

Assunto: Consulta sobre bonificação de ações em tesouraria.
Interessados: Unibanco S/A e Unibanco Holdings S/A
Relator: Diretor Eli Loria

Declaração de Voto

Trata-se de Consulta formulada por Unibanco S/A e da Unibanco Holdings S/A (respectivamente "UNIBANCO", "UNIBANCO HOLDINGS" e, conjuntamente, "Companhias") protocolizada nesta Autarquia em 07/07/08 e acostada às fls.02/06, solicitando que a CVM confirme a possibilidade de as ações em tesouraria virem a ser bonificadas, tais como as ações em circulação, tendo sido designado diretor-relator na reunião de Colegiado realizada em 19/08/08.

Ressalte-se que as Companhias realizaram Assembléias Gerais Extraordinárias, em 16/07/08, acostadas às fls. 069/73 e 74/78, deliberando bonificar as ações em tesouraria, na proporção de uma para cada dez ações, no aguardo de manifestação positiva por parte da CVM e do Banco Central do Brasil.

As Companhias informaram que possuem programas de recompra de ações em curso, aprovados pelos respectivos Conselhos de Administração, em 13/02/08, pelo qual estão autorizadas a adquirir ações preferenciais de própria emissão, para manutenção em tesouraria.

As consulentes destacam que o objetivo da operação é atender suas obrigações para com seus executivos, no âmbito do plano de opção de compra de ações das mesmas, aprovado na AGE de 31/10/01, com modificações nas AGES de 08/04/05, de 21/03/07 e de 27/03/08 e que têm por política manter em tesouraria estoque de ações compatíveis com as opções de compra outorgadas.

As Companhias argumentam em defesa da possibilidade de bonificar ações em tesouraria nos termos do art.169 [\(1\)](#), Lei nº 6.404/76, estabelecendo que o aumento mediante capitalização de lucros ou de reservas importará alteração do valor nominal das ações ou distribuição de ações novas, correspondentes ao aumento, entre acionistas, na proporção do número de ações que possuem.

Ademais, que a intenção do legislador neste ponto é "evitar a diluição do acionista, estabelecendo regras e princípios que permitam manter sua participação em termos absolutos no capital das empresas" e que o art. 109, IV [\(2\)](#), da mesma Lei, "inclui dentre os direitos essenciais do acionista, o de preferência para subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição" com o objetivo de possibilitar ao acionista manter o seu percentual de participação no capital social da companhia, ao exercer seu direito de preferência.

As consulentes reconhecem que a CVM já se manifestou contrária ao entendimento por elas esposado, mencionando a Nota Explicativa nº 16/80 à Instrução CVM nº 10/80, ressaltando que o §4º do art. 30 [\(3\)](#) da lei societária, em seu entender, não veda expressamente que as ações em tesouraria participem da distribuição de novas ações no caso de aumento de capital ou capitalização de lucros ou reservas e que a Instrução CVM nº 10/80 não disporia sobre a matéria.

Acrescentam, ainda, que a lei objetiva manter o "status quo" dos acionistas e da respectiva participação no capital social inalterado após a capitalização de lucros ou reservas, de maneira que tanto as ações em circulação quanto aquelas em tesouraria, sejam tratadas de forma igual, alegando não proceder o argumento da Nota Explicativa CVM nº16/80 de que "bonificar as ações em tesouraria, em decorrência da capitalização de lucros e reservas, importaria permitir que a Companhia participasse dos lucros sociais", considerando que a atribuição de ações bonificadas aos acionistas não modifica o valor do patrimônio líquido e não significa a distribuição de lucros aos acionistas.

Citam, ainda, o direito alienígena, em especial o Código das Sociedades Comerciais de Portugal, de 1986, que estabelece em seu artigo 324º, nº 1, letra "a": "enquanto as ações pertencerem à sociedade, devem (...) considerar-se suspensos todos os direitos inerentes às ações, exceto o de seu titular receber novas ações no caso de aumento de capital por incorporação de reservas".

Neste ponto, cabe observar que Philomeno J. da Costa, em sua dissertação para concurso à cátedra da Faculdade de Direito da USP [\(4\)](#), de 1965, comentando a vedação do então vigente art. 15 [\(5\)](#) do Decreto-Lei nº 2.627/40 a que as sociedades anônimas negociassem com suas próprias ações, conclui que a legislação comparada não oferece modelo e dividia os países em três grupos, segundo a legislação da época: (a) proibição de auto-aquisição (Argentina, Bélgica, Chile, Inglaterra, Itália e Brasil); (b) admissibilidade mitigada da auto-aquisição (Alemanha, Espanha, Grécia e Suíça); e, (c) admissibilidade livre da auto-aquisição (França, Portugal e Uruguai, este por omissão do texto legal).

Por fim, as Companhias argumentam, caso as ações em tesouraria não possam ser bonificadas, que serão obrigadas a ir ao mercado mais uma vez para adquirir ações a fim de cumprirem suas obrigações no âmbito do plano de opções de compra de ações, o que as onerará de forma não necessariamente desejada pelos seus acionistas.

A Gerência de Acompanhamento de Empresas- 1 (GEA-1), em 08/07/08, encaminhou a consulta à Procuradoria Federal Especializada - CVM (PFE) por intermédio do Memo/SEP/GEA-1/nº098, às fls.14, solicitando a apreciação da matéria alertando que a opinião das consulentes é contrária ao entendimento esposado por esta CVM e explicitado na Nota Explicativa nº16/80, referente à Instrução CVM nº10/80.

A PFE, em memorando acostado às fls.15/18, datado de 18/07/08, após traçar breve esboço histórico do instituto, assinalou que a lei societária determinou, no caso das companhias abertas, que a aquisição das próprias ações obedecerá às normas expedidas pela CVM, que, inclusive, poderá subordiná-la à prévia autorização em cada caso (art. 30, § 2º [\(6\)](#)).

Foi lembrado que o art. 15 do Decreto-Lei nº 2.627/40 vedava a negociação pela companhia com suas próprias ações, exceto as operações de resgate, reembolso, amortização ou compra, e que o primeiro normativo autorizativo foi a Lei nº 4.728/67 que em seu art.47 [\(7\)](#) permitia para as sociedades anônimas de capital autorizado, sendo o assunto atualmente tratado no art. 30 da Lei nº 6.404/76.

