



**PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM Nº 8, DE 4 DE AGOSTO DE 1981.**

**EMENTA:** É inadmissível a homologação de aumento de capital em bases diversas das originalmente estipuladas por ocasião de sua autorização.

A CVM considera inválido o aumento de capital sempre que não houver a colocação da totalidade dos títulos referidos na emissão (Políticas de Divulgação de Informações), cabendo, portanto, dar aos subscritores, o direito de rever sua decisão.

Verificando-se a impossibilidade da subscrição integral do aumento de capital, tornar-se-á necessário adotar solução que assegure a manutenção da bilateralidade do negócio, através de deliberação societária, que garanta o direito de os subscritores reexaminarem sua decisão inicial de investimento, à vista das novas circunstâncias.

1. O presente Parecer de Orientação questionará a legitimidade da homologação de um aumento de capital não inteiramente subscrito.

2. Estabelece o § 6º do artigo 170 da Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404 de 15.12.76) que " ao aumento de capital aplica-se, no que couber, o disposto sobre a constituição da companhia..." , o que equivale a tornar aplicáveis às hipóteses de aumento de capital, no que forem compatíveis, as regras sobre a regulação da constituição das companhias previstas em todo o Capítulo VII da Lei.

3. Dentre as normas que disciplinam a constituição de companhias é de se destacar, porque de interesse específico à matéria ora em análise, a regra que determina somente ser possível a constituição de uma companhia depois de integralmente subscrito o seu capital (neste sentido veja-se, principalmente, o disposto no art. 80, inciso I e no caput do art. 86 da LEI Nº 6.404/76).

4. Ora, não existindo a possibilidade legal de uma companhia se constituir com a subscrição apenas parcial de seu capital, e não sendo esta disposição incompatível com os aumentos de capital eventualmente realizados no curso da vida da companhia, é de se aplicá-la a tais hipóteses. Conseqüentemente, não podendo uma companhia se constituir com seu capital parcialmente subscrito, igualmente não poderá ser homologado um aumento de capital também apenas parcialmente subscrito.

5. É de se lembrar ainda que a lei, ao cuidar do prospecto a ser utilizado em subscrições públicas, expressamente impôs a existência de regras aplicáveis às hipóteses de verificação de excesso de subscrições, admitindo com possíveis tais ocorrências (art. 84, inciso IX). No que se refere, porém, à insuficiência de subscrições, silenciou a Lei. Tal silêncio indiscutivelmente se afigura como indicador de que esta possibilidade não pode ser considerada como passível de qualquer outra solução a não ser a constatação de que, não se tendo consumado o aumento de capital a que correspondia o projeto divulgado aos acionistas e terceiros, não pode ele, por isto mesmo, ser homologado.



6. Afora o enfoque legal acima, a conclusão se afigura como lógica, porque seria descabida a homologação de um aumento de capital que, em essência, viesse a se apresentar como distinto daquele originalmente autorizado. Não se pode negar o caráter de verdadeiro negócio de adesão ao ato do subscritor que passa a participar de uma sociedade. Ora, todo o pensamento jurídico moderno se inclina no sentido de interpretar os negócios de adesão de forma restritiva, de modo a não colocar o contratante, a quem se retirou toda a liberdade contratual, em termos menos favoráveis do que os por ele aceitos. Isto estaria sendo esquecido, de modo claro, ao se compelir o subscritor a participar de um aumento de capital em condições diversas daquelas originalmente por ele consideradas.

7. Por outro lado, não pode ser esquecido o fato de que, muitas vezes, o subscritor de um aumento de capital, já acionista da companhia e titular de uma participação societária cujo porte lhe assegura uma série de direitos políticos, subscreve o aumento justamente para ver mantidos tais direitos. Ora, admitida a homologação de um aumento parcialmente subscrito, no caso, tal subscritor teria desembolsado quantia superior à necessária para a manutenção daqueles direitos. Em nome de quê se justificaria tal excesso de subscrição?

8. Não é diversa a situação do acionista que, pela incapacidade de acompanhar o aumento de capital de forma a manter sua participação societária nos mesmos níveis percentuais, deixa de exercer seu direito de preferência, não efetuando qualquer subscrição. Como justificar o irreparável prejuízo aos seus direitos políticos caso o aumento seja homologado em bases inferiores às originalmente propostas, e em função das quais a decisão tomada pelo investidor, no sentido de não acompanhar o aumento, então já irreversível, teria conteúdo diverso?

9. Na mesma linha de raciocínio, há que se colocar a hipótese daqueles investidores que estão regulamentarmente limitados a uma determinada participação máxima no capital de uma companhia, como certos investidores institucionais, por exemplo. Como administrar a hipótese de um investidor institucional que, havendo subscrito em um aumento de capital valor compatível com seus limites regulamentares de participação, venha a surpreender-se com a titularidade de uma participação superior àquele limite que teve em vista ao fazer a sua subscrição, em virtude da homologação do aumento de capital por valor inferior ao originalmente previsto e autorizado?

