Berle Jr., Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, 1944, p. 250.

6. *Ibid.*, p. 249.

7. Henry W. Ballantine, *Ballantine on Corporations*, 1946, p. 475. "Assets" significa bens, ativo ou patrimônio. "Prospective earnings" pode ser também traduzido por lucros futuros, lucros esperados ou perspectivas de rentabilidade.

Em *Katzowitz v. Sidler* (N.Y., 1969), também concernente a uma companhia fechada, concluiu outra corte que o corolário do direito de preferência é o direito de abster-se o acionista de subscrever novas ações, sem ser confrontado com a diluição das que possui, se nenhuma justificação comercial válida existe para a diluição.¹¹

A *equity*, que remonta à jurisdição do Tribunal da Chancelaria na Inglaterra, permitiu soluções judiciais para certos problemas das sociedades anônimas, que dificilmente seriam resolvidos com a rigidez de uma norma legal.¹²

1.2 Itália

Dentre as modificações introduzidas no regime das sociedades anônimas pela Lei 216/74, consta a do art. 2.441, 6.ª alínea, do CC, segundo a qual a deliberação do aumento de capital, quando excluído ou limitado o direito de opção para subscrever as ações novas, determinará o preço de emissão “com base no valor do patrimônio líquido, tendo em conta, para as ações cotadas em bolsa, também o curso das cotações no último semestre”.¹³

11. 24 N.Y.2d 512, 301 N.Y.S.2d 470, 249 N.E.2d 359 (1969). William L. Cary, Melvin A. Eisenberg, *Cases and Materials on Corporations*, 5.ª ed., 1980, p. 1.099.

12. No referido caso *Bodell* disse a Corte: “The power of the court to interfere, however, must be exercised in accordance with general equitable considerations, for the justification for its interference rests not on statutory provisions, but upon its broad equitable power to protect against wrongs”. Cary, nota 4 acima.

13. “La deliberazione di aumento del capitale, quando il diritto di opzione sia escluso o limitato ai sensi del quarto o del quinto comma, determina il prezzo di emissione delle azioni in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in borsa, anche dell'andamento delle quotazioni nel'ultimo semestre”. *Cod. Civ.*, art. 2.441, 6.ª alínea.

A norma, comenta Raffaele Nobili, não tutela o direito de opção, mas a consistência econômica da participação do sócio e o direito de conversão do obrigacionista (quando se trata de obrigações conversíveis em ações), que sofreriam diluição (*annacquamento*), se terceiro adquirisse as ações sem um ágio (*sopraprezzo*) adequado.¹⁴

O preço de emissão, para esse efeito, deve ser o mais próximo possível do valor efetivo das ações novas. Por isso, o “valor do patrimônio líquido” não é o resultante do último balanço aprovado (no qual os valores do ativo em larga medida coincidem com o custo histórico dos bens), mas o proveniente da soma algébrica dos valores reais do ativo e do passivo, entende Nobili.¹⁵

Ainda de acordo com o professor italiano, o preço de emissão não deve ser necessariamente igual ao valor patrimonial, já que deve ser determinado “com base” nesse valor. Onde parece-lhe haver certa flexibilidade, de modo que o preço de emissão poderia ser inferior ao valor patrimonial, se isso fosse necessário para colocar as ações.¹⁶

14. Raffaele Nobili, Marco Vitale, *La Riforma delle Società per Azioni*, 1975, p. 372.

15. “Poichè questa norma è posta a tutela dei titolari del diritto d'opzione (diritto che, nel caso concreto, viene escluso) il prezzo d'emissione deve essere il più vicino possibile al valore effettivo delle nuove azioni.

“Si deve perciò escludere che il 'valore del patrimonio netto' sia quello risultante dall'ultimo bilancio approvato (nel quale i valori dell'ativo in larga misura coincidono con il costo storico dei beni).

“Il 'valore del patrimonio netto' é invece dato dalla somma algebrica dei valore reali dell'ativo e del passivo dei beni sociali (esclusi quelli non suscettibili di iscrizione in bilancio, primo fra tutti l'avviamento; sembra perciò che esso debba essere determinato sulla base di una situazione patrimoniale apposita, appunto perchè questa funzione non può essere assolta dal bilancio d'esercizio”. *Ibid.*, pp. 373-374.

16. *Loc. cit.*

1.3 França

No aumento de capital mediante apelo público à poupança, quando suprimido pela assembleia geral o direito preferencial de subscrição, o preço de emissão das ações cotadas (inscritas na *cote officielle* ou na *cote du second marché*), da mesma categoria das emitidas, não pode ser inferior à média dos 20 primeiros dias, pelo menos, dos 40 que precedem o começo da emissão.

Para as ações não cotadas, na mesma hipótese de supressão do direito de preferência, o preço de emissão não pode ser inferior ao patrimônio líquido por ação, resultante do último balanço, ou ao fixado por um perito designado pelo presidente do Tribunal de Comércio.