Neste ponto, recorde, *en passant*, que a proibição da sociedade anônima negociar com as próprias ações já estava prevista no art.20 [\(8\)](#) do Decreto nº 8.821, de 30/12/1882, que regulamentou a Lei nº 3.150, de 04/11/1882, sobre sociedades anônimas [\(9\)](#), vedação mantida nos artigos 39 e 40 [\(10\)](#) do Decreto nº 434, de 04/07/1891, que "Consolida as disposições legislativas e regulamentares sobre as sociedades anônimas".

A PFE esclarece, por fim, que parte da doutrina entende que a CVM se excedeu em sua função regulamentar, uma vez que a lei societária teria

apenas privado essas ações do dividendo e não dos demais direitos patrimoniais, como é o caso das bonificações, enquanto outra parte da doutrina considera absurdo que a companhia reivindique direitos de subscrição ou bonificações de suas próprias ações. Conclui a PFE que se trata de um regime especial e que se prevalecesse a tese dos consultentes de que a CVM cometeu um excesso regulatório "*este já teria sido objeto de questionamento judicial, o que não ocorreu neste último quarto de século*". Desse modo, a PFE concordou com a opinião da GEA-1 de que não cabe bonificação às ações enquanto mantidas em tesouraria.

A seguir, em 21/07/08, foram encaminhados ofícios solicitando esclarecimentos ao Banco Bradesco S/A e ao Banco Itaú Holding Financeira S/A (fls.25 e 28) que possuíam ações em tesouraria, quando, no passado, realizaram bonificações.

O Banco Bradesco S/A, em resposta acostada às fls. 31/32, manifestou-se no sentido de que nunca bonificou ações em tesouraria, anexando planilha com a movimentação do capital social de 01/01/07 a 31/03/08.

Já o Banco Itaú Holding Financeira S/A ("ITAÚ") confirmou (fls.33/36) a alteração na quantidade das ações em tesouraria em decorrência de bonificação de 25%, anexando resumo de operações de grupamento (AGO/E de 28/04/04), desdobramento (AGE de 22/08/05 e AGE de 27/08/07) e bonificação (AGO/E de 23/04/08).

O ITAÚ entende que a vedação do art. 16 da Instrução CVM nº 10/80 implica em que a companhia não pode atribuir às ações em tesouraria "*nem dividendos, nem juros sobre o capital próprio, nem bonificações em dinheiro*", assinalando que existem outros eventos societários que não envolvem transferência patrimonial como "*É o caso do agrupamento de ações, do desdobramento de ações, da capitalização de reservas com alteração do valor nominal das ações, da capitalização de reservas sem distribuição de novas ações nas companhias com ações sem valor nominal, ou da capitalização de reservas com distribuição de novas ações*".

Nos diversos eventos societários referidos, argumenta que não há patrimônio que seja atribuído às ações, sendo zero o efeito patrimonial. Entende que seria vedada somente a distribuição de patrimônio (via dividendos, juros sobre o capital próprio ou bonificações em dinheiro) da empresa para a própria empresa e afirma que sempre atribuiu ações bonificadas à tesouraria porque, se não o fizesse, provocaria distorções no patrimônio social, além do que os dispositivos legais e regulamentares citados de início não proibem esse procedimento.

Em 05/09/08 as consultentes encaminharam memorial contendo o resumo dos aspectos jurídicos e econômicos, cópia da consulta, correspondência do ITAÚ, de 28/07/08, cópia das atas das AGEs das consultentes, requerimento de aprovação ao Banco Central do Brasil da AGE do UNIBANCO e cópia do Ofício/DEORF/GTSP1-2008/08756, de 22/08/08, informando que a análise do processo no BACEN ficará no aguardo de manifestação da CVM no âmbito da presente consulta.

Razões do Voto

Como é possível perceber a partir do breve relato acima, a consulta objeto deste voto resume-se na seguinte pergunta: o aumento de capital social realizado com capitalização de reservas ou de lucros (no caso, trata-se de reservas de lucros) da companhia, conforme disciplinado no art. 168 da lei societária, exige a bonificação de todas as ações emitidas (incluindo as ações em tesouraria) ou apenas daquelas em efetiva circulação?

Entendo, como pretendo demonstrar adiante, que a legislação societária atualmente em vigor não permite a bonificação das ações em tesouraria quando o aumento do capital social da companhia se dá mediante a capitalização de reservas de lucro, pois, nessas situações, estaríamos reconhecendo a sociedade como sócia de si mesma (uma vez que participaria, ainda que indiretamente, dos seus próprios resultados), o que afronta o comando legal restritivo do art. 30 da Lei nº 6.404/76(11), e, em especial, o de seu § 4º.

Para melhor fundamentação de meu entendimento, creio ser indispensável uma reflexão sobre seis pontos específicos, a saber:

- i. a natureza jurídica das ações, especialmente daquelas que se encontram em tesouraria;
- ii. as características das reservas de lucros contábeis, bem como o seu uso para fins de capitalização;
- iii. os princípios que fundamentam a regra da bonificação de ações;
- iv. a diferença entre bonificação e desdobramento de ações;
- v. a competência da CVM para regular a matéria da forma como atualmente se encontra na Instrução CVM nº 10/80; e,
- vi. a necessária alteração da Lei nº 6.404/76 para que a bonificação das ações em tesouraria seja eventualmente permitida.

É o que passo a fazer a seguir.

1. Natureza jurídica das ações em circulação e em tesouraria

O art. 11(12) da lei societária estabelece que o capital social da companhia é dividido em um número específico de ações, a ser determinado pelo estatuto. Portanto, a ação passa a ser reconhecida pelo nosso direito, assim como em outros países, como o valor mobiliário apto a conferir ao seu detentor (o acionista) a titularidade sobre os direitos e obrigações advindos da condição de sócio, na exata medida do percentual do capital social ao qual ela corresponde.

