Dissertação de mestrado

Orientador: Professor Doutor Eduardo Secchi Munhoz

Candidato: Bruno Robert; n.º USP: 3145992

Apuração, declaração e pagamento do dividendo mínimo obrigatório
nas companhias brasileiras

Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

São Paulo - 2009

Índice

Resumo.....	1
Introdução.....	3
 Capítulo I. – Lucro social e dividendo	
1.- Formação do contrato de sociedade e sua função instrumental.....	11
2.- O lucro como objetivo das sociedades.....	15
3.- Lucro, lucro social e dividendo.....	18
4.- Natureza e formação do lucro social.....	22
5.- Destinação do lucro social.....	24
 Capítulo II. – Direito do acionista ao dividendo mínimo obrigatório	
1.- Aquisição do <i>status socii</i>	26
2.- Direitos individuais do acionista.....	28
3.- Direitos patrimoniais inderrogáveis e irrenunciáveis do acionista.....	34
4.- Direito do acionista ao dividendo.....	35
5.- Direito do acionista ao dividendo mínimo obrigatório.....	43
6.- Função da tutela do direito ao dividendo mínimo obrigatório.....	46
7.- Necessidade contemporânea da tutela do direito ao dividendo mínimo obrigatório.....	50
 Capítulo III. – Titularidade do direito ao dividendo mínimo obrigatório	
1.- Art. 205, <i>caput</i>	67
2.- A regra de igualdade de tratamento (art. 109, § 1º).....	73
3.- Fragmentação do direito ao dividendo (art. 28).....	74

4.- Cessão do direito ao dividendo ou titularidade derivada.....	75
5.- Cupões de dividendos (art. 26).....	80

Capítulo IV. – Apuração do dividendo mínimo obrigatório

1.- <i>Caput</i> e inciso I do <i>caput</i> do art. 202.....	83
2.- Incisos II e III do <i>caput</i> do art. 202.....	85
3.- § 1º do art. 202.....	89
4.- § 2º do art. 202.....	91
5.- § 3º do art. 202.....	92
6.- §§ 4º e 5º do art. 202.....	95
7.- § 6º do art. 202.....	99

Capítulo V. – Declaração do dividendo mínimo obrigatório

1.- Origem (art. 201, <i>caput</i>).....	102
2.- Periodicidade: dividendos anuais, semestrais e intermediários (art. 204).....	103
3.- Procedimento: fases preparatória, constitutiva e integrativa.....	109
4.- Documentos da administração: reflexo, identificação e fiscalização.....	110
5.- Proposta sobre a destinação do lucro líquido do exercício.....	112
6.- Efeitos jurídicos da declaração dos dividendos.....	114
7.- Direito do acionista ao dividendo mínimo obrigatório não declarado.....	119
8.- Haveres sociais e dividendos.....	121

Capítulo VI. – Retenção regular de lucros sociais

1.- Dedução dos prejuízos acumulados e provisão para o imposto sobre a renda (art. 189)..	123
2.- Participações de empregados, administradores e partes beneficiárias (art. 190).....	124
3.- Reservas de lucros obrigatórias.....	126
4.- Reservas de lucros estatutárias e assembleares.....	128

5.-	Elaboração e cumprimento de orçamento de capital (art. 196).....	130
6.-	Distribuição de dividendos incompatível com a situação financeira da companhia (art. 202, § 4º).....	133
7.-	Aquisição do direito ao pleno exercício do voto em razão da não-distribuição de dividendos (art. 111, §§ 1º, 2º e 3º).....	133

Capítulo VII. – Retenção irregular de lucros sociais

1.-	Hipóteses de descumprimento e de aprovação irregular do orçamento de capital.....	135
2.-	Hipótese de utilização irregular das reservas de lucros.....	138
3.-	Ilegalidade das reservas ocultas no direito brasileiro.....	141
4.-	Meios de controle da retenção irregular de lucros à disposição dos acionistas.....	143

Capítulo VIII. – Pagamento do dividendo mínimo obrigatório

1.-	Direitos de credor do acionista.....	147
2.-	Prazo de pagamento (art. 205, § 3º).....	148
3.-	Formas de pagamento (art. 205, §§ 1º e 2º).....	150
4.-	Cumulação com o pagamento de dividendos intermediários, fixos, mínimos, ou juros sobre o capital próprio.....	155
5.-	Distribuição de lucros fictícios.....	157
6.-	Suspensão do direito ao recebimento do dividendo (art. 120).....	160
7.-	Erro, dolo, fraude ou simulação que viciou a proposta de distribuição de dividendos ou as demonstrações financeiras aprovadas pela assembleia geral dos acionistas.....	161
8.-	Dividendos não reclamados.....	162

Considerações Finais.....	163
----------------------------------	------------

Bibliografia.....	166
-------------------	-----

Abstract.....	180
---------------	-----

Resumo

Este trabalho examina a disciplina legal do dividendo mínimo obrigatório, a partir da compreensão de suas funções dentro da organização societária e das implicações práticas de sua existência, manifestáveis ao longo do procedimento de formação e partilha do lucro social.

Trata-se de estudo que, embora gravite em torno do art. 202 da Lei das Sociedades por Ações, estende-se para os fundamentos do direito societário, excursionando por temas que vão desde as razões da celebração do contrato de sociedade e da função empresarial do lucro até as mais modernas reflexões a respeito do conflito de interesses e do papel dos administradores e dos controladores na sociedade.

Além de uma análise detalhada das etapas de apuração, declaração e pagamento do dividendo mínimo obrigatório, o estudo oferece as seguintes principais proposições: (i) a de que o dividendo mínimo obrigatório consiste em solução contratual, estimulada pela lei, para redução dos custos da decisão de partilha do lucro social; (ii) a de que o direito ao dividendo é diverso do direito de participação nos lucros sociais e de que aquele, ao contrário deste último, é tanto derogável, quanto renunciável; e (iii) a de que o dividendo mínimo obrigatório possui natureza substancialmente específica, reclamando análise autônoma de seu funcionamento.

Entre as contribuições esperadas, estão o aperfeiçoamento da aplicação da disciplina legal do dividendo mínimo obrigatório e a retomada da investigação científica da matéria, inexplicavelmente negligenciada pela doutrina brasileira.

Estruturalmente, o texto encontra-se dividido em oito capítulos, além da introdução e das considerações finais. O primeiro apresenta o papel do lucro e do dividendo na sociedade. O segundo reproduz o raciocínio doutrinário que conforma o direito do acionista ao dividendo mínimo obrigatório, examina as justificativas para sua tutela jurídica e analisa a necessidade contemporânea da manutenção dessa tutela. No terceiro capítulo são discutidas as questões relacionadas à titularidade do dividendo mínimo obrigatório. Os capítulos quarto e quinto tratam, respectivamente, da apuração e da declaração do

dividendo mínimo obrigatório. As hipóteses de retenção regular e irregular de lucros sociais são tratadas nos capítulos sexto e sétimo. Do capítulo oitavo constam explicações sobre o pagamento do dividendo mínimo obrigatório. As considerações finais retomam as principais conclusões obtidas ao longo dos capítulos e arrematam o trabalho.

*

Introdução

O presente trabalho busca mapear e discutir os comandos legais e institutos jurídicos que informam o procedimento de distribuição do dividendo mínimo obrigatório, nas companhias brasileiras, abrangendo separadamente as etapas de apuração, de declaração e de pagamento.

Nota-se, primeiramente, que o foco do estudo exclui a análise detida da realidade jurídica de outros países, limitando-se às regras aplicáveis às companhias brasileiras, sem prejuízo da remissão ou comparação com normas e casos estrangeiros, quando relevantes para a compreensão do contexto nacional.

Está também excluído o exame das regras concernentes a outros tipos societários que não as sociedades por ações. Essa exclusão explica-se principalmente por ser o instituto do dividendo mínimo obrigatório regra própria das companhias. Além disso, as companhias, diferentemente dos demais tipos societários nacionais, possuem um conjunto mais completo de regras relativas aos dividendos, fornecido pela Lei das Sociedades por Ações, o que possibilita a investigação acadêmica mais ampla. É nas companhias, ademais, que se evidenciam com mais riqueza os fenômenos societários envolvidos no procedimento de distribuição do dividendo mínimo obrigatório. E, por fim, pode-se dizer, com alguma segurança, que grande parte das conclusões teóricas obtidas a partir da reflexão sobre as companhias será útil para a compreensão dos mecanismos de distribuição do lucro social de outros tipos societários empresariais, notadamente das sociedades limitadas.

Ainda mais importante é a orientação das luzes do estudo para o dividendo mínimo obrigatório, destacando-o das outras espécies de dividendos ou das demais formas de distribuição do lucro social. Tal opção é mais lógica do que propriamente limitativa. Com efeito, o dividendo mínimo obrigatório é o instituto da categoria que apresenta um rol maior de regras reservado para si e uma recorrência prática mais significativa. O estudo do dividendo mínimo obrigatório é, portanto, além de mais útil, modelar para a reflexão a respeito das outras espécies de dividendos e das demais formas de distribuição do lucro social. Além disso, o dividendo mínimo obrigatório é instituto com aspectos específicos, o

que, do ponto de vista científico, exige isolamento analítico para a sua correta compreensão.

Tem-se aí, portanto, o núcleo da dissertação: o dividendo mínimo obrigatório, sob todos os seus aspectos jurídico-societários.

O exame aprofundado do dividendo mínimo obrigatório exige, contudo, a investigação de diversos outros aspectos da estrutura societária.