Ressalvam-se, em ambos os casos, os ajustes relativos ao termo inicial da aquisição de direitos (e.g. direito a dividendos).¹⁷

1.4 Comentário

Não deixa de ser curiosa a semelhança na linguagem da lei brasileira e na do direito dos Estados Unidos sobre a matéria. Revejam-se os seguintes trechos de dois autores daquele país. Quanto às ações novas, "... they should be issued at a fair price based on market conditions and value of the assets and prospective earnings...". (Ballantine) "so as not unfairly to dilute the interests of existing shareholders" (Cary).

Note-se que, enquanto no texto de Ballantine se lê "market conditions", na lei brasileira se lê "cotação das ações no

mercado". Dessa forma, a construção aditiva do autor americano não apresenta a mesma dificuldade de interpretação lógica da lei brasileira.

A primeira parte da norma lembra também a lei italiana: "La deliberazione... determina il prezzo di emissione... in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in borsa, anche dell'andamento delle quotazioni...".

Teria o legislador brasileiro feito uma fusão de elementos do direito estadunidense e do italiano?

2. EMISSÃO DE AÇÕES NO MERCADO¹⁸

Como o preço de emissão das ações é fixo, deve-se considerar a possibilidade de o preço corrente das ações da mesma classe no mercado cair a nível inferior ao da emissão, antes que as novas sejam todas subscritas. Tal evento frustraria a operação ou a prolongaria por tempo indefinido (já que as ações novas se tornam mais caras que as antigas), mas a companhia emissor pode prevenir-se contra as vicissitudes do mercado, contratando a subscrição integral com um banqueiro ou distribuidor ("underwriter").

Uma das funções do distribuidor consiste justamente em assumir o risco do mercado, subscrevendo a emissão, isto é, assegurando a subscrição completa do capital. Se as ações não tiverem boa saída, o distribuidor suporta o prejuízo.

O distribuidor ou grupo distribuidor pode subscrever a totalidade das ações para vender no mercado, como pode comprometer-se, por uma comissão, a subscrever as que não forem tomadas em certo prazo. A segunda hipótese está geralmente associada à oferta em opção aos acionistas.

18. Esta seção está baseada substancialmente em James C. Van Horne, *Financial Management and Policy*, 5.ª cd., 1980, cap. 20.

17. Dec. 236/67 (sobre as sociedades comerciais), art. 155-1, introduzido pelo Dec. 363/83. O art. 155 do Dec. 236, com a redação determinada por outro decreto, de 1974, já continha norma semelhante para as ações cotadas em bolsa. Cf. Dominique Gerry, "Le Régime des Augmentations du Capital en Numéraire après la Loi 83-1 du 3 Janvier 1983", *Revue des Sociétés*, 1983, pp. 281-282.

Pode ainda o distribuidor obrigar-se a procurar subscritores para os títulos, sem o compromisso de ficar com os que não forem colocados. Esta hipótese é típica de companhias que não encontram um banqueiro disposto a subscrever a emissão, mas algumas empresas ocasionalmente preferem oferecer as ações a seus próprios acionistas (por um preço relativamente baixo) sem a proteção do banqueiro, economizando a comissão de garantia.

Na primeira hipótese, a remuneração do distribuidor consiste na diferença entre o preço de subscrição e o de venda. Naturalmente pretende ele subscrever a preço inferior ao do mercado, para que possa vender com lucro. Quanto mais incerto o resultado da operação — o que depende das condições do mercado e do próprio lançamento — maior o desconto no preço do mercado, exigido pelo banqueiro.¹⁹

A taxa de desconto depende também do poder de barganha da companhia, mas a competição contribui para que o preço de emissão não seja tão baixo quanto talvez desejasse o distribuidor. A diferença entre o preço de emissão e o do mercado (mais alto) representa um custo para os acionistas, na medida em que dilui o lucro por ação.

Na oferta em opção aos acionistas, o aspecto crítico é o preço subscrição (ou de emissão). Este deve ser fixado abaixo do corrente, para que os acionistas sejam induzidos a subscrever as ações. Se o preço do mercado cair abaixo do preço de subscrição, no prazo reservado ao exercício do direito, a opção não será exercida, pois obviamente seria mais vantajoso comprar ações velhas no mercado.

19. Nos Estados Unidos o preço de emissão geralmente é fixado ao término do período de registro na *Securities Exchange Commission*, quando o *underwriter* pode melhor avaliar a situação do mercado. Cf. Van Horne, p. 581.

Mais ainda, o período de opção dos acionistas prolonga o estado de incerteza, o que também concorre para baixar o preço de emissão. Pode-se conjecturar que, quanto maior o período de opção, menores as possibilidades de que o preço de emissão se mantenha abaixo do preço de mercado.²⁰

Seria tentador imaginar que, por um preço de emissão bastante reduzido, se poderia eliminar o risco e, assim, dispensar a proteção do banqueiro. Quanto menor, porém, o preço de emissão, maior o número de ações que devem ser emitidas para obter o mesmo capital e, em consequência, maior a diluição do lucro esperado e a desvalorização das ações existentes. Embora os acionistas estejam teoricamente a salvo da diluição, desde que exerçam seu direito de subscrever, devem-se levar em conta as imperfeições do mercado.