Nesse sentido, a ação é o elo de ligação entre a sociedade e os seus acionistas, de tal forma que não se pode qualificar uma determinada pessoa como sócia sem que os seus dados sejam devidamente registrados na conta de depósito das ações, aberta em seu nome nos livros da instituição depositária(13). Sendo assim, sem o referido registro, não há que se falar em titularidade de ações e, tão pouco, em exercício dos direitos e obrigações resultantes dessa mesma titularidade, entre os quais se encontram a constituição da vontade da sociedade (decisão acerca dos atos sociais - voto) e a participação nos seus resultados (obtenção de rendimentos financeiros – dividendos).

Lamy Filho e Bulhões Pedreira, ao comentarem as particularidades da participação em uma companhia aberta, destacam que o termo "ação de sociedade" pode ser empregado em três diferentes sentidos – "*espécie de participação societária, valor mobiliário em que essa participação é corporificada, e certificado desse valor mobiliário.*"(14).

A participação societária pressupõe a atribuição de um conjunto de direitos e obrigações àquele que se configura como *titular* da ação. A natureza e as características desse conjunto são estabelecidas pela legislação societária e também pelo estatuto da companhia, sendo

permitidas diferenças pontuais quando existirem classes diferentes de ações.

Via de regra, contudo, os direitos atribuídos aos acionistas são basicamente de ordem política e patrimonial, *"no sentido de que cada posição de sócio compreenda iguais direitos em termos de fração dos lucros ou do acervo social, ou de voto nas deliberações sociais."* (15) (grifei).

Ao destacarem esse primeiro sentido da "ação", os idealizadores da nossa lei societária nos remetem à regra mais básica das sociedades por ações, presente desde os tempos da constituição das primeiras companhias conhecidas (as chamadas companhias licenciadas ou *"chartered companies"* (16), dos séculos XVI e XVII): a separação entre o patrimônio social e o de seus membros (acionistas) - o que significava separar também os atos praticados pela sociedade daqueles realizados, individualmente, por seus sócios.

É evidente que a razão dessa regra era (e continua sendo, em grande medida) limitar o risco dos investidores (17) em negócios que exigissem grande soma de valores. Ocorre que tornar essa regra possível exigia atribuir à sociedade uma personalidade jurídica própria, a partir da qual fosse capaz de constituir direitos, contrair obrigações e formar o seu patrimônio particular. Nesse sentido, surgia o problema de como permitir que a companhia realizasse todos os atos de seu negócio se, em essência, era um mero instituto jurídico, desprovido de efetiva vontade. A resposta parecia óbvia: as atitudes sociais seriam deliberadas por outros indivíduos – seus sócios – que, uma vez presentes as formalidades necessárias (assembléias), decidiriam as questões da companhia, transformando a vontade da maioria na vontade da sociedade.

Dessa forma, aceitar a companhia como sócia de si própria, comprando as ações por ela emitidas, seria um contra-senso, já que tal situação inviabilizaria a formação da vontade da sociedade, e, por conseqüência, a própria existência da sociedade em si. Sem falar, é claro, no mecanismo de limitação de responsabilidade, que tanto permitiu o avanço e o desenvolvimento econômico nos últimos séculos.

Ademais, ressalte-se que a proibição da negociação com as próprias ações também se justifica por outras duas razões: (i) a não manipulação dos preços das ações pelos administradores e (ii) a manutenção da integridade do patrimônio social, de forma a evitar prejudicar eventuais credores.

Nesse sentido, como já tive oportunidade de me manifestar nos Processos CVM nº RJ 2008/4587 e RJ 2008/2535, o *caput* do art. 30 da Lei nº 6.404/76 é um comando legal restritivo e assim deve ser interpretado: *"A companhia não poderá negociar com as próprias ações"* e, tamanha é a preocupação, que o Código Penal em seu artigo 177, inciso IV, comina pena de um a quatro anos de reclusão e multa para a prática da seguinte conduta: *"o diretor ou o gerente que compra ou vende, por conta da sociedade, ações por ela emitidas, salvo quando a lei o permite;"*.

Assim, plenamente justificável a existência da regra geral do nosso direito no sentido de não permitir a companhia negociar com as suas próprias ações. As exceções, quando existentes, impõem condições bastante rígidas, entre as quais, segundo me parece, a de não reconhecer a ação em tesouraria como atributiva da condição de sócia à sociedade, e, portanto, de não conferir a ela qualquer dos direitos típicos de acionistas, entre os quais a de bonificação de ações.

O segundo significado do termo "ação", destacado por Lamy Filho e Bulhões Pedreira, refere-se à sua condição enquanto valor mobiliário, por meio do qual a participação societária acima descrita é exercida. Nessa função, a ação é percebida como um objeto de direito, ou seja, como um bem móvel que pode ser transferido de uma pessoa a outra, de forma a transferir também os direitos e obrigações decorrentes da condição de sócio (participação nos lucros e voto), sem que a companhia responsável pela emissão seja afetada na execução de suas atividades.

Por fim, cabe ainda falar em "ação" para se referir ao simples certificado no qual o valor mobiliário é materializado. Quando da existência das ações ao portador e das endossáveis, esse certificado era o papel ou algum elemento material similar. Atualmente, contudo, as ações escriturais prevalecem em nossa legislação, de tal forma que o meio de sua materialização é o simples registro no livro da sociedade, ou ainda uma entrada contábil no balanço da companhia.

Considerando essas três dimensões do significado da "ação", concluo que no momento em que as Companhias se inserem em um dos casos previstos como exceção à regra geral do *caput* do art. 30 da lei societária, passando a adquirir suas próprias ações para mantê-las em tesouraria (no caso para contemplar Planos de Opção de Compra de Ações), deixam as referidas ações de conferir aos seus novos "titulares" os direitos e obrigações típicos de sócios, assim como deixam também de ser um bem provido de valor pecuniário.

Em outras palavras: as ações em tesouraria passam a não mais apresentar a primeira e a segunda dimensão de seus sentidos, conforme acima apontado (conferir participação acionária e servir como bem móvel que compõe o patrimônio de seu titular). Restaria a tais ações, portanto, apenas a sua existência enquanto certificados (3ª dimensão do sentido de "ação"), ou seja, enquanto títulos representativos de uma parcela potencial do capital social, que voltarão a ser plenos tão somente no momento em que forem alienados a outras pessoas, físicas ou jurídicas. Pessoas essas que terão uma personalidade jurídica autônoma e, por isso, capacidade de formar a vontade das Companhias e de assumir os direitos e obrigações daí decorrentes.