De fato, trata-se de matéria cuja compreensão passa pelo entendimento de todo o mecanismo de relações em que se funda a sociedade. Seus objetivos, estruturas e limites. Tal como um líquido vital para a sociedade, o lucro, do qual se extrai o dividendo, corre pelo corpo de toda organização social. Para compreender sua composição, sua origem, suas funções e seu destino, é necessário conhecer com propriedade seu trajeto e os órgãos que alimenta.

Por conseguinte, para além do lucro e do dividendo mínimo obrigatório, deverão ser investigados diversos outros institutos do direito societário, fundamentais para o inteiro conhecimento do tema.

Assim, cuidando sempre para que não haja afastamento em relação à linha condutora do trabalho, com consequente perda de objetividade, o estudo passará por temas como a formação do contrato de sociedade, objetivo social, aquisição do *status socii*, direitos individuais dos acionistas, direitos irrenunciáveis dos acionistas, intangibilidade do patrimônio social, conflito de interesses, abuso de poder de controle, quebra do dever de lealdade, entre outros.

Eis a outra importante diretriz da pesquisa, que entornará o foco principal da dissertação: o aprofundamento na estrutura e na teoria geral societária, limitado pela utilidade para o desenvolvimento do tema.

Delimita-se, dessa maneira, o roteiro para o desenvolvimento deste trabalho. Passa-se ao seu objetivo e às justificativas para sua elaboração.

Orienta o desenvolvimento da dissertação proposta, fundamentalmente, a busca pela contribuição efetiva à prática societária.

Sem a pretensão de grandes inovações, o estudo se voltará para a compreensão consistente de um restrito trecho da disciplina societária, cuja compreensão material e doutrinária apresenta-se atualmente defasada.

A necessidade da elaboração de um estudo aprofundado a respeito do tema evidencia-se a partir da verificação de três aspectos fundamentais da atualidade jurídica: a evolução e as recentes modificações das normas legais relacionadas; a ausência de suficientes e atualizados estudos doutrinários sobre a matéria; e a explícita alteração da realidade empresarial e do mercado de capitais brasileiro.

Com relação à legislação, destaca-se, para ser breve, as substanciais modificações do art. 202 da Lei das Sociedades por Ações, promovidas em 2001, na esteira das reformas tendentes ao desenvolvimento do mercado de capitais nacional e refletidas especialmente no aumento das garantias dos acionistas minoritários. De todos os elementos da atual redação do art. 202, apenas os parágrafos 1º, 4º e 5º permanecem com a mesma redação que apresentavam em 1976 e em 1997. As regras inseridas, harmônicas com as modificações promovidas no art. 197, correm todas no sentido de controlar e limitar a discricionariedade dos acionistas controladores e, em alguns casos, dos administradores, na definição da destinação dos lucros anuais da companhia. Trata-se de alterações fundamentais, que transformam não apenas princípios disciplinadores da matéria, como também mecanismos objetivos, entre eles a própria forma de cálculo do dividendo mínimo obrigatório, caso da nova redação do inc. II do art. 202. O parágrafo 6º, outro exemplo, inserido integralmente em 2001, marca definitivamente a concepção de que o lucro pertence primordialmente aos acionistas e registra a aptidão desenvolvimentista da lei nacional das sociedades por ações, fato esse marcante para a teoria societária e financeira dos dividendos. Acrescente-se, ainda, às modificações mencionadas acima, aquelas trazidas pela Lei n.º 11.638, de 28 de dezembro de 2007, que afetam também a matéria tratada na dissertação.

Quanto à doutrina, o fato a ser ressaltado é que a grande obra a respeito da disciplina dos dividendos, de autoria do ilustre Luiz Gastão Paes de Barros Leães, e que

confessadamente serve como linha-mestra deste estudo, data do final da década de 60¹, não havendo desde então qualquer novo estudo de comparável amplitude a respeito.

E mesmo sobre a obra do Prof. Leães, a despeito da contribuição perene que representou ao mundo jurídico, é forçoso admitir que incidiram os efeitos do tempo, o qual trouxe novas realidades empresariais e legislativas. Evidência clara, a vigência de um novo estatuto das companhias, a Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que veio substituir o antigo Decreto-Lei n.º 2.627, de 26 de setembro de 1940, bem como a reforma de 2001, comentada acima. O diploma de 1976 conferiu à disciplina dos dividendos cenário substancialmente diferente daquele diante do qual o Prof. Leães pensou a sua obra. A nova lei, por exemplo, destinou ao estatuto social a possibilidade de determinação do montante do lucro a ser distribuído obrigatoriamente e alterou a regra geral para os casos de omissão. Inovações que, a propósito, causaram grande impacto na sociedade civil.²

Mas não é apenas nas modificações legislativas recentes ou mais distantes, na relativa carência da doutrina nacional nesse tema e na sua parcial desatualização que se encontram as motivações para o desenvolvimento deste estudo. O cenário empresarial e o mercado de capitais, notadamente o nacional, experimentaram mudanças significativas nas últimas décadas e nos últimos anos, que devem ser confrontadas com a legislação vigente a respeito do dividendo mínimo obrigatório.

De fato, a adequação e a efetividade das regras legais que vigoram no País a esse respeito ainda não foram satisfatoriamente avaliadas neste novo cenário. Cenário esse que chega a contar, no contexto mundial, inclusive com teses que alardeiam o fim dos dividendos³.

¹ Luiz Gastão Paes de Barros LEÃES, *Do direito do acionista ao dividendo*, Obelisco, São Paulo, 1969.

² “No debate público sobre o Anteprojeto de Lei das S.A. as atenções, o interesse e a controvérsia se concentram de tal modo em um único dos seus 304 artigos (...), sobre distribuição de dividendos, que aos menos informados pode parecer que a tão propalada reforma da lei de sociedades por ações se resume, afinal de contas, a uma nova disciplina sobre distribuição de dividendos.” Alfredo LAMY FILHO, José Luiz BULHÕES PEDREIRA, *A lei das S.A., Renovar*, Rio de Janeiro, ed. 3, v. 1, 1997, p. 156.

³ Nesse sentido, por exemplo, as reportagens publicadas no New York Times, em 7 de novembro de 1999 (“Dividends are Fading as Market Signals, Too”), na Economist, de 20 de novembro de 1999 (“Shares Without the Other Bit: In Corporate America, Paying Dividends Has Gone Out of Fashion”) e de 20 de janeiro de 2002 (“Economics Focus: Dividends Ends”), e na Time, de 2 de fevereiro de 1998 (“Disappearing Dividends? Ending Payouts May Be a Good Thing for Investors”). Deve ser ressaltado, entretanto, que muitas das teses de redução global do pagamento de dividendos baseiam-se em interpretação imprecisa dos resultados obtidos por Eugene F. Fama e Kenneth R. French, em seu estudo intitulado *Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?* (in *Journal of financial economics*, v.

Ainda que alguns dilemas persistam, como o difícil equilíbrio entre a necessidade de autofinanciamento da empresa moderna e o direito do acionista ao dividendo⁴, seus fundamentos e argumentos modificaram-se. A dúvida a respeito dos limites da retenção de lucros e dos formatos da proteção ao acionista ainda é válida, mas novas ferramentas e novos dados influenciam a forma atual de raciocínio.

Em pontos de caráter mais abrangente, as modificações foram e têm sido ainda mais completas. Como exemplo, a indústria do crédito, que apresenta contornos muito distintos atualmente; a alteração da natureza da atuação e da fiscalização das firmas de auditoria e de outros agentes auxiliares das sociedades e do mercado; a sensação de estabilidade econômica que vive o País, com inflação controlada; o recuo dos juros; a maior participação do Brasil no comércio internacional; o ganho de importância do mercado financeiro mundial; a atuação praticamente inédita das companhias brasileiras como reais captadoras de poupança popular produtiva e, reflexamente, a transformação das companhias brasileiras em alternativa popular de investimento. São mudanças recentes, que influenciam a forma de pensar e aplicar as regras jurídicas, tanto mais se tais regras possuem associação direta com a atividade das companhias e o funcionamento do mercado de ações. Mudanças essas que, adicionadas às demais razões expostas neste item, constituem a justificativa e o estímulo do estudo pretendido.

Com relação à sua estrutura, o texto encontra-se segmentado em oito capítulos, além de uma introdução e das considerações finais.

O primeiro capítulo apresenta o papel do lucro e do dividendo na organização societária, assim como introduz conceitos que subsidiarão a análise do tema.

60, pp. 3 e ss.). Esses autores concluíram que entre 1978 e 1998 houve um grande declínio no número de sociedades que pagam dividendos, mas não no nível de dividendos pagos. A respeito, cf. Harry DEANGELO, Linda DEANGELO e Douglas J. SKINNER, *Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings*, in *Journal of financial economics*, v. 72, 2004, pp. 425 e ss..

⁴ Para um estudo completo sobre a sensível relação entre o autofinanciamento e o direito do acionista ao dividendo, do ponto de vista do direito societário, cf. Alberto ASQUINI, *I battelli del reno*, in *Rivista delle società*, 1959, pp. 617 e ss.. Esse é, a propósito, em suas próprias palavras, o “tema nuclear” da obra do Prof. Leães (LEÃES, *Do direito do acionista ao dividendo*, op. cit., p. 200).

O segundo capítulo reproduz o raciocínio doutrinário que conforma o direito do acionista ao dividendo mínimo obrigatório, examina as justificativas para sua tutela jurídica e analisa a necessidade contemporânea da manutenção dessa tutela.

No terceiro capítulo são discutidas as questões relacionadas à titularidade do dividendo mínimo obrigatório.

Os capítulos quarto e quinto tratam, respectivamente, da apuração do dividendo mínimo obrigatório, a partir de uma análise objetiva e prática da integralidade do art. 202 da Lei das Sociedades por Ações, e da declaração do dividendo mínimo obrigatório.