Quando as ações não são cotadas e a companhia pretende aumentar o capital mediante subscrição pública, geralmente se estima o preço de emissão pelo valor de rentabilidade do título. Um método comum consiste em comparar essas ações com ações cotadas de empresas semelhantes, para calcular o índice preço-lucro.

O importante, sempre, é saber quanto o mercado estaria disposto a pagar pelos títulos. Ações de companhias que estréi-

20. Segundo Van Horne, na maioria das ofertas aos acionistas, o preço de subscrição tem sido fixado entre 10 e 20% abaixo do preço do mercado, nos Estados Unidos. *Ibid.*, p. 597.

O direito de opção dos acionistas tem-se tornado cada vez mais raro nas companhias abertas dos Estados Unidos. Tal fato tem sido atribuído não só às delongas do processo de emissão e ao efeito depressivo no preço do mercado, mas também aos problemas jurídicos decorrentes da complexa estrutura do capital de muitas empresas, com ações de diversas classes. Cary e Eisenberg, *op. cit.*, 1980, p. 1085. Richard A. Brealy, Stewart C. Myers. *Principles of Corporate Finance*, 3.^a ed., 1988, p. 345.

am no mercado de capitais têm sido lançadas com substancial desconto em seu valor estimado, dado o risco da operação.

3. VALOR DO DIREITO DE SUBSCRIÇÃO

Como é intuitivo, a emissão de novas ações sem a entrada compensatória de novos recursos dilui, isto é, diminui o lucro esperado por ação. A diluição do lucro, por sua vez, tende a baixar a cotação dos títulos.

Admitamos, para simplificar, que todas as ações de uma companhia sejam ordinárias. O número de ações emitidas é de um milhão. A ação está cotada a \$100 (cem unidades monetárias), e a companhia emite mais 250.000 ações da mesma espécie (e classe) ao preço de \$80 cada uma. Aos acionistas é assegurado o direito de opção para subscrever as ações novas, na proporção do número de ações que possuem, ou seja, na proporção de uma ação nova para cada quatro antigas. Quanto valerá cada ação no mercado após o aumento? Quanto vale o direito de subscrição?

Cada ação (nova ou velha) valerá teoricamente \$96, após exercido o direito de opção. Essa quantia equivale à média ponderada do preço corrente de quatro ações antigas e do preço de subscrição de uma nova (supondo-se inalterados os demais fatores, como risco e retorno).²¹

Cada ação velha (que estava cotada a \$100) perde, portanto, \$4 no preço. Essa perda corresponde à diluição das ações antigas. Cada ação nova (subscrita a \$80) obtém um acréscimo de \$16. O

21. A quantidade de ações cresce na razão de uma para quatro. O valor teórico de uma ação, após o aumento, é igual ao preço de quatro ações antigas, mais o preço de subscrição de uma nova dividido o total por cinco: $[(4 \times \$100) + \$80] \div 5 = \$96$. Cf. Van Horne, p. 593.

ganho de \$16 representa o valor teórico do direito de subscrever uma ação nova, mas os acionistas nada lucram com a aparente vantagem, quer subscrevam as novas ações, quer transfiram no mercado, pelo preço de \$16, seu direito de subscrição.

Se a cada quatro ações corresponde o direito de subscrever mais uma, o decréscimo total no preço das quatro primitivas é de \$16, ou seja, igual ao valor do direito. Como indicado no exemplo, teoricamente o único proveito do acionista é compensar-se da diluição. O efeito é análogo ao de um dividendo em ações.²²

Aqueles, porém, que em subscrição suplementar adquirem ações a preço inferior ao do mercado relativas aos direitos não exercidos, obtêm uma vantagem real. A experiência de fato revela que muitos acionistas deixam de exercer o direito, seja pelo número inexpressivo das ações que possuem, seja por desinformação.

22. "The decline in market price is offset exactly by the value of one right. Thus, theoretically, the stockholder does not benefit from a rights offering; the right represents merely a return of capital... The fall in stock price caused by the right offering... is the same as the fall in price caused by a stock dividend. In neither case does the stockholder receive a thing of value". Van Horne, p. 594.

Na praça de Nova Iorque estabeleceu-se o uso de atribuir uma opção (*one right*) a cada ação antiga (Cary e Eisenberg, p. 1.088). No exemplo do texto, seriam necessárias quatro opções para subscrever uma ação nova, segundo o sistema nova-iorquino.