Esse entendimento parece ser compartilhado também por outros ordenamentos jurídicos. Cita-se, a título de exemplo, a disciplina do direito inglês:

"From 1 December 2003 it is possible for listed companies incorporated in the United Kingdom to repurchase their own shares and hold them in treasury (CG50209). (For this purpose "listed" includes shares dealt in on the Alternative Investment Market (AIM) of the London Stock Exchange.) While shares are held in treasury, their rights are suspended, and for most tax purposes they are treated as if they had been cancelled (FA03/S195 (4(b)))." (18) (grifei)

O Prof. Eliseu Martins aponta muito bem as implicações práticas desse entendimento, ao destacar que *"a operação de compra de ações pela própria companhia é como se fosse uma devolução de patrimônio líquido, motivo pelo qual a conta que as registra (devedora) deve ser apresentada como conta redutora do patrimônio"* (19).

Dito de outra maneira, a ação mantida em tesouraria será registrada não como um ativo da companhia, mas sim como uma redução de seu patrimônio. Dessa forma, ela não representa mais um bem - um ativo - que garante ao seu titular o exercício de certos direitos. Ela assume um caráter puramente contábil, sem conferir à companhia a titularidade sobre o conjunto de direitos e deveres que ela pode efetivamente atribuir ao seu detentor no momento em que é posta novamente em circulação.

É diferente, portanto, da situação que se verifica quando a companhia é titular de ações de outras pessoas jurídicas, pois nesses casos estas fazem parte do seu ativo, conferindo a ela efetiva titularidade e, portanto, capacidade para exercer os direitos e obrigações inerentes à posição de sócia (afinal, trata-se, nesse caso, de personalidades jurídicas distintas).

Modesto Carvalhosa segue esse mesmo entendimento, argumentando que:

"Podendo a companhia manter ações emitidas em tesouraria, cria-se necessariamente a distinção entre as que estão em circulação e as que se encontram retidas. Portanto, as ações emitidas pela companhia (issued shares) classificam-se para diversos efeitos em ações de circulação (outstanding shares) e ações em tesouraria (treasury shares). Ações em circulação são aquelas em poder dos acionistas. Ações em tesouraria são aquelas em poder da própria sociedade emissora. As ações em tesouraria terão suspensos os direitos a elas inerentes, tantos pessoais (direito de voto e etc.) como patrimoniais (dividendos, bonificações, subscrição etc.).

Somente quando voltarem à circulação é que as ações em tesouraria readquirirão os direitos que lhe são inerentes. Desde o advento da Lei n. 4728 de 1965, que é vedado o exercício do direito de voto às ações de tesouraria, posto que este como direito pessoal que é, desaparece ao deixar de existir a relação sociedade-acionista. É o que ocorre no caso, ainda que temporariamente.

Da mesma forma, seria um contra-senso admitir que a sociedade, titular de ações em tesouraria, viesse a ser credora de si mesma, exigindo o pagamento de dividendos de si própria. Como também seria um absurdo imaginá-la reivindicando direitos de subscrição ou bonificações decorrentes de suas próprias ações. (20) (grifei).

Neste sentido, entendo que a ação, quando mantida em tesouraria, rompe o elo entre sócio e sociedade, passando a ser, na perspectiva da companhia, um não-ativo.

2. Reservas e a sua utilização para fins de capitalização

Conforme já ressaltado, quando a ação se encontra em tesouraria, deixa de ter o condão de atribuir ao seu detentor (a companhia) a condição de sócio, não havendo razão, portanto, para conferir a ele qualquer direito acionário previsto pela LSA. Apesar disso, o legislador entendeu por bem expressamente negar o direito de dividendo e de voto às ações em tesouraria, de forma a não deixar dúvida quanto a esse entendimento.

Contudo, ainda que se aceite a tese esboçada pelas Companhias de que a lei apenas retira das ações em tesouraria o direito a dividendo e a voto, e não os demais previstos em lei, entre os quais, a bonificação, continuaria inexistindo a possibilidade de bonificar as ações que não se encontram em circulação, dado que o efeito real dessa operação de aumento de capital com reservas de lucros resulta, ainda que indiretamente, em distribuição desses lucros.

As Companhias alegam que "a atribuição de ações bonificadas aos acionistas em razão da capitalização de lucros ou reservas não significa a "distribuição" de lucros (para o que, obviamente, é necessária a transferência de recursos do patrimônio da companhia para os acionistas), mas apenas o fato de o capital social passar a ser representado por uma maior quantidade de ações (sem qualquer modificação do valor do patrimônio líquido)" (fl.150). No entanto, creio que esse posicionamento seja inadequado, pois, além de focar no aspecto meramente contábil, analisa apenas os efeitos imediatos da operação.

O §4º do art. 182 da lei societária impõe que serão classificadas como reservas de lucros as contas constituídas pela apropriação dos resultados da companhia. Nesse sentido, quando o lucro líquido da sociedade é apurado ao término de cada exercício social, os sócios devem determinar qual a destinação que a ele pretendem dar. Assim, o resultado líquido da companhia pode ser (i) alocado para as contas de reservas de lucros, (ii) usado para pagamento de juros sobre capital próprio ou (iii) distribuído como dividendos.

Como é possível perceber, as contas de reservas de lucros armazenam valores que, em princípio, caberiam aos acionistas receber, pois nada mais são do que parte do resultado auferido pela companhia ao longo do tempo. Sendo assim, quando esses mesmos valores são utilizados para aumentar o capital social, é como se os sócios recebessem esses lucros. A diferença é que ao invés de receberem em dinheiro, tal como ocorre quando da distribuição de dividendos, recebem um determinado número de novas ações da companhia, condizentes com o tamanho do aumento do capital e proporcional à participação de cada um na sociedade. Dessa maneira, muda-se a forma de pagamento, mas o efeito legal continua o mesmo, qual seja: proporcionar ao acionista a participação nos resultados sociais.