10. É de se ressaltar, outrossim, que em se tratando de aumento de capital por subscrição pública, admitir-se a homologação parcial do aumento de capital significaria reconhecer-se que as informações constantes do registro da CVM, inclusive sobre a aplicação a ser dada aos recursos provenientes da emissão (Lei nº 6.385/76, art. 19, § 5º, II, b), não são confiáveis, e o subscritor que as teve em mente, ao aceitar participar de um empreendimento (aquele constante do prospecto), pode-se ver, de um momento para outro, definitivamente ligado a empreendimento diverso.

11. Outro aspecto a ser recordado diz respeito ao papel dos intermediários, no caso das subscrições pública. A mesma análise sistemática desenvolvida neste Parecer de Orientação demonstra que a confiabilidade que se pretende emprestar à sua atuação, baseada na exigência de um comportamento responsável e que contribua para a expansão e o funcionamento eficiente do mercado de valores mobiliários, ficaria seriamente prejudicada caso se admitisse a possibilidade de homologação do aumento não integralmente subscrito.



**CVM** *Comissão de Valores Mobiliários*

**PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM Nº 8, DE 4 DE AGOSTO DE 1981.**

Com efeito, uma das funções precípua do intermediário é exatamente a de analisar, quando do lançamento de uma emissão de valores mobiliários, a capacidade de absorção existente para aquele determinado título ou, em outras palavras, a possibilidade de êxito integral do lançamento nos termos originalmente concebidos, o que deve fazer com a responsabilidade e o critério oriundos da qualificação técnica por ele, intermediário, possuída.

Tal função ficaria seriamente prejudicada, e com ela um expressivo segmento de atenção da CVM, se essa responsabilidade do intermediário pelo correto dimensionamento do valor do aumento de capital se diluísse a ponto de poder realizar-se a assembléia de verificação que fosse o valor realmente subscrito.

12. Por outro lado, entendemos que a situação não se modifica sequer quando se admite a possibilidade de que exista um limite mínimo para a homologação. Em outras palavras: autorizado um aumento de 100, mencionaria a assembléia a possibilidade de poder ser homologado o aumento, no mínimo, em 50.

Não se pode aceitar que os estudos de viabilidade do projeto relativo ao aumento, bem como a proposta de destinação de recursos, representem mera tentativa, passível de correção conforme o melhor ou pior resultado do lançamento.

Dentro de todo o sistema normativo baseado na regularidade e na precisão das informações transmitidas pela companhia ao público investidor, não há como admitir-se que a proposta de destinação de recursos represente mera tentativa, passível de retificação conforme o melhor ou pior resultado da emissão.

Ainda nesse contexto continuam válidos os argumentos referidos nos itens 7 a 9, supra, no tocando aos investidores interessados em manter determinados direitos políticos, condicionados a uma certa participação percentual, e aos investidores institucionais. Não é possível, em tais circunstâncias, que o investidor tome a decisão mais compatível com seus interesses se não tem a exata noção do volume do capital da companhia, ao término do aumento (que poderá, no exemplo figurado, situar-se em qualquer ponto intermediário entre 50 e 100, conforme o êxito da subscrição).

Finalmente, mesmo por uma questão de lógica, a bilateralidade inerente ao negócio jurídico da subscrição, caso se permitisse que a companhia pudesse efetuar o aumento informado que a homologação se dará por qualquer valor entre  $\underline{x}$  e  $\underline{y}$ , deveria justificar também que o subscritor manifestasse a intenção de condicionar as bases de sua decisão e investimento ao resultado final do processo de subscrição. Isto criaria, salta à vista, situações absolutamente insolúveis, e que comprometeriam a regularidade do processo de aumento de capital.

13. A homologação, cabe insistir, quando apenas parte do aumento aprovado na assembléia geral foi subscrito, envolve, além de tudo, uma grave injustiça para com o subscritor que, exatamente por não se ter realizado a assembléia geral de verificação do aumento, não é ainda acionista e não pode manifestar-se sobre a deliberação, e, por isso, não terá, em princípio, oportunidade de voltar atrás em sua manifestação de vontade.



**CVM** *Comissão de Valores Mobiliários*

**PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM Nº 8, DE 4 DE AGOSTO DE 1981.**

Verificando-se, porém, um aumento de capital cuja subscrição integral se afigura impossível, em face de qualquer conjuntura alheia à previsão dos administradores ao ensejo do seu planejamento, a única solução legítima, visto que assegura o direito de os subscritores reverem sua decisão inicial de investir, baseada em premissas superadas no curso do tempo, será a re-ratificação de todo o processo, através da realização de nova deliberação assemblear (ou do conselho de administração, na hipótese prevista no art. 168).

Para tanto, o aumento nas bases que se tenham demonstrado viáveis deverá ser aprovado e objeto de novo registro na CVM, em se tratando de subscrição pública, abrindo-se novo prazo para o exercício do direito de preferência, se for o caso, e facultando-se aos subscritores do aumento frustrado, acionistas ou não, que ratifiquem sua manifestação de vontade, em termos compatíveis com as novas bases do aumento, ou recebam, em caso contrário, em devolução, as entradas feitas, se revogarem tal manifestação de vontade.

*Original assinado por*  
**PAULO CEZAR ARAGÃO**  
**Superintendente Jurídico**

Aprovado Pelo Colegiado Em 04.08.81.  
Publique-Se.

*Original assinado por*  
**HERCULANO BORGES DA FONSECA**  
**Presidente**