O valor efetivo do direito pode diferir do valor teórico, dependendo do preço efetivo das ações no mercado, durante o período em que o direito pode ser exercido. Cf. Van Horne, loc. cit., mas não se pode afirmar que o direito de subscrição significa lucro para os acionistas em geral. Se assim fosse, as companhias poderiam criar riqueza do nada. Nessas condições, o ganho dos acionistas é ilusório. A tese de Valverde (nota 1 *supra*) estaria, pois, errada *ab initio*.

4. VALOR DA AÇÃO

A ação do capital tem diversas medidas de valor. As principais são: valor contábil, valor de liquidação, valor de renda e valor de mercado.

O valor nominal tem pouca significação econômica. Para os fins desta análise, basta dizer que o valor nominal representa apenas um limite, abaixo do qual a ação não pode ser legalmente emitida. Por isso, não nos ocuparemos do valor nominal nesta seção.

4.1 Valor contábil

O patrimônio líquido de uma companhia compreende, sob o aspecto contábil, o capital social, as reservas constituídas e os lucros (ou prejuízos) acumulados. No balanço patrimonial a importância do patrimônio líquido é igual, por definição, à diferença entre a do ativo e do passivo exigível; e a importância do ativo é igual, também por definição, do passivo total (passivo exigível mais passivo não exigível, ou patrimônio líquido). A parte de cada ação no patrimônio líquido, apurado segundo os procedimentos contábeis, constitui o valor contábil da ação.

O valor contábil é essencialmente uma grandeza histórica. De acordo com os princípios de contabilidade geralmente aceitos, os bens são registrados no ativo a preço de custo, isto é, pelo custo a que foram adquiridos ou produzidos, deduzidas as quotas de depreciação, amortização ou exaustão do imobilizado e feitas as provisões necessárias para perdas prováveis na realização do ativo.

Com o decorrer do tempo, a diferença entre o valor histórico de certos bens e o valor atual de mercado pode ser considerável. Mais do que isso, o método contábil não permite incorporar ao valor das ações os lucros potenciais da empresa (mas favorece o reconhecimento dos prejuízos potenciais).

Para o mercado financeiro, contudo, o patrimônio líquido contábil e os lucros passados só importam enquanto significam lucros futuros, mais precisamente dividendos futuros.²³

O patrimônio líquido contábil pode ser elevado, porque a companhia acumulou lucro durante vários anos de atividade próspera, mas, se as vendas atuais são fracas e as perspectivas de lucro para os próximos anos não são favoráveis, não se deve esperar que as ações do capital dessa companhia tenham uma cotação brilhante.

Para ilustrar a disparidade entre o valor contábil e o valor de mercado, figuremos outro exemplo. Uma jazida mineral está inscrita no balanço e nos livros contábeis pelo custo de prospecção, enquanto o valor estimado da mina é dez vezes maior. Isso está de acordo com os princípios de contabilidade geralmente aceitos.

Os contadores, como se notou, desconhecem lucros potenciais. A receita de vendas só entra nos livros quando certa, ou seja, quando corresponde a vendas efetivas e não a vendas possíveis ou prováveis. Mas a contabilidade se inclina a reconhecer desde logo as perdas prováveis. A contabilidade é cautelosa. O fim principal dessas normas técnicas, que a lei acolhe, é velar pela integridade do capital social.

4.2 Valor de liquidação

O patrimônio líquido contábil representa o direito dos sócios (e eventualmente de outros interessados, como os titulares de partes beneficiárias) em caso de liquidação da sociedade, mas o valor real de liquidação dificilmente coincide com o contábil.

Excluída a hipótese de uma liquidação forçada, quer-se saber quanto caberia

23. Cf. Victor Brudney, Marvin A. Chirelstein, *Cases and Materials on Corporate Finance*, 1972, p. 419.

aos sócios ou acionistas, estimando o preço que os bens alcançariam numa livre negociação, se a sociedade fosse liquidada. Esse método de avaliação alternativamente chamado de valor venal dos bens, também é falho, por estimar o patrimônio segundo a soma algébrica de suas partes, ignorando a lucratividade da empresa como um todo, mas fornece um quadro mais realista que o contábil.²⁴

4.3 Valor de renda

Dividendo, inclusive sob a forma de uma eventual quota de liquidação, é tudo quanto os acionistas em geral podem esperar receber da companhia em dinheiro ou em bens avaliáveis em dinheiro. Conseqüentemente, dividendo deve ser o fundamento econômico do valor das ações.²⁵

Conforme a teoria comumente aceita, o valor intrínseco da ação é seu valor atual de renda, como tal considerada a soma de todos os dividendos que dela se esperam, descontados à taxa do mercado.

Num exemplo simples, seja uma ação ordinária, de que se espera um dividendo anual de \$8, por tempo ilimitado. Se a taxa de desconto é de 10%, o valor atual de renda (ou de rentabilidade) é de \$80. Em outras palavras, \$80 é o capital que, à taxa de juro de 10% ao ano, produz uma renda anual de \$8, por tempo indefinido. Como a liquidação da sociedade, por hipótese, é uma possibilidade muito remota, o valor final de liquidação neste caso é nulo.