É importante ressaltar que embora esse acréscimo no número de ações não signifique, no curto prazo, um aumento no patrimônio dos acionistas, o resultado que se observa em momentos posteriores é justamente o oposto, ou seja, o efetivo aumento no patrimônio dos sócios. Isso porque ao deixar de retirar recursos da empresa (através de dividendos) os acionistas passam a realizar um reinvestimento, e o mercado, por sua vez, tende a valorizar mais a companhia em razão das perspectivas futuras de faturamento que esse reinvestimento proporcionará. É o que expõe Eugene F. Brigham, ao comentar o equilíbrio ótimo de maximização de ganho dos acionistas:

"When deciding how much cash to distribute to stockholders, financial managers must keep in mind that the firm's objective is to maximize shareholders value. Consequently, the **target payout ratio** – defined as the percentage of net income to be paid out as cash dividends – should be based in large part on investors' preferences for dividends versus capital gain: do investors prefer (1) to have the firm distribute income as cash dividends or (2) to have it either repurchase stock or else plow the earnings back into the business, both of which should result in capital gains? This preference can be considered in terms of the constant growth stock valuation model:

$$^{\wedge}Po = \frac{D1}{Ks - g}$$

$$Ks - g$$

If the company increases the payout ratio, it raises D1. This increase in the numerator, taken alone, would cause the stock price to rise. However if D1 is raised, then less money will be available for reinvestment, that will cause the expected growth rate to decline, and that would tend to lower the stock's price. Thus, any change in payout policy will have two opposing effects. Therefore, the firm's optimal dividend policy must strike a balance between current dividends and future growth so as to maximize the stock price. (21) (grifei).

Note-se, ainda, que embora a capitalização de lucros ou de reservas constitua mero remanejamento de valores já existentes no balanço, não havendo, conseqüentemente, efetiva entrada de novos recursos no patrimônio social, isso não é suficiente para descaracterizar a operação como uma participação, ainda que indireta, dos sócios no resultado da companhia. Afinal, embora não haja transferência de recursos entre a sociedade e os acionistas, há um ganho proporcionado por um valor que seria, em princípio, distribuído (transferido) aos sócios.

Esse entendimento também é compartilhado por Modesto Carvalhosa, ao citar Ballantine: "Quando uma bonificação de ações resulta de uma reserva de lucros, considera-se que se trata de operação idêntica à distribuição de lucros acumulados aos acionistas e uma subscrição compulsória de ações ou reinvestimento pelos acionistas do montante recebido da companhia" (22) (grifei).

Portanto, a não modificação do valor patrimonial da sociedade (perspectiva contábil) não pode servir de justificativa para o não reconhecimento das implicações jurídicas e financeiras - especialmente quando ampliamos o espaço de tempo da análise dos efeitos que essa mesma operação apresenta.

3. O fundamento do princípio de bonificação de ações

Nessa mesma linha, é preciso entender os fundamentos que marcam o direito à bonificação das ações em caso de aumento de capital para perceber como a argumentação das Companhias, no sentido de a lei não expressamente vedar a operação por elas pretendida, carece de fundamento.

A regra disciplinada pelo art. 169, exigindo que em caso de aumento de capital da sociedade novas ações sejam emitidas e distribuídas proporcionalmente aos acionistas, sem dúvida alguma compõe o rol de direitos inerentes à ação.

No entanto, esse direito, ao contrário do que ocorre com o voto e o dividendo, não existe como um fim em si mesmo. Pelo contrário, ele é estabelecido para proteger os direitos de primeira ordem - o voto e o dividendo – de forma a impedir que os sócios tenham a sua participação política e patrimonial reduzidas.

Esse entendimento é compartilhado também pelas próprias consulentes, que manifestaram, neste aspecto, ser a intenção do legislador evitar a diluição do acionista, razão pela qual teriam estabelecido regras e princípio que permitem manter a participação em termos absolutos no capital das empresas.

Ocorre que as ações em tesouraria não possuem direitos de primeira ordem, conforme expressamente disciplinado pelo § 4º do art. 30 da lei societária. Dessa forma, a regra da bonificação se esvazia e perde por completo seu fundamento, deixando de existir razões lógicas e jurídicas para a sua aplicação.

4. A diferença entre bonificação e desdobramento de ações

As Companhias argumentam também que seria possível bonificar as ações em tesouraria em razão de existirem outros eventos societários que não geram transferência de patrimônio da empresa nem dos sócios, e que são plenamente aplicáveis a todas as ações, estejam elas em circulação ou não. Entre esses eventos, estariam o agrupamento e o desdobramento de ações.

Contudo, esse entendimento é apenas em parte correto. De fato, o desdobramento não configura como um direito dos acionistas, é apenas uma "mera divisão da ação, e produz, sempre e necessariamente, partes iguais que, se forem lembradas, terão que recompor o mesmo todo de onde provieram"⁽²³⁾. Trata-se, assim, de uma simples operação aritmética, através da qual as ações da sociedade são divididas em outras tantas, até formar o número total de ações que a administração julgue conveniente para dar liquidez aos papéis da companhia.

Nessa mesma linha, argumenta Ballantine: "A share or stock "split up" is simply a dividing up of outstanding shares by amendment of the articles of incorporation into a greater number of shares units, like changing a five dollars Bill into "ones"."⁽²⁴⁾.

Além disso, ao contrário do que ocorre na bonificação, em que - apesar de não haver entrada de novos valores financeiros - há remanejamento de valores já existentes no balanço, de forma a proporcionar a distribuição indireta de lucros entre os sócios, tal como acima apontado, resultando no reconhecimento de direito à ação (o que no caso daquelas em tesouraria não poderia ocorrer), no desdobramento inexistente esse remanejamento. Assim, seu propósito é tão somente o de promover uma reestruturação acionária, não podendo, portanto, ser qualificado como um direito.

Essa interpretação parece ser a dominante no mercado, conforme pode se constatar em matéria publicada pela revista Capital de Aberto, de julho de 2005, Ano 2, nº 22:

"As companhias continuam utilizando as ferramentas societárias disponíveis para ampliar a liquidez de seus papéis em bolsa. Agora é a vez de lançar mão das bonificações. Este ano, Ultrapar, Unipar, Metalúrgica Gerdau, Gerdau S.A e Ambev anunciaram operações do tipo. (...)