A retenção de lucros sociais, tema relevante no contexto societário atual, diante das últimas alterações na Lei das Sociedades por Ações, é tratada nos capítulos sexto e sétimo. No capítulo sexto são analisadas as hipóteses de retenção de lucros sociais autorizadas pela lei, enquanto que, no capítulo sétimo, são discutidas as hipóteses de retenção irregular de lucros sociais.

Do capítulo oitavo constam explicações e debates sobre os aspectos relacionados ao pagamento do dividendo mínimo obrigatório, com o apontamento de diversas hipóteses práticas.

As considerações finais apresentam, de forma sintética, as principais conclusões obtidas em cada capítulo, bem como o modo como se espera que elas contribuam para o desenvolvimento do direito societário nacional, encerrando o estudo.

Por fim, com o objetivo de esclarecer e facilitar a leitura do texto, o padrão básico utilizado no presente trabalho quanto a citações, notas de rodapé, indicações bibliográficas, abreviações e outros elementos editoriais encontra-se descrito a seguir.

Os trechos de autoria de terceiro ou constantes de dispositivos legais, quando transcritos no corpo do texto, serão necessariamente delimitados por aspas e devidamente identificados, seja no próprio corpo do texto, seja em nota de rodapé.

Nomes próprios, ainda que de autores, quando mencionados no corpo do texto, não apresentarão qualquer grafia especial. Quando transcritos em nota de rodapé, associados à respectiva obra, terão destacado, com caracteres em caixa alta, o sobrenome que melhor os identifique dentro do ambiente jurídico. O mesmo ocorrerá nas menções feitas na bibliografia, porém, nas notas de rodapé, os nomes próprios de autores serão escritos em ordem normal, enquanto que na bibliografia o sobrenome destacado precederá o nome e os demais sobrenomes.

Tanto em notas de rodapé, quanto na relação bibliográfica, a indicação das obras seguirá a seguinte ordem: autor ou autores; título da obra, destacado com caracteres no formato itálico e apenas com a primeira letra, da primeira palavra de cada período, em caracter maiúsculo; tomo, volume e número; edição da obra; editora; cidade, em língua portuguesa; data de publicação; página. Cada um dos referidos elementos será separado exclusivamente por vírgulas, sendo apenas o período completo encerrado por ponto final. Caso a obra em questão encontre-se publicada em volume coletivo, o título deste será indicado após o título daquela, também com os caracteres em formato itálico, precedido pelo termo “in”.

Essa, a regra geral de citação. Variações específicas na natureza da obra ou em sua identificação serão acomodadas, tendo-se em vista o padrão descrito e as regras formais de citação mais comumente aceitas no País para obras jurídicas equivalentes.

No caso de obras já mencionadas anteriormente no texto, apenas se repetirá, em nota de rodapé, o sobrenome principal do autor ou dos autores, destacado com caracteres em caixa alta, o nome completo da obra, em itálico, seguido da abreviação “op. cit.” e a página em referência.

“Inciso” será abreviado para “inc.” ou “incs.”, conforme o caso, e “artigo” para “art.” ou “arts.”. “Parágrafo” será representado pelo símbolo “§”, caso não seja redigido sem abreviação.

Leis, instruções, resoluções e outros documentos equivalentes serão mencionados de forma completa, com identificação de tipo, número e data integral. Diplomas de uso

recorrente ao longo do texto e de evidente identificação poderão ser, contudo, redigidos apenas por seu título. Exemplos são a Lei das Sociedades por Ações e o Código Civil.

Entre as coleções, destaque para Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, atualmente publicada pela Editora Malheiros, que será identificada simplesmente por “RDM”.

Não se encontram consignados neste item casos de abreviações ou formatação editorial suficientemente evidente, que sigam padrões de conhecimento público inalteráveis ou com menos significância para o texto.

*

Capítulo I. – Lucro social e dividendo

1.- Formação do contrato de sociedade e sua função instrumental

A intenção de lucro precede, logicamente, a formação da sociedade. É com o objetivo de lucrar que indivíduos organizam-se societariamente para o desenvolvimento de determinada atividade empresarial⁵. A sociedade, assim, constitui nada mais do que instrumento para a consecução organizada de uma atividade, da qual se espera que resulte lucro⁶.

É evidente que uma vez constituída, a sociedade corporifica-se em um novo ente, o qual, para ser aceito institucionalmente, assume obrigações que delimitam a sua busca pelo lucro. Essas obrigações objetivam a coexistência regular entre esse ente e o universo de direitos com o qual ele passará a interagir, assim como sua acomodação dentro da sociedade civil, alinhando-o com os princípios jurídicos, econômicos, políticos e sociais vigentes. Entretanto, o impulso do qual resultou sua formação e seu objetivo primordial permanecem o mesmo: o lucro.

A própria escolha da estrutura da sociedade também é determinada por razões econômicas. Os indivíduos que escolhem se organizar em sociedade o fazem porque acreditam que atingirão seus objetivos mais facilmente se trabalharem em conjunto e que

⁵ Assim dispõe o Código Civil: “Art. 981. Celebram contrato de sociedade as pessoas que reciprocamente se obrigam a contribuir, com bens ou serviços, para o exercício de atividade econômica e a partilha, entre si, dos resultados.” Cf., também, Manuel António PITA, *Direito aos lucros*, Almedina, Coimbra, 1989, p. 1 e ss., Fábio Konder COMPARATO, *O direito ao lucro nos contratos sociais*, in *Direito empresarial – estudos e pareceres*, Saraiva, São Paulo, 1995, pp. 150 e ss. e Sylvio MARCONDES, *Questões de direito mercantil*, Saraiva, São Paulo, 1977, pp. 13 e ss.. A respeito do *intento de lucro* do empresário, cf. Tullio ASCARELLI, *Corso di diritto commerciale*, Milão, Giuffrè, 1962, pp. 196 e ss..

⁶ É evidente que a mera economia de recursos, a proteção contra uma perda maior ou quaisquer outras formas indiretas de ganhos podem ser englobadas no mesmo conceito de fim lucrativo. Nesse sentido, por exemplo, o Código Civil francês, em seu art. 1832, al. 1, determina que “La société est instituée par deux ou plusieurs personnes qui conviennent par un contrat d’affecter à une entreprise commune des biens ou leur industrie en vue de partager le bénéfice ou de profiter de l’économie qui pourra en résulter”. Cf. também, Tullio ASCARELLI, *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*, Saraiva, São Paulo, 1945, pp. 296 e 297 e Tullio ASCARELLI, *Problemi giuridici*, Giuffrè, Milão, 1959, pp. 286 e ss..

seus esforços serão mais eficientemente aproveitados se adotarem uma forma preestabelecida e coletivamente respeitada de relacionamento entre si e com terceiros⁷.

É claro que a condução de determinada atividade por meio de uma sociedade implica conviver com sócios e com regras que não existiriam na condução individual dessa mesma atividade. Quando se constitui uma sociedade, porém, seus sócios acreditam que os benefícios da conjunção de esforços superarão as dificuldades criadas pela imposição de normas e relacionamentos adicionais⁸. Ou seja, que as novas dificuldades originadas com a criação da sociedade serão menos onerosas que as dificuldades da persecução do mesmo objetivo sem a sociedade⁹.

Para que a organização em sociedade de fato valha à pena, é necessário, portanto, que as regras que disciplinarão o relacionamento entre os sócios, sociedade e terceiros facilitem a obtenção do fim desejado, estejam tanto quanto possível claras a todos os envolvidos e sejam por eles respeitadas.

É essa a função do contrato de sociedade.

⁷ Esse raciocínio reflete, de maneira muito simples, a clássica análise da natureza e das razões de existência das firmas elaborada por Ronald Coase, em seu artigo “The Nature of the firm”, publicado originalmente em 1937. Nas palavras do autor, “although production could be carried out in a completely decentralized way by means of contracts between individuals, the fact that it costs something to enter into these transactions means that firms will emerge to organize what would otherwise be market transactions whenever their costs were less than the costs of carrying out the transactions through the market”. Tanto o artigo referido, quanto a transcrição anterior podem ser encontradas em: Ronald H. COASE, *The firm, the market and the law*, The University of Chicago Press, Chicago e Londres, 1988, pp. 33 e ss. e p. 7, respectivamente. Sobre as modernas teorias da empresa, pela lente do direito societário nacional, cf. Eduardo Secchi MUNHOZ, *Empresa contemporânea e direito societário - poder de controle e grupos de sociedades*, São Paulo, Juarez de Oliveira, 2002, pp. 180 e ss..

⁸ “(...) la relazione associativa si caratterizza anche per la possibilità di guadagni di efficienza rispetto al rapporto di scambio. Tale relazione reduce infatti il problema di comunicazione e di conflitti di interesse che caratterizzerebbero il coordinamento dei fattori produttivi esclusivamente tramite rapporti di scambio.” Disiano PREITE, *La destinazione dei risultati nei contratti associativi*, Giuffrè, Milão, 1988, p. 45. No mesmo sentido, ainda que por meio de uma abordagem absolutamente distinta, ao tratar da evolução do conceito de empresa, Sylvio MARCONDES, *Problemas de direito mercantil*, Max Limonad, São Paulo, 1970, pp. 1 e ss. Cf., ainda, para o exame da teoria da empresa, a partir de cada tipo de proprietário empreendedor, Henry HANSMANN, *The ownership of enterprise*, Harvard University Press, Cambridge, 2000.