A taxa de desconto, também chamada taxa de retorno, traduz a probabilidade de não se produzirem os resultados

esperados. Esse risco se refere não só à situação da empresa em particular, mas também à situação geral da economia (sujeita a fatores políticos, psicológicos, etc.).

Quanto maior o risco, maior o desconto, isto é, maior o retorno exigido para o capital e, conseqüentemente, menor o valor atual do título. No exemplo acima, se a taxa de desconto fosse de 20%, a ação valeria \$40.

Os financistas distinguem o risco de uma alta ou baixa no mercado de ações como um todo e o risco próprio de cada ação. A primeira espécie de risco, por ser geral, não pode ser evitada, ao contrário da segunda, que pode ser reduzida com uma carteira diversificada de ações.

Num mercado eficiente a cotação das ações seria igual a seu valor intrínseco, mas o método do valor atual de renda é especialmente indicado para avaliar um projeto, uma empresa ou ações, cujo valor de mercado não se conhece.

Um substituto prático do valor de renda é o índice preço-lucro, que expressa a relação entre o preço do mercado e o lucro anual por ação, segundo os balanços publicados. Embora de valor teórico discutível, esse índice é largamente divulgado. Os analistas da bolsa o usam para cotejar a taxa de retorno dos títulos.

4.4 Valor de mercado

É trivial a noção de que o valor de mercado se determina de acordo com a lei da oferta e da procura.

Mas o que realmente significa o valor de mercado das ações cotadas nas bolsas? Como se mencionou, num mercado eficiente a cotação das ações seria igual a seu valor intrínseco, seu valor verdadeiro. Por mercado eficiente, neste contexto, entende-se o mercado em que todas as informações relevantes são imediatamente refletidas no preço.

24. Cf. Lawrence J. Gitman, *Princípios de Administração Financeira*, trad., 3.ª cd., 1987, p. 154. Van Horne, p. 586.

25. Cf. Van Horne, p. 31. O acionista, quando administrador da empresa, tem outras compensações. Poder-se-ia, pois, distribuir o caso de um bloco de ações, que assegura o controle da companhia.

De acordo, pois, com a teoria do mercado eficiente, todos os dados disponíveis estão absorvidos no preço atual das ações cotadas nas bolsas. O preço ajustar-se-ia imediatamente a informações novas, mas estas são imprevisíveis por definição. Por isso, o curso do mercado é aleatório. Estudos empíricos parecem dar suporte à teoria.²⁶

Estaria o mercado realmente descontando a renda futura a seu valor atual? A matéria se presta a muita discussão. Keynes compara o mercado da bolsa a um jogo, no qual cada jogador tenta prever o comportamento dos demais, como na dança das cadeiras. O fato da maior importância, escreveu, é a extrema precariedade da base de conhecimento sobre o qual temos de fazer os nossos cálculos das rendas esperadas.²⁷

5. PRINCÍPIO DO JUSTO PREÇO

Os três critérios que a lei menciona para determinar o preço de emissão — cotação das ações no mercado, valor de patrimônio líquido e perspectivas de rentabilidade — podem ser reduzidos a um só princípio: o do justo preço.

A lei quer evitar que, com a subscrição de novas ações a preço inadequado, se reduza o valor absoluto do direito dos acionistas que não participam do aumento. A norma decorre do direito, que tem o acionista, de não ser privado

26. Cf. Van Horne, p. 49. Brealy e Myers, op. cit., pp. 281-286. Paul A. Samuelson, William D. Nordhaus, *Economics*, 13.ª ed., 1989, p. 251. Fama, "Random Walks in Stock Market Prices", in *Brudney e Chirelstein*, op. cit., pp. 1.112-1.120.

A teoria do *mercado eficiente* não exclui a possibilidade do uso de informação privilegiada por parte dos administradores da companhia ("insider trading").

27. John Maynard Keynes, *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*, trad., 1985, cap. 12, pp. 110-112.

indevidamente de sua quota nos lucros e no patrimônio líquido.²⁸

O direito de preferência²⁹ (que visa essencialmente ao aspecto proporcional da participação) é insuficiente para esse fim, porque seu exercício depende, em muitos casos, das possibilidades financeiras do acionista. A existência de um mercado para as ações facilita o exercício do direito de opção (para os acionistas avisados), mas este evidentemente não é o caso das companhias fechadas.

Um preço de emissão muito baixo poderia, portanto, ser prejudicial a uma parte dos sócios. Um preço muito alto seria injusto para os subscritores. Em outros termos, as ações devem ser emitidas por um preço justo ou razoável.³⁰

Nas antigas sociedades mercantis, como as em nome coletivo e as comanditas simples, essa questão não se propunha, porque o aumento do capital social dependeria da unanimidade dos sócios. Alterar o capital social, fora do previsto nos atos constitutivos, seria o mesmo que alterar a sociedade. Mas a dinâmica da sociedade anônima requer que as deliberações nessa matéria sejam tomadas por maioria de votos (representados na assembléia geral ou no conselho de administração). Daí a necessidade de tutelar a minoria contra possíveis abusos da maioria.