A bonificação prevê o aumento de capital da companhia com emissão de novas ações por meio da capitalização de reservas. Amplia, portanto, a liquidez potencial na medida em que aumenta a quantidade de papéis em poder de cada acionista e reduz seu valor unitário, o que diminui também o valor mínimo para aquisição do lote padrão. "O preço final fica mais acessível, principalmente para as pessoas físicas", explica Marcos Elias, sócio da Link Corretora.

Ao bonificar o acionista a companhia gera um efeito semelhante ao do desdobramento. A diferença é que, no primeiro caso, utiliza-se reservas contábeis para aumentar o capital e emitir novas ações. No desdobramento, os papéis em circulação são divididos em frações, o que também reduz o valor unitário e promove a liquidez. (grifei).

Nesse sentido, entendo que a bonificação das ações em tesouraria, conforme pretendido pelas consulentes, restou prejudicada, já que bonificá-las significaria afirmar, em última instância, que as Companhias, suas atuais detentoras, podem participar da distribuição de lucros, ainda que indiretamente, e, portanto, ter direitos.

Por outro lado, o desdobramento das ações em tesouraria não só seria possível, como necessário. Afinal, não reorganizá-las faria com que, no momento em que fossem novamente vendidas ao mercado, estivessem despadroneadas em relação àquelas que, por estarem em circulação, foram desdobradas. O mesmo raciocínio vale, evidentemente, também para os casos de agrupamento de ações.

Restaria averiguar-se o caso de capitalização de reservas de lucros seguida de desdobramento o que, possivelmente, poderia ser enquadrado como fraude à lei.

5. A competência da CVM para regular a matéria da forma como atualmente se encontra na Instrução CVM nº10/80

As Companhias apontam ainda o argumento do jurista Carlos Eduardo Bulhões, no sentido de que seria descabida a forma como esta autarquia regulamentou as ações em tesouraria.

Nesse mesmo sentido, a própria PFE, em parecer citado sobre a presente consulta, apresentou a opinião (para depois afastá-la) de José Tavares Borba, que entende ter a CVM extrapolado sua competência ao regulamentar o tema da maneira como o fez na Instrução nº 10/80, sob o argumento que passo a reproduzir:

"Determina ainda a Instrução que as ações de tesouraria não terão "direitos patrimoniais". Nesse passo, ao que me parece, a CVM se excedeu em sua função regulamentar, pois que contrariou a própria lei das sociedades anônimas, a qual apenas privou essas ações do dividendo e não dos demais direitos patrimoniais, sem a natureza de dividendo, como é o caso das bonificações"⁽²⁵⁾.

Entendo que as justificativas apontadas até aqui são suficientes para indicar o descabimento de tal crítica. Mas nunca é demais ressaltar: as

ações em tesouraria perdem a capacidade de conferir ao seu detentor os direitos típicos de sócio, passando a ser, durante todo o tempo que lá permanecerem, meros títulos representativos de capital.

Portanto, a disciplina conferida tanto na Instrução CVM nº 10/80, quanto em sua Nota Explicativa nº 16/80, nada mais fazem do que reconhecer essa realidade, impedindo que as concessões pontuais e específicas à regra geral da não negociação com as próprias ações, previstas no § 1º do art. 30 da lei societária, viessem a sofrer interpretações demasiadamente extensivas.

Assim, pelos poderes conferidos no art. 22, alínea III [\(26\)](#), da Lei nº 6.385/76, e no art. 30, § 2º [\(27\)](#), da Lei nº 6.404/76, a CVM editou a Instrução CVM nº 10/80.

6. A necessária alteração da Lei 6.404/76 para que a bonificação das ações em tesouraria seja permitida.

As Companhias destacam em sua Consulta que outros países aceitam a bonificação de ações em tesouraria, o que reforçaria, em princípio, a tese por elas levantada.

Citam, como exemplo, a jurisdição portuguesa, para demonstrar que naquele Estado a legislação societária vigente, o Código das Sociedades Comerciais de 1986, suspende todos os direitos inerentes às ações, enquanto estas pertencerem à sociedade. A única exceção a tal regra seria justamente a bonificação, como expressamente se constata no art. 324º, nº 1, letra "a", daquele diploma normativo.

De fato, devo reconhecer que outros países autorizam essa operação e que os eventuais problemas lógico-jurídicos da permissão da bonificação das ações em tesouraria (reconhecer a sociedade como sócia de si mesma e apta a exercer o direito de participar dos resultados sociais) não superam os benefícios que essa prática geraria.

Final, se permitida, não só evitaria que a companhia tenha que ir novamente ao mercado para adquirir novas ações de sua própria emissão (para contemplar, por exemplo, um Plano de Opções de Ações – como ocorre no caso das Companhias), provocando, assim, oscilações nem sempre desejadas nos preços dos papéis, como também não geraria qualquer distorção na participação de cada acionista no capital social, pelo contrário, evitaria que ocorresse uma concentração de ações nas mãos de poucos acionistas, já que todas as novas ações emitidas seriam distribuídas entre os acionistas detentores das ações em circulação apenas.

Além de Portugal, como bem apontado pelas consultantes, o próprio direito inglês, que citei acima como exemplo de jurisdição que entende ser a ação em tesouraria uma não-ação – incapaz de atribuir qualquer direito à companhia – expressamente autoriza a bonificação dessas ações, em uma clara exceção à regra geral. É o que se observa no item 726 do *Companies Act* daquele país:

"CHAPTER 3

726 Treasury shares: exercise of rights

(1) This section applies where shares are held by a company as treasury shares.

(2) The company must not exercise any right in respect of the treasury shares, and any purported exercise of such a right is void.

This applies, in particular, to any right to attend or vote at meetings.

(3) No dividend may be paid, and no other distribution (whether in cash or otherwise) of the company's assets (including any distribution of assets to members on a winding up) may be made to the company, in respect of the treasury shares.

(4) Nothing in this section prevents—

(a) an allotment of shares as fully paid bonus shares in respect of the treasury shares, or

(b) the payment of any amount payable on the redemption of the treasury shares (if they are redeemable shares).

(5) Shares allotted as fully paid bonus shares in respect of the treasury shares are treated as if purchased by the company, at the time they were allotted, in circumstances in which section 724(1) (treasury shares) applied. [\(28\)](#) (grifei)

Assim, dada essa realidade, é possível que alguns, assim como as consultantes, entendam ser possível que a CVM autorize a bonificação de ações em tesouraria. Contudo, não entendo dessa maneira.