⁹ A teoria econômica sintetiza a explicação com apoio no conceito de *custos de transação*, expressão construída também por Ronald Coase, em artigo intitulado “The Problem of Social Cost”, originalmente publicado em 1960. De acordo com o próprio Coase, entretanto, a cristalização do conceito de custo de transação foi feita por Carl J. Dahlman, que os definiu como os “search and information costs, bargaining and decision costs, policing and enforcement costs”. A respeito, cf. COASE, *The firm, the market and the law*, op. cit., p. 6 e Carl J. DAHLMAN, *The problem of externality*, in *The journal of law and economics*, v. 22, n. 1, abril, 1979, p. 148.

A constituição de uma sociedade nem sempre foi unanimemente tida como um contrato. Teorias que negavam a qualidade de contrato à organização societária questionavam principalmente a não-aplicação de parte das normas contratuais ao fenômeno societário¹⁰. Tullio Ascarelli resolveu o impasse propondo a criação de uma subespécie contratual, que denominou *contrato plurilateral*, dentro da qual incluiu o contrato de sociedade¹¹.

No contrato plurilateral de sociedade, os contratantes negociam seus interesses e distribuem entre si direitos e obrigações recíprocos, com o intuito de atingir um objetivo comum a todos eles. A existência de interesses conflitantes tanto na formação, quanto ao longo da existência da sociedade, separa o contrato plurilateral de sociedade dos atos complexos¹². A existência de um escopo comum prevalente distingue, por sua vez, o contrato plurilateral de sociedade dos contratos de permuta ou de escambo¹³. No contrato de permuta, o conflito entre as partes é o próprio núcleo da relação jurídica. Nesse caso, o ganho extraído por cada parte é equivalente ao não-ganho ou à perda verificada à parte contrária¹⁴. No contrato plurilateral de sociedade, a maximização dos ganhos de uma das partes não se dá necessariamente, ou apenas, pela minimização dos ganhos das demais partes. Pelo contrário. Em regra, quanto mais os sócios colaborarem concentricamente para o escopo comum, mais cada um dos sócios extrairá do contrato¹⁵.

¹⁰ Cf. Georges RIPERT, *Aspects juridiques du capitalisme moderne*, ed. 12, Paris, L.G.D.J., 1951, p. 93 e ss.. Cf. também, para outros exemplos, ASCARELLI, *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*, op. cit., p. 275.

¹¹ ASCARELLI, *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*, op. cit., pp. 275 e 276. Atualmente, a caracterização da sociedade como tipo contratual é pacífica, como deixa claro o próprio Código Civil, o qual expressamente define o contrato de sociedade em seu art. 981. No mesmo sentido, Galgano afirma incisivamente que “[l]a natura contrattuale del vincolo sociale è fuori discussione” (Francesco GALGANO, *Diritto commerciale – le società*, ed. 16, Zanichelli, Bolonha, 2006, p. 3). Cf., ainda, Francesco MESSINEO, *La struttura della società e il c.d. contratto plurilaterale*, in *Studi di diritto della società*, ed. 2, sem editora, Milão.

¹² ASCARELLI, *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*, op. cit., pp. 276 e 277.

¹³ Paolo FERRO-LUZZI, *I contratti associativi*, Giuffrè, Milão, 2001, p. 7. Naturalmente, o conceito de contrato de escambo que aqui se refere não se confunde, mas engloba, o contrato mercantil de escambo, outrora regulado no Título IX da Parte Primeira do parcialmente revogado Código Comercial brasileiro.

¹⁴ O contrato de escambo parece incorporar o que a microeconomia adotou identificar como “negociação distributiva”, do tipo “ganha-perde”, imagem que sintetiza de forma esclarecedora sua estrutura.

¹⁵ “Da noção que aí fica, apura-se desde logo, esta singularidade: os sócios cooperam para o escopo comum, e, em lugar dos interesses antagônicos ou opostos, que se observam nos outros contratos, no de sociedade, todos os sócios se esforçam para o mesmo resultado, no qual estão empenhados.” (José Xavier CARVALHO DE MENDONÇA, *Tratado de direito comercial brasileiro*, v. 3, ed. 6, Freitas Bastos, Rio de Janeiro, 1958, p. 14).

Mas não é apenas o escopo comum que define o contrato plurilateral de sociedade. No contrato de permuta, os direitos e obrigações gerados aos contratantes se exaurem com o cumprimento recíproco das prestações¹⁶. O contrato de sociedade, ao contrário, cria um sistema instrumental, organizado e contínuo¹⁷, que se desprende do plano ocupado por seus contratantes e pelas prestações de cada um deles, as quais passam a interagir sem efeito definitivo para a organização societária criada¹⁸.

O cumprimento do contrato de sociedade pelas partes, portanto, não é o objetivo último desse contrato, mas mera premissa para se alcançar o fim imaginado pelos sócios quando decidiram se organizar¹⁹. Sendo o lucro o motivo determinante na constituição de uma sociedade, o contrato de sociedade é o meio e o instrumento que organiza o universo de direitos e deveres a ela relacionados, de maneira a orientá-los ao escopo comum de maximização dos lucros²⁰ das partes contratantes²¹.

¹⁶ “Lo scambio essenzialmente consiste in un reciproco trasferimento di beni. È nei termini appunto dei beni, e della natura (transferimento) e dei caratteri (reciprocità) della vicenda che in loro riguardo si instaura, che l'affare viene sul piano oggettivo totalmente ed esaurientemente identificato.” (FERRO-LUZZI, *I contratti associativi*, op. cit., pp. 84-85).

¹⁷ “Perciò, caratteristica della persona giuridica è, anche, che essa ha una sua *organizzazione*. Possono darsi casi di persone, che si riuniscono per conseguire scopi comuni *occasionalmente*; non per questo, o non ancora si potrà dire che si è formata persona giuridica; occorre, invece, che gli interessi, o scopi, comuni siano non transeunti, ma *duratori*, e, sopra tutto, che si abbia *organico* il *congegno* predisposto per conseguirli: il che, con altre parole, si esprime, dicendo che, perchè si abbia persona giuridica, occorre anche una *predisposizione di mezzi*” (Francesco MESSINEO, *Manuale di diritto civile e commerciale*, v. 1, ed. 7, Milão, Giuffrè, 1947, p. 164).

¹⁸ “Ceux qui la créent assignent un terme à son existence. Mais quand elle est créée, elle est le maître de sa vie et de sa mort: elle peut prolonger sa durée indéfiniment; elle peut prononcer sa dissolution anticipée et ceux-là même qui l'ont fondée ne peuvent plus arrêter sa course” (RIPERT, *Aspects juridiques du capitalisme moderne*, op. cit., p. 77). Referida expressão mecanicista de G. Ripert é também comentada em COMPARATO, Fábio K., *Aspectos jurídicos da macro-empresa*, São Paulo, RT, 1970, p. 25.

¹⁹ “Com efeito, a função do contrato plurilateral não termina, quando executadas as obrigações das partes (como acontece, ao contrário, nos demais contratos); a execução das obrigações das partes constitui a premissa para uma atividade ulterior; a realização desta constitui a finalidade do contrato; este consiste, em substância, na organização de várias partes em relação ao desenvolvimento de uma atividade ulterior.” ASCARELLI, *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*, op. cit., p. 291.

²⁰ A respeito da idéia de “maximização dos lucros” e da suposta crise contemporânea do conceito, cf. Klaus HOPT, *Deveres legais e conduta ética de membros do conselho de administração e de profissionais*, (trad. port.) Erasmo Valladão Azevedo e Novaes FRANÇA e Mauro Moisés KERTZER, in *RDM*, n. 144, 2006, pp. 107 e ss..

²¹ “Nesta altura, cabe realçar a função ‘instrumental’ dos contratos plurilaterais. Com efeito, a função dos mesmos não se exaure uma vez executadas as obrigações das partes, como soi acontecer nos demais contratos. A execução das obrigações pelas partes constitui, antes, a premissa para uma atividade ulterior, cuja realização, aliás, constitui a finalidade ou o escopo do contrato social. Nessas condições, a sociedade anônima, assim como as demais sociedades mercantis, pertence ao rol das organizações instrumentais, cuja finalidade é a satisfação dos interesses econômicos, entre si contrastantes, de seus componentes, vale dizer, a obtenção de máximo lucro, mediato ou imediato, em benefício dos acionistas.” LEÃES, *Do direito do acionista ao dividendo*, op. cit., pp. 31 e 32.

2.- O lucro como objetivo das sociedades

Impossível iniciar este item sem mencionar a repercutida afirmação atribuída a certo diretor da *NorddeutscherLloyd*, sociedade alemã de navegação, fundada em Bremen, na segunda metade do século XIX, o qual teria declarado ser objeto de sua sociedade não a distribuição de lucros aos acionistas, mas cruzar o Reno com seus navios²².

Tal declaração denota muito mais do que uma confusão técnico-societária entre objeto e objetivo ou entre motivo e finalidade²³. Por trás da frase supostamente dita pelo diretor corre toda uma ideologia que se entrelaça com a função da sociedade e o papel dos dividendos ao longo da história empresária.

Como discutido anteriormente, o estímulo para a formação de um contrato de sociedade é a busca pelo lucro, através da organização de meios. Essa é a finalidade original, que estimula a constituição das sociedades e que alimenta sua existência. Ou seja, o *objetivo* da sociedade.

Diferente é a atividade escolhida para a sociedade, de cujo desenvolvimento espera-se que gere lucro. Essa atividade é o *objeto* da sociedade. Ou seja, o meio pelo qual ela buscará seu objetivo²⁴.

²² Cf. Alberto ASQUINI, *I battelli del reno*, op. cit., pp. 617.