De fato, a experiência logo mostrou que a minoria ficava sujeita a duas espécies de abuso. A Primeira estava relacionada com a emissão de ações ao par, isto é, pelo valor nominal. Em tal caso, haveria a possibilidade de serem as reservas da companhia (aparentes ou

28. O preço de emissão pode interessar a titulares de debêntures ou partes beneficiárias conversíveis em ações, ou de bônus de subscrição. Parece que o direito de conversão ou de subscrição também deve ser protegido.

29. A doutrina assinala que não se trata de verdadeira preferência, mas de opção.

30. Cf. Ballantine, loc. cit.

não) transferidas a uma parte dos acionistas ou a terceiros, em prejuízo de outros acionistas, não participantes do aumento de capital.

A segunda espécie de abuso residia na possibilidade de modificar-se a correlação de forças na assembléia geral e na administração da companhia, pela subscrição de novas ações sem guardar a mesma proporção de cada acionista no capital social (dado o princípio de que a cada ação corresponde um voto).

O direito de preferência (ou de opção) e a emissão de ações com ágio (acima do valor nominal) foram dois remédios imaginados contra esses males.

O problema principal do direito de preferência é que essa proteção se torna inútil, particularmente nas companhias fechadas, quando o acionista não dispõe de recursos para subscrever sua parte no aumento de capital. Outro ponto crítico é como aquilhoar proporcionalmente os acionistas, quando mais de uma classe de ações está envolvida.³¹

Quanto ao ágio, a questão, como foi proposta, se resume no preço que o subscritor de ações novas deve pagar, para que estas não se beneficiem indevidamente de valores que tocam às antigas. A noção de justo preço obvia a dificuldade de conceituar o ágio das ações sem valor nominal.

Para melhor distinguir as hipóteses de aplicação da norma legal em exame, convém separar as ações em dois grupos: o das ações cotadas e o das não cotadas.

5.1 Ações cotadas

O patrimônio líquido e a rentabilidade da companhia estariam implícitos na cotação do mercado. Se a notícia de nova emissão altera as perspectivas de

31. Essa foi uma das razões que levaram, nos Estados Unidos, à substituição gradual do direito de preferência pelos *equitable remedies*. Ballantine, op. cit., p. 490.

rentabilidade da companhia, o mercado, segundo a teoria econômica, reavalia as ações existentes.

Essa proposição, para ser exata, postula a honestidade e a eficiência dos administradores da empresa. Sem dúvida, o preço das ações no mercado depende fortemente da confiança que os acionistas, atuais ou potenciais, depositam na administração da companhia.

O preço de emissão deve naturalmente adequar-se ao preço de mercado, para que a operação seja economicamente exequível. A lei não requer que o preço de emissão seja igual à cotação das ações antigas, nem isto seria normalmente possível, uma vez que, para colocar as novas, comumente é necessário oferecê-las por preço inferior ao corrente, como foi discutido.

A emissão pelo valor contábil seria conflitante com o fim da lei ou simplesmente impraticável. Não haveria motivo para emitir as ações pela soma contábil, se podem lançadas por importância superior, e seria inútil oferecê-las pela indicação contábil, se estão cotadas abaixo. A lei, com efeito, não diz que o valor patrimonial contábil constitui um limite mínimo, mas que se deve ter em vista o valor de patrimônio líquido.³²

32. O caso *Panex* é ilustrativo. Uma companhia aberta aumentou seu capital acionário em 1978, por subscrição particular. As ações, pouco negociadas, estavam cotadas na Bolsa a Cr\$ 0,70, muito abaixo do valor patrimonial contábil, de Cr\$ 3,58, segundo o último balanço. As novas ações, subscritas pelos acionistas controladores, foram emitidas pelo valor nominal, de Cr\$ 1,00. Em demanda proposta por acionistas minoritários, julgada procedente pelo TJSP (AC 49.371-1, 7.ª Câm. Civ., decisão por maioria, ac. de 13.3.85), exigiu-se que o preço de emissão fosse elevado para quantia equivalente ao valor patrimonial contábil. (O acórdão está referido em Mauro Rodrigues Penteado, *Aumentos de Capital das Sociedades Anônimas*, 1988, p. 174).

Esse precedente tornaria irrealizável o aumento de capital das companhias abertas, por

Se a companhia necessita de capital que no futuro deve beneficiar os acionistas indistintamente, a diluição contábil não deveria impedi-la de recorrer ao mercado.³³ “Tendo em vista” as perspectivas de rentabilidade, como diz a lei, pode-se argumentar que a emissão é legítima.

Em resumo, quando se trata de ações cotadas, o critério do justo preço é basicamente fornecido pelo mercado. Referimo-nos sobretudo às ações cotadas na bolsa, porque, no mercado chamado de balcão, não existe cotação regular. Mesmo neste caso, o preço do mercado não deixa de ser um elemento significativo em futuro aumento de capital.