Nos dois exemplos de direito comparado acima, a autorização para realizar essa operação decorre diretamente da lei, e não da regulação promovida pelos órgãos encarregados dessa tarefa. Assim, entendo que para ser possível a bonificação das ações em tesouraria no Brasil, deveria a Lei nº 6.404/76 ter expressamente autorizado essa prática. Como não fez, vejo ser necessário manter a interpretação restritiva que o instituto da negociação com as próprias ações exige.

Dessa forma, se a CVM atuasse no sentido de alterar a Instrução nº 10/80, tal como desejam as Companhias, não só as colocaria em situação mais vantajosa em relação aos seus concorrentes - que, por seguirem as determinações expressas dessa mesma Instrução, deixaram de realizar a operação ora em análise - como também extrapolaria sua competência, tornando legítimo algo que não me parece ser permitido pela LSA.

7. Conclusão

Por todo o exposto, concluo não caber falar-se na existência de qualquer direito referente às ações em tesouraria, pois se assim fosse, estaríamos reconhecendo a sociedade como sócia de si mesma, com direito de ter sua posição societária mantida frente a um aumento de capital e distribuição de novas ações, o que afronta, diretamente, o *caput* do artigo 30 da lei societária.

Caso os argumentos expostos não satisfaçam, lembro que o texto do art. 16 [\(29\)](#) da Instrução CVM nº 10/80 é claro ao não reconhecer direitos patrimoniais ou políticos às ações mantidas em tesouraria.

Claríssima também é a mensagem da Nota Explicativa nº 16/80 à Instrução CVM nº 10/80:

"A esterilidade temporária a que estão submetidas as ações em tesouraria tem por finalidade erradicar qualquer possibilidade de a companhia vir a atuar como acionista de si mesma.

As dúvidas mais expressivas que possam surgir com respeito a este artigo estarão, no mais das vezes, ligadas às **hipóteses de bonificação**. Outrossim, estas não oferecerão dificuldades de solução, seja porque a mera alteração da expressão monetária do capital, no caso da incorporação de reserva de correção monetária, não possui qualquer significado patrimonial, seja porque o ganho inegável obtido pelos acionistas com a capitalização de lucros e reservas não seria de se estender à companhia, sob pena de torná-la sócia de si mesma.

De fato, nesta segunda circunstância, as reservas a serem incorporadas, constituem lucros líquidos, apurados em dinheiro que, por um período de tempo e em razão da necessidade econômica da companhia, foram desviados da natural finalidade de distribuição à conta de dividendo.

Logicamente, **bonificar as ações em tesouraria, em decorrência da capitalização de lucros e reservas, importaria permitir que a companhia participasse dos lucros sociais.**" (grifei).

Assim, pelas razões expostas, voto no sentido de não considerar possível que ações em tesouraria possam ser bonificadas, tais como as ações em circulação, seja à luz da Nota Explicativa CVM nº 16/80, seja pelo disposto na Instrução CVM nº 10/80, ou pela Lei nº 6.404/76.

É como voto.

Rio de Janeiro, 23 de setembro de 2008.

Eli Loria

Diretor

(1) Art. 169. O aumento mediante capitalização de lucros ou de reservas importará alteração do valor nominal das ações ou distribuições das ações novas, correspondentes ao aumento, entre acionistas, na proporção do número de ações que possuírem.

(2) IV - preferência para a subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição, observado o disposto nos artigos 171 e 172;

(3) § 4º As ações adquiridas nos termos da alínea b do § 1º, enquanto mantidas em tesouraria, não terão direito a dividendo nem a voto.

(4) *Operações da anônima com as ações do seu capital* . p.23.

(5) Art. 15. A sociedade anônima não pode negociar com as próprias ações.

Parágrafo único. Nessa proibição não se compreendem as operações de resgate, reembolso, amortização ou compra, previstas em lei.

(6) § 2º A aquisição das próprias ações pela companhia aberta obedecerá, sob pena de nulidade, às normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, que poderá subordiná-la à prévia autorização em cada caso.

(7) Art. 47. As sociedades anônimas de capital autorizado somente poderão adquirir as próprias ações mediante a aplicação de lucros acumulados ou capital excedente, e sem redução do capital subscrito, ou por doação.

§ 1º O capital em circulação da sociedade corresponde ao subscrito menos as ações adquiridas e em tesouraria.

§ 2º As ações em tesouraria na sociedade não terão direito de voto enquanto não forem novamente colocadas no mercado.

(8) Art. 20. Não pôde a sociedade anonyma comprar e vender a suas acções.

Nesta proibição não se comprehende a amortização das acções, uma vez que seja realizada com fundos disponíveis e sem offensa do capital.

A amortização não pôde ser feita senão por deliberação da assembléa geral, estando presente um numero de socios, que represente, pelo menos, dous terços do capital. (Art. 65.)

(9) Conforme Philomeno J. da Costa (ob. cit., p. 35), a Lei nº 3.150, de 1882, "representou a introdução entre nós das sociedades anônimas como o instrumento da técnica jurídica propício à iniciativa privada aberta nos grandes negócios, dispensando-se assim a prévia autorização governamental ordenada pelo art. 295 do Código Comercial de 1850 e reforçada pela Lei nº 1.083, de 22 de agosto de 1860."

(10) Art. 39. E' prohibido ás sociedades anonymas o acceitarem em penhor as proprias acções. (Lei n. 3150 de 1882, art. 27 n. 4; Decr. n. 8821 do mesmo anno, § 2º do art. 19; Decr. n. 164 de 17 de janeiro de 1890, Art. 27 n. 4.)

Art. 40. E' prohibido ás sociedades anonymas comprar e vender as proprias acções.

Nesta proibição não se comprehende a amortização das acções, uma vez que seja realizada com fundos disponíveis e sem offensa do capital.

A amortização não pôde ser feita sinão por deliberação da assembléa geral, estando presente um numero de socios, que represente, pelo menos, dous terços do capital. (Lei n. 3150 de 4 de novembro de 1882, art. 31; Decr. n. 8821 de 30 de dezembro do mesmo anno, art. 20; Decr. n. 164 de 17 de janeiro de 1890, art. 31.)