²³ “Em qualquer procedimento humano, há que distinguir o *motivo* e a *finalidade*. Em termos concisos, Recaséns Siches identificou o *motivo* à consciência de uma necessidade, assinalando que a *finalidade* traduziria o objeto com o qual se intenta satisfazer a necessidade. Sob tal perspectiva, os *meios* compreenderiam todas as ações e todos os objetos por meio dos quais se persegue ou se produz a finalidade. Ora, a organização societária visa, no plano jurídico, realizar a empresa, inspirada pelo *animus lucrum faciendi*. Cuida-se, portanto, de finalidade determinada, desejada pelos sócios, na medida em que estes têm consciência de que necessitam do aparato corporativo para a realização da empresa” (José Alexandre Tavares GUERREIRO, *Regime jurídico do capital autorizado*, Saraiva, São Paulo, 1984, pp. 1 e 2). Para uma análise completa do assunto, cf. Francesco MESSINEO, *Società e scopo de lucro*, ed. 2, sem editora, Milão.

²⁴ “[A] indagação acerca da natureza e da função do objeto social comporta dois ângulos de análise: o ângulo formal e o ângulo substancial. Sob o primeiro deles, o objeto social corresponderá à definição estatutária da empresa de fim lucrativo, não contrária à lei, à ordem pública e aos bons costumes, visada pela companhia (...). Já sob o ângulo substancial, a doutrina reconhece que a noção de objeto social equivale, em sentido concreto, ao âmbito de atividade da sociedade (...). Nas duas acepções ora examinadas, formal e substancial, considera-se o objeto social não em sentido abstrato (ou seja, não no sentido de *qualquer* atividade econômica de fim lucrativo) mas no sentido concreto (ou seja, no sentido de *uma determinada* atividade econômica convencionada ou instituída pelos sócios).” José Alexandre Tavares GUERREIRO, *Sobre a interpretação do objeto social*, in *RDM*, n. 54, 1984, p. 55. A cláusula do objeto ou cláusula da finalidade (*Zweckklausel*) é, a propósito, considerada por Herbert Wiedemann, na tradução de Erasmo Valladão, a “estrela polar” do universo societário (Herbert WIEDEMANN, *Excerto do direito societário I – fundamentos* (trad. port.) Erasmo Valladão Azevedo e Novaes FRANÇA, in *RDM*, n. 143, 2006, p. 67.

No caso da *NorddeutscherLloyd*, seu objeto é primordialmente a navegação, enquanto seu objetivo, como em qualquer sociedade, é a busca pelo lucro.

Porém, mais do que distinguir objeto social²⁵ de objetivo social, importa para este estudo compreender de que forma o objetivo de lucro das sociedades decompõe-se e ressurge, entre outras facetas, na figura do dividendo. Com efeito, a obtenção de lucro pela sociedade é uma coisa. A divisão desse lucro entre os sócios, periodicamente, é outra.

O objetivo da sociedade não pode ser considerado simplesmente a obtenção do lucro, mas, sim, a obtenção do lucro pelos sócios, pois essa foi a ideia que os impulsionou em direção à constituição da sociedade. Essa ressalva inicial ilustra a dupla perspectiva sob a qual se pode compreender o conceito de objetivo social. Por perspectiva objetiva, entende-se a fundamental busca da sociedade pelo lucro²⁶. Por perspectiva subjetiva, entende-se a intenção de partilha do lucro obtido pela sociedade entre os sócios²⁷. Dentro do conceito de objetivo social, pois, estão incluídas tanto a ideia de obtenção do lucro quanto a ideia de aproveitamento desses lucros pelos sócios²⁸.

A concepção de que os frutos obtidos com a operação da sociedade devem ser revertidos aos seus sócios é intuitiva. Esses frutos pertencem aos doadores dos investimentos, financeiros e pessoais, que os geraram, e que se submeteram aos riscos de não obtê-lo²⁹. Assim, o lucro é entendido como o fruto gerado a partir do patrimônio

²⁵ De maneira geral, a respeito do conceito de objeto social, cf. Enrico ZANELLI, *La nozione di oggetto sociale*, Giuffrè, Milão, 1962 e Ferri, Giuseppe, *Le società*, ed. 2, Utet, Torino, 1985, pp. 38 e ss..

²⁶ Segundo Leães: a “(...) necessidade de toda sociedade anônima ter por objeto uma empresa com escopo de lucro (...)”. LEÃES, *Do direito do acionista ao dividendo*, op. cit., p. 255.

²⁷ De acordo com o mesmo autor: “(...) a obrigação de dividir tal lucro entre os acionistas (...)”. LEÃES, *Do direito do acionista ao dividendo*, op. cit., p. 255.

²⁸ “Há uma sequência lógica entre os diversos elementos do conceito. A realização das entradas é a base que permitirá o desenvolvimento da actividade económica e esta é instrumento do fim que levou as partes a contratar, a partilha dos lucros realizados. A actividade económica terá de ser desenvolvida segundo princípios de gestão que permitam obter receitas superiores às despesas. Ou seja a actividade económica da sociedade terá de ser lucrativa, a sociedade terá de produzir um lucro em sentido objectivo. Mas para que o contrato se possa qualificar de sociedade, o lucro apurado terá de ser distribuído entre os sócios. Numa palavra, ao lucro objectivo deve acrescer o lucro subjectivo. Foi esta a razão que levou a ordem jurídica a regulamentar a sociedade como um contrato típico, sendo, pois, a sua função económica-social realizada através desses dois momentos: a actividade lucrativa (o lucro objectivo) e a repartição do lucro entre os sócios (o lucro subjectivo).” PITA, *Direito aos lucros*, op. cit., p. 19.

²⁹ “L’attribution des bénéfices de l’entreprise ne fait aucune difficulté sous le regime capitaliste. La propriété donne droit aux fruits: les bénéfices appartiennent au capital investi. Ce capital court les risques de l’entreprise. Qui court les risques doit avoir le profit” (RIPERT, *Aspects juridiques du capitalisme moderne*, op. cit., p. 292). “Sans être un jeu de société, le contrat de société participe du jeu de hasard: on ne gagne pas à tous les coups et il faut savoir perdre. Aussi, à côté de la vocation aux bénéfices et aux économies,

investido pelos sócios e do empenho de seus esforços. Natural, portanto, que no início de sua história, as sociedades, então normalmente concebidas para uma única e específica empreitada, aguardassem o exaurimento de sua atividade para que fossem liquidadas e para que seu patrimônio total fosse distribuído entre os sócios. Nesse caso, o patrimônio inicial investido, somado aos eventuais ganhos obtidos ao longo da existência da sociedade, era ao final dividido entre os sócios³⁰.

Com o desenvolvimento das sociedades e de suas funções no comércio e na economia, as formas de atração de capital e de partilha dos resultados se sofisticaram. As sociedades assumiram seu caráter de continuidade e a partilha dos eventuais resultados positivos entre os sócios não poderia mais aguardar a liquidação de todo o patrimônio. Os próprios frutos financeiros descolaram-se do capital que os gerou. Do ponto de vista societário, o lucro passou a ser considerado de maneira independente em relação ao capital inicialmente investido pelos sócios. A partir de então, os lucros, ou parte deles, passaram a ser partilhados entre os sócios, sem prejuízo do capital principal que, idêntico ao originalmente investido ou acrescido de lucros reinvestidos, continuava a suportar a atividade da sociedade e a busca pela geração de novos lucros. Esse capital associou-se à eternização da sociedade, passando a servir de motor econômico para a continuidade de sua atividade e de garantia para credores.

convient-il de ne pas faire silence sur l'éventuelle contribution aux pertes" (Cozian, Maurice et al., *Droit des sociétés*, ed. 18, Litec, Paris, 2005, p. 61).

³⁰ "(...) as sociedades comerciais tinham por objeto determinado empreendimento (por exemplo: uma aventura marítima ou a comercialização de certa quantidade de bens) ou o comércio por prazo curto – de pequeno número de anos. E durante muito tempo somente se reconhecia a existência de lucro quando ultimada a liquidação da sociedade, após pagamento de todos os credores: os resultados acumulados durante a vida da sociedade não se consideravam definitivamente ganhos enquanto não terminasse a liquidação porque podiam ser perdidos em operações subsequentes." José Luiz BULHÕES PEDREIRA, *Finanças e demonstrações financeiras da companhia*, Forense, São Paulo, 1989, pp. 642 e 643. "Até o século XVII, não havia falar em conceitos de capital e lucro, distintamente considerados, duvidando-se inclusive do caráter irrevogável de eventuais distribuições *vigente societate*. Assim, somente quando terminada cada expedição comercial, ajustavam-se as contas, dissolviam-se a sociedade e dividiam-se o produto total, constituído indistintamente de capital e lucro. A Companhia Holandesa das Índias Orientais, que data de 1602, e é por muitos considerada a mais antiga das sociedades anônimas, prestava contas aos investidores apenas quando concluída a empresa para a qual havia levantado o capital, num prazo de dez anos, em conformidade com a carta de autorização respectiva. VIVANTE, em seu tratado, faz referência a uma pesquisa realizada por PERUZZI em contratos de sociedades do século XIV, nos quais localiza o princípio comum "*di liquidare guadagni alla fine della società dopo 2, 5, 6 anni*", fato que constata também em cerca de 70 contratos sociais, relativos ao período de 1583 a 1788, publicados por LASTIG, e extraídos do Registro de Sociedades em Comandita de Bolonha." LEÃES, *Do direito do acionista ao dividendo*, op. cit., pp. 40 e 41.