Certa latitude no fixar o preço de emissão deve ser admitida, pois, dada a incerteza do mercado, não se poderia exigir um cálculo exato. Além disso, a companhia tem de negociar o preço com o distribuidor, quando este intervém na operação, garantindo o bom êxito do lançamento.

Supõe-se que os administradores da companhia procedam com lealdade para

subscrição de novas ações, toda vez que estivessem cotadas abaixo do valor patrimonial contábil, a menos que os acionistas controladores se dispusessem a subscrevê-las, como parece ter ocorrido no caso *Panex*.

O fato de as ações serem pouco negociadas não altera substancialmente a questão. Isso apenas tornaria mais incerto o preço aceitável pelo mercado. No caso acima, os acionistas minoritários aparentemente não se interessaram em exercer o direito de subscrição, embora o preço de emissão fosse muito menor que o valor contábil. Mas as ações não poderiam ter sido emitidas por preço igual ou inferior ao corrente, porque estavam cotadas abaixo do valor nominal. (Poderia a companhia ter contornado o problema suprimindo o valor nominal?).

33. “If the firm has good projects and needs capital to finance them, then, ‘dilution’ should not bar it from going to the market”, dizem Brcahy e Myers, referindo-se à diluição do valor contábil. Op. cit., p. 317.

com os acionistas atuais e potenciais. Isso implica razoável publicidade da emissão e dos negócios da companhia, bem como escolha judiciosa do estabelecimento responsável pela distribuição dos títulos no mercado.

5.2 Ações não cotadas

De direito, o preço de emissão deveria corresponder, tanto quanto possível, ao justo valor das ações, isto é, àquilo que devem valer, em termos de participação equitativa nos lucros e no patrimônio líquido. De fato, porém, o justo valor não raro está sujeito a larga margem de apreciação subjetiva. Essa dificuldade avulta nas companhias fechadas.

De qualquer modo, o legislador não estaria bem inspirado, se tivesse escolhido o patrimônio líquido contábil como critério único, porque, mais uma vez, a lei acarretaria conseqüências contraditórias com seu próprio fim. Se determinados bens, registrados pelo custo histórico, valem no mercado consideravelmente mais, sirva de exemplo uma jazida mineral ou um terreno valorizado, essa diferença (deduzidas as despesas de venda) representa lucro potencial, que de direito pertence a todos os acionistas.

A lei com efeito determina que também se levem em conta as perspectivas de rentabilidade da companhia, e isto compreende aquele lucro potencial.

O reverso também é verdadeiro: a emissão pelo valor contábil seria injusta ou inaceitável para o subscritor, se as ações valem menos, relativamente à rentabilidade da empresa ou à importância venal dos bens.

Quanto ao valor de renda, posto que de grande utilidade na administração financeira das empresas, a lei supostamente não o acolheu como medida exclusiva do valor das ações, por depender, esse método, de elementos subjetivos.

Não obstante, o valor de renda pode ser, na prática, o mais indicado quando o subscritor negocia a participação na sociedade. É, aliás, numa livre negociação que a diferença entre o valor contábil e o valor real das ações ressalta com maior nitidez.

O critério de rentabilidade pode ser ainda o mais apropriado, onde a vantagem econômica da empresa tem por fundamento a clientela, a marca ou um processo de produção. Em certas organizações, tais elementos, que não costumam contabilizar-se, constituem uma parte importante, se não a mais importante do capital efetivo.

O preço pode naturalmente decorrer do consenso dos sócios, sendo esta provavelmente a solução mais comum nas companhias fechadas. É claro também que, não havendo ações preferenciais, se todos os sócios tomam as ordinárias pelo valor contábil ou pelo valor nominal, cada um na sua proporção, nenhum em princípio é lesado.

Em caso de desavença entre algum acionista e a companhia sobre o preço de emissão, caberia ao juiz arbitrá-lo.

5.3 Considerações gerais

Pode-se dizer, de maneira geral, que o preço das ações se liga ao patrimônio líquido através do mercado. No caso das ações cotadas, a empresa é avaliada constantemente na bolsa, sendo a cotação diária das ações a medida do patrimônio líquido, visto pelos compradores e vendedores desses títulos. No caso das não cotadas, o paradigma ainda é o mercado, embora esta relação seja menos visível.

Como foi sugerido, no ato de marcar o preço de demissão das ações novas, há lugar para um juízo discricionário dos administradores da companhia, suposta a boa fé. Se é válido invocar a doutrina estrangeira, recorde-se que,

segundo Ballantine, o preço de emissão deve ser fixado dentro de razoável limite de discricção empresarial.