(11) Art. 30. A companhia não poderá negociar com as próprias ações.

§ 1º Nessa proibição não se compreendem:

- a) as operações de resgate, reembolso ou amortização previstas em lei;
- b) a aquisição, para permanência em tesouraria ou cancelamento, desde que até o valor do saldo de lucros ou reservas, exceto a legal, e sem diminuição do capital social, ou por doação;
- c) a alienação das ações adquiridas nos termos da alínea b e mantidas em tesouraria;
- d) a compra quando, resolvida a redução do capital mediante restituição, em dinheiro, de parte do valor das ações, o preço destas em bolsa for inferior ou igual à importância que deve ser restituída.

§ 2º A aquisição das próprias ações pela companhia aberta obedecerá, sob pena de nulidade, às normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, que poderá subordiná-la à prévia autorização em cada caso.

§ 3º A companhia não poderá receber em garantia as próprias ações, salvo para assegurar a gestão dos seus administradores.

§ 4º As ações adquiridas nos termos da alínea b do § 1º, enquanto mantidas em tesouraria, não terão direito a dividendo nem a voto.

§ 5º No caso da alínea d do § 1º, as ações adquiridas serão retiradas definitivamente de circulação.

(12) Art. 11. O estatuto fixará o número das ações em que se divide o capital social e estabelecerá se as ações terão, ou não, valor nominal.

§ 1º Na companhia com ações sem valor nominal, o estatuto poderá criar uma ou mais classes de ações preferenciais com valor nominal.

§ 2º O valor nominal será o mesmo para todas as ações da companhia.

§ 3º O valor nominal das ações de companhia aberta não poderá ser inferior ao mínimo fixado pela Comissão de Valores Mobiliários.

(13) Art. 35. A propriedade da ação escritural presume-se pelo registro na conta de depósito das ações, aberta em nome do acionista nos livros da instituição depositária.

§ 1º A transferência da ação escritural opera-se pelo lançamento efetuado pela instituição depositária em seus livros, a débito da conta de ações do alienante e a crédito da conta de ações do adquirente, à vista de ordem escrita do alienante, ou de autorização ou ordem judicial, em documento hábil que ficará em poder da instituição.

§ 2º A instituição depositária fornecerá ao acionista extrato da conta de depósito das ações escriturais, sempre que solicitado, ao término de todo mês em que for movimentada e, ainda que não haja movimentação, ao menos uma vez por ano.

§ 3º O estatuto pode autorizar a instituição depositária a cobrar do acionista o custo do serviço de transferência da propriedade das ações escriturais, observados os limites máximos fixados pela Comissão de Valores Mobiliários.

(14) In A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. p. 50.

(15) In LAMY FILHO e BULHÕES PEDREIRA, ob. cit., p. 51.

(16) "Essas companhias licenciadas se inspiravam também em duas outras idéias medievais. A primeira era a possibilidade de colocar ações no mercado. A idéia de oferecer ao público ações de empresas data pelo menos do século XIII. Em toda a Europa era possível comprar ações de minas e de navios. Em Toulouse, as fábricas eram divididas em títulos que seus portadores podiam vender como se fossem propriedades imóveis. Mas o capitalismo naval dos séculos XVI e XVII ampliou extraordinariamente a idéia, provocando o aparecimento de bolsas de títulos. A outra idéia, que anteriormente havia surgido de maneira esporádica, era a de responsabilidade limitada. A colonização envolvia tantos riscos que a única forma de levantar grandes somas era proteger os investidores." – In MICKLETHWAIT, John e WOOLDRIDGE, Adrian. A Companhia: Breve História de uma idéia revolucionária. Tradução de S. Duarte. Rio de Janeiro: Objetiva, 2003. p. 46.

(17) "Os riscos de investimento em viagens às terras fornecedoras de especiarias da Indonésia deviam ser parecidos com os de investir hoje em dia na exploração do espaço. Com efeito, o quarto de século anterior à criação das duas principais companhias das Índias orientais mostrou o quanto eram necessárias as cartas reais, as ações e a responsabilidade limitada." In MICKLETHWAIT, John e WOOLDRIDGE, Adrian., ob. cit.p. 47.

(18) Disponível em < <http://www.hmrc.gov.uk/manuals/CG3manual/cg51750.htm>>

(19) Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras. Manual de contabilidade das sociedades por ações: aplicável às demais sociedades / FIPECAFI; diretor responsável Sérgio de Iudícibus; coordenador técnico Eliseu Martins, supervisor de equipe de trabalho Ernesto Gelcke. – 7. ed. – 4. reimpr. – São Paulo: Atlas, 2008, p. 341.

(20) In Comentários à lei de sociedades anônimas. São Paulo: Saraiva, 1997. p. 223.

(21) BRIGHAM, Eugene F., GAPENSKI, Louis C., EHRHARDT, Michael C. Financial Management: theory and practice. Ninth Edition: Harcourt College Publishers. p. 660.

(22) –In Comentários à lei de sociedades anônimas São Paulo: Saraiva, 2003. p. 507.

(23) In LAMY FILHO e BULHÕES PEDREIRA. p. 66

(24) Apud LAMY FILHO e BULHÕES PEDREIRA, idem, ibidem.

[\(25\)](#) Borba, José Edwaldo Tavares, 1938 – Direito Societário – 7. ed ver., aum. e atual. – Rio de Janeiro: Renovar, 2001, pág. 231.

[\(26\)](#) Art . 22. Considera-se aberta a companhia cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação na bolsa ou no mercado de balcão.

§ 1º Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas aplicáveis às companhias abertas sobre:

...

III - a compra de ações emitidas pela própria companhia e a alienação das ações em tesouraria;

[\(27\)](#) § 2º A aquisição das próprias ações pela companhia aberta obedecerá, sob pena de nulidade, às normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, que poderá subordiná-la à prévia autorização em cada caso.

[\(28\)](#) Disponível em: http://www.opsi.gov.uk/ACTS/acts2006/pdf/ukpga_20060046_en.pdf

[\(29\)](#) Art. 16. As ações, enquanto mantidas em tesouraria, não terão direitos patrimoniais ou políticos.