O isolamento do capital social nesse papel evidenciou sua propriedade intangível, essencial para o funcionamento da organização societária³¹. Se, de um lado, o lucro passou a ser destacável do capital investido, de outro, esse capital, mais do que nunca, caracterizou-se como componente vital da sociedade, inatingível durante a existência desta, exceto em circunstâncias muito específicas.

A consumação da sociedade como ente perene, portanto, levou à formalização de diversas rotinas societárias tendentes à organização de seus ciclos empresariais. Entre eles, a criação dos exercícios sociais, a vinculação das peças de contabilidade a esses exercícios e, mais importante para este estudo, a distribuição periódica dos lucros, na forma de dividendos³².

3.- Lucro, lucro social e dividendo

Mas o que distingue o dividendo do lucro? A resposta mais simples é que nem todo lucro se torna dividendo. Nem todo lucro da sociedade é distribuído para seus acionistas. Diversas são as destinações do lucro e todas elas importam para este estudo, uma vez que influenciam diretamente na distribuição do dividendo mínimo obrigatório. Cada uma

³¹ “Toda exploração de atividade econômica com fins lucrativos sob a forma jurídica de sociedades comerciais pressupõe a formação do capital social. A bem dizer, trata-se de inafastável requisito da própria configuração da pessoa jurídica mercantil, enquanto organização destinada a cumprir as finalidades que lhe dão origem e que lhe explicam a razão de ser. Assim, não parece apropriado reduzi-lo a um conceito necessário tão-somente a *compreender* o mecanismo societário ou a explicar as múltiplas relações que dele emergem. Bem ao contrário, o capital social constitui elemento necessário e indissociável, a integrar a própria realidade ontológica da sociedade comercial, sem o qual esta não logra sequer se constituir validamente, por falta de meio imprescindível à consecução de seus objetivos.” GUERREIRO, *Regime jurídico do capital autorizado*, op. cit., p. 1. Para um estudo completo a respeito, cf., também, Paulo de Tarso DOMINGUES, *Do capital social, noção, princípios e funções*, Coimbra Editora, Coimbra, 1998, Mauro Rodrigues PENTEADO, *Aumentos de capital das sociedades anônimas*, Saraiva, São Paulo, 1988, Giuseppe B. PORTALE, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in *Rivista delle società*, v. 1, jan.-fev., 1991 e Giuseppe B. PORTALE, *Capitale sociale e conferimenti nella società per azioni*, Giuffrè, Milão, 1969.

³² “Para reunir maior quantidade de capital os comerciantes foram obrigados a oferecer aos investidores a possibilidade de perceberem lucros durante a vida da sociedade, independentemente de liquidação, e o balanço patrimonial periódico, concebido como procedimento de liquidação fictícia da sociedade, foi a solução encontrada para verificar a existência de lucros que pudessem – sem prejuízo da continuidade do funcionamento da sociedade e da segurança dos credores – ser distribuídos aos sócios antes do término do prazo da sociedade.” BULHÕES PEDREIRA, *Finanças e demonstrações financeiras da companhia*, op. cit., p. 643. “Aos poucos, no entanto, os capitalistas vão-se advertindo de que as companhias organizadas para uma única empresa não eram economicamente eficazes, nem eram suficientemente compensadoras as inversões em bens de ativo fixo que só se liquidavam à custa de vultosas perdas, de sorte que, gradualmente, foram as sociedades adquirindo estabilidade e permanência. Dessa mudança estrutural para a diferenciação entre capital e lucro, e, posteriormente, para a adoção dos conceitos de exercício social e de repartição periódica de lucros, foi uma consequência natural. LEÃES, *Do direito do acionista ao dividendo*, op. cit., p. 41.

dessas destinações será analisada em seu tempo, ao longo do trabalho. Para este item reservou-se a conceituação de lucro e dividendo.

Lucro é o resultado positivo gerado a partir da exploração de determinado montante. É a diferença entre o valor final obtido e o valor inicial investido. É a diferença entre os custos e os benefícios. Tantas outras podem ser as definições de lucro, partindo-se sempre de uma mesma ideia de ganho, universalmente reconhecida. As variações e os refinamentos são circunstanciais. Dependem de fatores múltiplos, entre eles os próprios objetivos do definidor. Visto do ângulo de determinada ciência, a definição de lucro tanto pode assumir especificidades dispensáveis para outros profissionais, como pode fornecer informações úteis, aproveitadas em diversos campos de conhecimento.

A linguagem do direito societário também possui suas específicas concepções e derivações de lucro. Naturalmente, são conceitos que refletem em alguma medida, ou repetem integralmente, outras percepções de lucro, como as elaboradas pela economia, pela contabilidade e mesmo por outras áreas do direito. São conceitos envolvidos na disciplina da organização interna e externa da sociedade. Ou seja, no âmbito das relações entre sócio e sociedade, assim como no âmbito das relações da sociedade com terceiros.

Entre esses conceitos, os principais, para os fins deste estudo, são os de lucro econômico (ou lucro real), lucro social (ou lucro de balanço ou lucro de exercício), lucro fiscal, lucro líquido do exercício, lucro a realizar e lucro distribuível. As denominações, em alguns casos, variam entre os doutrinadores e legislações, mas o conceito subjacente a cada uma delas é estável o suficiente para que possam ser classificados como espécies independentes. A própria Lei das Sociedades por Ações lida com diversos conceitos de lucro, definidos com maior ou menor precisão, e em regra relacionados dentro de uma sistemática de “cascata”³³, decorrendo de um conceito amplo anterior, um conceito específico posterior³⁴.

³³ Ricco HARBICH, *Conceito e destinação do lucro na nova lei das sociedades por ações*, ed. 2, RT, São Paulo, 1980, p. 37.

³⁴ Para uma relação analítica mais completa, embora desatualizada, dos tipos de lucro mencionados na Lei das Sociedades por Ações, cf. HARBICH, *Conceito e destinação do lucro na nova lei das sociedades por ações*, op. cit., pp. 37 a 44. Cf., ainda, Paulo Afonso SAMPAIO AMARAL, *Aspectos do lucro e sua distribuição*, in *RDM*, n. 31, 1978, pp. 65 e ss. e Jurandir dos SANTOS, *Política de dividendos – destinação do resultado do exercício*, in Ives Gandra da Silva MARTINS, Geraldo de Camargo VIDIGAL (orgs.), *Sociedades por ações*, n. 23, Resenha Universitária, 1984. Na doutrina portuguesa, cf. Vasco da Gama LOBO XAVIER,

O conceito de lucro econômico, ou lucro real³⁵, coincide com a definição geral de lucro e com sua amplitude. É o lucro efetivo, deduzido da pura subtração entre o que seja considerado resultado e o que seja considerado custo. Esse tipo de lucro serve apenas como forma de referência dentro do direito societário. Não deriva da interação de normas postas e fornece pouca informação para as regras de direito que disciplinam as sociedades.

Diferentemente, o conceito de lucro social, também definido como lucro de balanço³⁶ ou como lucro de exercício, decorre da combinação complexa de normas tendentes à tutela dos diversos interesses relacionados à existência de uma sociedade³⁷. É o lucro da sociedade, para fins de direito societário. É o lucro do qual serão extraídas as diversas destinações societárias, em escalas legal ou estatutariamente determinadas. O lucro social é um conceito real e formal, resultante da aplicação de diversos comandos e ficções legais sobre o lucro econômico. É o extrato do lucro econômico, depois de processado entre as engrenagens das regras de formação e validação das demonstrações financeiras das sociedades³⁸. Como um conceito legal, o lucro social está vitalmente associado ao ordenamento em que atua. Depende da combinação das normas de cada sistema jurídico considerado e pode variar no tempo e entre ordenamentos.

Lucro fiscal é, de maneira equivalente, o lucro definido segundo as regras fiscais e para fins fiscais. Necessariamente reflete o lucro social, mas não obrigatoriamente

Maria Ângela COELHO, *Lucro obtido no exercício, lucro do balanço e lucro distribuível*, in *Revista de direito e economia* (Portugal), n. 2, ano 7.

³⁵ A denominação lucro real é ainda menos precisa, pois se confunde com a concepção financeira de lucro real, a qual considera ajustes decorrentes de correção monetária ou variação cambial, por exemplo.

³⁶ A denominação lucro social não escapa ileso de críticas quanto à sua exatidão terminológica. As denominações lucro de balanço e lucro de exercício, igualmente, podem ser consideradas imprecisas. A verdade é que não se encontra na doutrina denominação unânime para o fenômeno. Como a lei também se abstém da definição, optou-se por adotar neste trabalho a denominação lucro social, por ser a que mais automaticamente se associa ao objeto subjacente: o lucro de uma sociedade, formalmente considerado.

³⁷ “A determinação do lucro social é, assim, filha de um complicado feixe de normas, com fulcro no balanço geral de exercício, objetivando tutelar os vários interesses em jogo, muitos deles divergentes e contrastantes: de um lado, os interesses dos atuais acionistas, de outro, os interesses dos futuros acionistas e dos credores sociais, sem falar no interesse social, e até no interesse da economia nacional.” LEÃES, *Do direito do acionista ao dividendo*, op. cit., p. 84.

³⁸ “(...) na configuração do conceito técnico-jurídico de lucro social faz-se mister dois requisitos: a) que esse lucro resulte de balanço regularmente aprovado; b) que esse lucro seja realmente obtido. (...) O critério de determinação do lucro social não é, portanto, exclusivamente formal, pois precisa corresponder a um *rédito real*, mas também não é exclusivamente substancial, pois uma série de normas e princípios legais limitam o conceito de lucro e excluem de seu cômputo determinados valores que constituem incrementos ativos que o balanço não pode deixar de registrar.” LEÃES, *Do direito do acionista ao dividendo*, op. cit., pp. 85 e 86.

equivale-se a ele. Atua sobre a vida da sociedade de maneira incidental. Igualmente, varia de acordo com a evolução das normas que o determina.