No contexto da lei brasileira, esse juízo discricionário é inerente à relativa indeterminação da norma legal:

“Nessa matéria, como em muitas outras reguladas pela lei das sociedades por ações, a norma legal, pela variedade das situações a que se aplica, somente pode ser enunciada com grau de generalidade que a aproxima de mero padrão de referência para apreciação dos casos concretos”, ponderam A. Lamy Filho e J. L. Bulhões Pedreira.³⁴

Fábio Konder Comparato, no mencionado artigo (nota 3 supra), salienta o caráter discricionário do poder da assembléia geral ou do conselho de administração, que, deliberando sobre o aumento de capital, lhe fixa o preço.

Esse poder está implícito na possibilidade de diluição justificada da participação acionária, pois a lei, ao proibir a diluição injustificada, admitiu, *a contrario sensu*, a possibilidade oposta. Se o interesse comum dos sócios exige nova subscrição de capital, vindo esta a diluir de certo modo as ações, tal efeito, segundo as circunstâncias, é admissível. Mas o que o justifica é o interesse geral da companhia, não o interesse particular de um ou de alguns acionistas.³⁵

6. CONCLUSÃO

A norma inscrita no art. 170, § 1.º, da lei das sociedades por ações inspirou-se provavelmente no direito dos Estados Unidos. Sua redação deixa entrever também a influência do direito italiano.

34. Op. cit., p. 503.

35. Cf. *Katzowitz v. Sidler*, acima. A emissão foi julgada ilegítima, porque o preço fixado não levou em conta os legítimos interesses da companhia e de seus acionistas. No mesmo sentido, A. Lamy Filho e J. L. Bulhões Pedreira, loc. cit.

As ações novas devem ser emitidas a um preço justo, para não favorecer um ou mais acionistas à custa de outros. De acordo com razoável juízo discricionário, o preço deve ser adequado às circunstâncias da emissão. Certa diluição das ações antigas pode ser necessária para colocar as novas. Essa diluição é admissível, se o interesse da companhia a justifica.

A análise econômica pode ser útil para esclarecer o conteúdo da norma legal aqui discutida, assim como de várias outras normas da lei das sociedades anônimas. No entanto, seria vão procurar na teoria econômica um critério decisivo do justo preço pelo qual as ações devem ser emitidas. O endereço desse critério não é a economia, mas a equidade, a lei da boa razão, como a entendiam os juriconsultos romanos. *Aequitas* também é proporção e lealdade.

7. BIBLIOGRAFIA

- ASCARELLI, Tullio. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*, 2.^a ed., S. Paulo, Saraiva, 1969.
- BALLANTINE, Henry W. *Ballantine on Corporations*, Chicago, Callaghan and Company, 1946.
- BERLE JR., Adolf A., e MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation and Private Property*, NY, The Macmillan Company, 1944.
- BREALEY, Richard A. e MYERS, Stewart C. *Principles of Corporate Finance*, 3.^a ed., NY, MacGraw-Hill, 1988.
- BRUDNEY, Victor, e CHIRELSTEIN, Marvin A. *Cases and Materials on Corporate Finance*, Mineola, NY, The Foundation Press, 1972.
- CARY, William L. *Cases and Materials on Corporations*, 4.^a ed. não abreviada, Mineola, NY, The Foundation Press, 1969.
- CARY, William L., e EISENBERG, Melvin A. *Case and Materials on Corporations*, 5.^a ed. não abreviada, Mineola, NY, The Foundation Press, 1980.
- COMPARATO, Fábio Konder. "A Fixação do Preço de Emissão das Ações no Aumento do Capital da Sociedade Anônima", *RDM*, 81/79-86 (jan.-mar./91).
- GERRY, Dominique. "Le Régime des Augmentations du Capital en Numéraire après la Loi n.º 83-1 du 3 Janvier 1983", *Revue des Sociétés*, ano 101, 1983.
- GITMAN, Lawrence J. *Princípios de Administração Financeira*, 3.^a ed., trad. Ancelevicz, Braga, S. Paulo, Ed. Harbra, 1987.
- KEYNES, John Maynard. *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*, 2.^a ed., trad. M. Cruz, S. Paulo, Nova Cultural, 1985.
- LAMY FILHO, Alfredo, e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S/A*, Rio, Renovar, 1992.
- NOBILI, Raffaele, e VITALE, Marco. *La Riforma delle Società per Azioni*, Milão, Giuffrè Ed., 1975.
- PEIXOTO, Carlos Fulgêncio da Cunha. *Sociedades por Ações*, S. Paulo, Saraiva, 1973.
- PENTEADO, Mauro Rodrigues. *Aumentos de Capital das Sociedades Anônimas*, S. Paulo, Saraiva, 1988.
- SAMUELSON, Paul A., e NORDHAUS, William D. *Economics*, 13.^a ed., NY, McGraw-Hill, 1989.
- VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por Ações*, 3.^a ed., Rio, Forense, 1959.
- VAN HORNE, James C. *Financial Management and Policy*, 5.^a ed., Englewood Cliffs, N.J.: Prentice Hall, 1980.