Os arts. 190 e 191 da Lei das Sociedades por Ações, combinados, definem o lucro líquido do exercício como o resultado do exercício que remanescer depois de deduzidos eventuais prejuízos acumulados e a provisão para o Imposto sobre a Renda, assim como as participações estatutárias de empregados, administradores e partes beneficiárias. Trata-se do lucro livre para as aplicações puramente societárias. Ou seja, a parcela do lucro social que, em parte, permanecerá com a própria sociedade, vertido contabilmente para as pertinentes reservas, e que, em parte, será distribuída aos acionistas como dividendos.

Lucro a realizar é o lucro ainda não efetivamente recebido pela sociedade. É o lucro registrado contabilmente como lucro, mas que ainda não corresponde a um efetivo lastro financeiro em posse da sociedade. É conceito de grande relevância dentro da disciplina dos dividendos, pois a não realização de parte ou da totalidade do lucro líquido de exercício pode limitar, nos termos do art. 197 da Lei das Sociedades por Ações, a distribuição do dividendo mínimo obrigatório.

Lucro distribuível é a parcela final do lucro social, remanescente após toda e qualquer dedução determinada em lei, pelo estatuto social ou pela assembleia geral dos acionistas. É o lucro livre para distribuição aos acionistas. É a parcela do lucro social que, normalmente, será efetivamente distribuída aos acionistas. O significado do conceito de lucro distribuível foi reduzido após a inserção do § 6º ao art. 202, da Lei das Sociedades por Ações, que, como será mais detidamente explicado ao longo deste trabalho, determina que todo o lucro social que remanescer sem destinação específica deve ser distribuído aos acionistas como dividendo.

Dividendo, por sua vez, nada mais é do que a parcela efetivamente distribuída aos acionistas ao final do processamento do lucro social³⁹. É um dos frutos do investimento na sociedade, recebido periodicamente pelo sócio, em dinheiro ou em bens, com fundamento

³⁹ Como muito bem percebido por Trajano Valverde, “a palavra *dividendo*, por uma dessas figuras comuns na linguagem, é geralmente usada para designar o quociente dessa divisão, a parte do lucro que o acionista recebe relativamente a cada uma das ações que possui. Daí dizer-se que o dividendo é igual ao quociente do lucro distribuído pelo número de ações.” Trajano de Miranda VALVERDE, *Sociedades por ações*, v. 2, ed. 3, Forense, Rio de Janeiro, 1959, p. 381.

no direito essencial de participação nos lucros sociais e com base nos resultados do exercício ou em outra fórmula permitida em lei, de acordo com sua participação societária, porém sem diminuição desta.

4.- Natureza e formação do lucro social

Se o lucro social é o objetivo em busca do qual se constituiu a sociedade, natural que o lucro seja o produto final da organização criada. O lucro social é produzido por meio do ente organizado pelo contrato de sociedade e internamente a este. Organicamente, o lucro social não é produzido com o consumo do sistema societário, mas a partir dele. O conjunto de valores, financeiros ou pessoais, dedicados à formação da sociedade deve ser preservado ao longo da vida societária, ainda que transformado e retransformado em matérias diversas, úteis para o desenvolvimento da atividade social. Formalmente, o lucro social deve ser identificado sem prejuízo à harmonia das relações que envolvem a sociedade, internalizadas e externalizadas. Sua criação é concreta e mecânica, porém sua formalização é juridicamente planejada, de modo a garantir a existência lógica da sociedade e de modo a tornar viável essa existência dentro de um plano jurídico povoado por diversos outros centros de interesse, que potencialmente ou efetivamente interagirão com a sociedade. Essa é a natureza do lucro social.⁴⁰ As normas jurídicas que coordenam a formação do lucro social buscam se adequar a essa natureza.

A formação do lucro social, portanto, processa-se internamente à sociedade, em meio a regras jurídicas que pretendem garantir sua adequação aos seus fins e ao ordenamento jurídico vigente. A sociedade produz o lucro econômico, recebe esse lucro financeiramente, reflete formalmente sua existência e o converte em lucro social de acordo com as regras jurídicas aplicáveis. Essa transição, do plano concreto para o plano formal, ocorre por meio de documentos financeiros e contábeis da sociedade, especialmente suas demonstrações financeiras. O direito investe tais documentos de caráter jurídico, exigindo, para tanto, que sua elaboração, apresentação e manutenção sigam regras estabelecidas. O lucro econômico registrado de acordo com essas regras converte-se em lucro social, adquirindo significado jurídico integral e tornando-se compatível com o ordenamento. Essa

⁴⁰ Cf., a respeito, PITA, *Direito aos lucros*, op. cit., pp. 49 e ss..

compatibilidade permite que o lucro econômico, agora lucro social, seja utilizado dentro do plano formal do sistema societário.

Temporalmente, a formação do lucro submete-se à divisão cíclica da operação empresarial, criada pelo direito e denominada exercício social. Por exercício social, entende-se a unidade jurídica e contábil que organiza, para fins de direito, o fluxo contínuo da empresa, segmentando-o, de forma fictícia e convencional, em ciclos finitos determinados. Essa divisão atende, entre diversas outras exigências jurídicas e práticas, à necessidade de partilha periódica dos frutos da atividade societária⁴¹. Os exercícios sociais atendem, normalmente, ao princípio da anualidade, previsto, no ordenamento nacional, pelo art. 175 da Lei das Sociedades por Ações. Os exercícios sociais são autônomos apenas na medida em que encerram efeitos jurídicos próprios de cada ciclo e permitem a confrontação entre si. Contudo, o caráter perene das sociedades implica uma ligação obrigatória entre todos os exercícios sociais, os quais recebem, carregam e transmitem mutuamente informações sobre a situação da sociedade⁴².

A composição do lucro social, em termos finais, é resultado das intenções de cada ordenamento, em cada época considerada. De fato, a consideração de cada elemento de ganho da sociedade para a composição do lucro social varia, de acordo com as regras vigentes, especialmente as regras de caráter fiscal. As discussões teóricas a respeito são infinitas e, classicamente, concentram-se em questões como avaliação de intangíveis, cômputo do ágio, caracterização de custos e despesas, reavaliação de ativos, transações eventuais e ganhos fortuitos, entre outros. Unânime, apenas a ideia de que faz parte da composição do lucro social o resultado líquido das atividades próprias da sociedade, desenvolvidas mediante aplicação de seu capital⁴³. A análise detida das pertinentes

⁴¹ Cf. António A. CAEIRO, Nogueira SERENS, *Direito aos lucros e direito ao dividendo anual*, in *Revista de direito e economia* (Portugal), 1979, pp. 369 e ss..

⁴² “Mas mesmo assente o caráter convencional dessa periodicidade, não se dever reputar o exercício social, para efeito de balanço geral, como um compartimento estanque. O chamado *princípio da autonomia dos exercícios* nada mais quer significar que cada exercício social constitui uma unidade contábil e jurídica, produzindo os efeitos que dêle decorrem, sem fugir à necessária solidariedade para com os exercícios que o antecedem (e com os exercícios que lhe sucederão), já que sempre subsiste um nexo de ligação entre eles, decorrente do entrosamento das operações sociais e das sobreposições intercorrentes que se transmitem para os novos exercícios. Não se pode compreender os resultados de um exercício, se se não tem em conta a história passada da sociedade e a sua perspectiva futura.” LEÃES, *Do direito do acionista ao dividendo*, op. cit., pp. 43 e 44.

⁴³ Cf. LEÃES, *Do direito do acionista ao dividendo*, op. cit., pp. 84 e ss. e PITA, *Direito aos lucros*, op. cit., pp. 33 e ss.. Na jurisprudência, cf., por exemplo, o clássico *Equitable Life Assurance Society of the United*

correntes doutrinárias ou a discussão de cada componente do lucro social de acordo com o ordenamento nacional excederiam os limites deste estudo. Contudo, a apreciação específica de algumas das questões relacionadas à matéria será procedida na medida de sua utilidade para determinados itens deste trabalho.

5.- Destinação do lucro social

Uma vez existente e formalizado, o lucro social é partilhado e direcionado para finalidades diversas, relacionadas à sociedade. As “derradeiras partidas do exercício”, nas palavras do Prof. Leães⁴⁴, partilham o lucro social de acordo com as determinações legais, estatutárias e da assembleia geral dos acionistas. Em um primeiro momento, de acordo com os arts. 189 e 190 da Lei das Sociedades por Ações, são feitas deduções do lucro social para a compensação de eventuais prejuízos acumulados, para a constituição da provisão para o Imposto sobre a Renda e para o pagamento das participações estatutárias de empregados, dos administradores e das partes beneficiárias, chegando-se ao lucro líquido da sociedade. Em seguida, o lucro líquido resultante é novamente dividido e destinado, basicamente, ao preenchimento das reservas contábeis e ao pagamento de dividendos aos acionistas.

As reflexões sobre a matéria da destinação do lucro social desdobram-se em diversas questões fundamentais para a disciplina do dividendo mínimo obrigatório. As regras que determinam a divisão do lucro social interessam ainda mais para a solução prática dos impasses que envolvem a apuração, a declaração e o pagamento do dividendo mínimo obrigatório do que o sistema de formação do lucro social. Isso porque os conflitos fundamentais para a matéria emergem não apenas no procedimento de formalização do lucro social, por meio da elaboração dos documentos financeiros, contábeis e societários⁴⁵, mas principalmente, no momento da partilha do lucro social formalizado.

Enquanto que a busca pelo lucro é objetivo comum de todos os participantes do sistema social, a divisão do lucro obtido evidencia os conflitos entre os interesses de cada

States v. Union Pacific Railroad Company, julgado em 14 de julho de 1914, pela Corte de Apelação do Estado de Nova Iorque (L.R.A. 1915D, 1052, 212 N.Y. 360, 106 N.E. 92).

⁴⁴ LEÃES, *Do direito do acionista ao dividendo*, op. cit., p. 120.

⁴⁵ LEÃES, *Do direito do acionista ao dividendo*, op. cit., p. 59.

grupo de personagens dentro da sociedade. Há espaço para mais discricionariedade no momento da partilha do que no momento da formalização do lucro.

A lei expressamente deixa para que o embate das vontades que convivem dentro da sociedade defina, por meio dos mecanismos apropriados e de limites gerais, a destinação final do lucro. Em muitos desses conflitos, ademais, é difícil precisar qual a alternativa que melhor atende ao próprio interesse da sociedade. A decisão entre reinvestimento do lucro ou sua distribuição é, por exemplo, matéria que enseja complexas discussões não apenas societárias, mas também no campo das finanças e da economia.

Esses conflitos, a disputa pela partilha do lucro e as regras que a disciplinam percorrem todo o presente trabalho e serão especificamente tratados, em itens próprios.

*

Capítulo II. – Direito do acionista ao dividendo mínimo obrigatório

1.- Aquisição do *status socii*

A aquisição da condição de sócio é o momento do nascimento da vida societária para o acionista. É o momento da aquisição da situação jurídica de sócio e da consequente assunção do feixe de obrigações e de direitos, inclusive o direito ao dividendo, que decorrem dessa situação⁴⁶. A doutrina alemã denomina a situação jurídica de sócio como *Mutterrecht*, ou “mãe dos direitos”, da qual decorrem diversos direitos independentes, assim como obrigações, inter-relacionados e necessários para o funcionamento do mecanismo societário⁴⁷.

De acordo com o art. 1001 do Código Civil, “as obrigações dos sócios começam imediatamente com o contrato, se este não fixar outra data”. No caso das companhias, o início da condição de sócio se dá com a aquisição da ação, com a consequente adesão tácita às disposições do estatuto social.

Os direitos e deveres dos sócios atuam com o fim de preservar a sociedade e assegurar as condições para a obtenção de seu objetivo. As obrigações relacionam-se principalmente com as contribuições do sócio para a fundação e funcionamento da sociedade. Os direitos, de forma especial, visam à manutenção do equilíbrio entre as forças que interagem dentro da sociedade, protegendo os interesses fundamentais do sócio, além da preservação da própria condição de sócio.

⁴⁶ “A condição de acionista está ligada à titularidade das ações. A ação confere ao seu titular o *status socii*, de onde deriva uma série de direitos e obrigações, dentro os quais se alinha o direito ao dividendo.” LEÃES, *Do direito do acionista ao dividendo*, op. cit., p. 315. “A complexidade de disciplina da sociedade anônima põe em evidência, parece-me, a impossibilidade de identificar os direitos do sócio em “um só” direito, seja real, seja obrigacional. Pode-se, antes, encarar na posição do sócio uma “posição”, um pressuposto, um *status* do qual – verificados demais requisitos, diversos nos vários casos – decorrem, de um lado, deveres (...) e, de outro lado, direitos (...).” ASCARELLI, *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*, op. cit., p. 363. Para um estudo referencial sobre a matéria, cf. Alessandro BERTINI, *Contributo allo studio delle situazione giuridiche degli azionisti*, Milão, Giuffrè, 1951. Ver, ainda, Raffaele GOLIA, *Partecipazione sociale: il diritto del socio al dividendo*, Pirola, Milão, 1972 e Filipe Cassiano dos SANTOS, *A posição do acionista face aos lucros de balanço*, Coimbra Editora, Coimbra, 1996.

⁴⁷ “Êsses direitos, somados aos poderes, ônus e obrigações atinentes aos acionistas, compõem o chamado *status socii*, que se define como a posição do sócio dentro da coletividade social, e pressuposto comum e constante de tais direitos e deveres.” LEÃES, *Do direito do acionista ao dividendo*, op. cit., pp. 302 e 303.

Genericamente, os sócios devem contribuir para a formação da sociedade, financeira ou tecnicamente. Devem contribuir para o desenvolvimento do objeto social e para a busca do objetivo social. E devem agir com lealdade em relação à sociedade, não atuando em conflito com o interesse social, não abusando da posição de sócio e não utilizando informação privilegiada, por exemplo.

As obrigações dos sócios podem se materializar na obrigação de integralização do capital social subscrito (arts. 1004, 1052 e 1058 do Código Civil e arts. 106 e 107 da Lei das Sociedades por Ações), na obrigação de manter a indenidade do capital social (art. 1059 do Código Civil e art. 10 da Lei das Sociedades por Ações) e na obrigação de exercer o direito de voto no interesse da sociedade (art. 115 da Lei das Sociedades por Ações), entre diversas outras formas. Além disso, alguns sócios podem assumir deveres especiais, caso tomem parte da administração ou sejam os controladores. Os sócios que também forem administradores estão naturalmente sujeitos aos deveres comuns dos administradores (arts. 153 e seguintes, da Lei das Sociedades por Ações). Os controladores submetem-se a deveres especiais que, fundamentalmente, disciplinam a utilização de seu poder de controle sobre os rumos das atividades da sociedade (arts. 116 e 117 da Lei das Sociedades por Ações).

Os direitos dos sócios dividem-se em direitos de coadministração, direitos de fiscalização, direitos patrimoniais e direitos dissolutórios. A manifestação desses direitos se dá, por exemplo, por meio do direito de voto em assembleias e reuniões de sócios, da eventual participação pessoal na administração, pelo direito, em determinados casos, de eleger membro do conselho fiscal e do conselho de administração, pelo direito de examinar documentos e informações, pelo direito de receber dividendos e pelo direito de resolver o vínculo societário, parcial ou integralmente, com o recebimento dos devidos haveres⁴⁸.

O encerramento da qualidade de sócio ocorre com o fim do vínculo societário, pela dissolução total ou parcial da sociedade. Por dissolução parcial, entende-se a resolução do vínculo societário apenas em relação ao sócio que aliena sua participação, exerce seu

⁴⁸ Para um estudo aprofundado a respeito dos direitos dos sócios e suas categorizações possíveis, cf. a obra fundamental de Herbert Wiedemann, *Gesellschaftsrecht I – Grundlagen*, Munique, Beck, 1980, sintetizada em trecho traduzido para a língua portuguesa pelo Prof. Erasmo Valladão (Herbert WIEDEMANN, *Excerto do direito societário I – fundamentos* (trad. port.) Erasmo Valladão Azevedo e Novaes FRANÇA, in *RDM*, n. 143, 2006, p. 67).

direito de retirada, é excluído, ou de qualquer outra maneira deixa de ser titular dos direitos sobre a ação ou quota social⁴⁹.

2.- Direitos individuais do acionista

Na mesma medida em que a organização societária é concebida para a facilitação de determinada empreitada, ela implica a limitação da liberdade de ação individual dos sócios. Essa limitação objetiva a manutenção do respeito aos interesses legítimos dos próprios sócios⁵⁰, imediatamente, e da coletividade envolvida nas atividades da sociedade, mediatamente. Os limites de ação dos sócios ou do conjunto de sócios, por meio da organização social, definem, por oposição, a extensão dos direitos individuais de cada sócio dentro da sociedade.

Os direitos individuais do sócio assumem, portanto, dupla função. Em primeiro lugar, funcionam como defesa contra a violação dos interesses privados, e legítimos, do sócio, por parte da coletividade social. Além disso, atuam também em favor da própria organização societária, defendendo o interesse social contra o comportamento irregular de outros sócios ou administradores.

Trata-se de um sistema móvel, cuja especificação dos direitos essenciais à qualidade de sócio dependerá fundamentalmente do tipo societário de que se cogita e, em alguns casos, talvez até mesmo das características da cada sociedade. De todo modo, são direitos necessários para a composição da situação de sócio. Direitos sem os quais o *status socii* esvazia-se de significância. Por essa razão, são tidos como direitos inderrogáveis e irrenunciáveis. De um lado, por serem direitos dos quais a própria organização societária não pode prescindir, nenhum dos órgãos e agentes da sociedade pode determinar sua supressão. De outro lado, os sócios não podem, em regra, abrir mão desses direitos, uma vez que sua existência e seu exercício relacionam-se não apenas à proteção da esfera individual do sócio, mas também compõem uma organização maior que deve ser protegida. Assim, esses direitos existem enquanto existem a sociedade e o sócio, sendo

⁴⁹ Sobre a dissolução societária, de maneira geral, cf. Mauro Rodrigues PENTEADO, *Dissolução e liquidação de sociedades*, ed. 2, Saraiva, São Paulo, 2000.

⁵⁰ “Partindo da ideia de que a condição de sócio (...) deve ter um substrato intangível, o *status socii* exige a consagração de um série de proteções individuais, que impeça se lhe retire as características essenciais, tal como o *status civitatis* demanda a institucionalização de um mínimo de garantias individuais.” LEÃES, *Do direito do acionista ao dividendo*, op. cit., p. 302.

nulas as regras que os revoguem, em caráter permanente⁵¹, anulável sua violação, no caso concreto, e ineficazes as deliberações que afetem direitos especiais de determinado grupo de sócios, como os titulares de ações preferenciais, por exemplo.

Os direitos individuais dos sócios são direitos subjetivos, defensáveis judicialmente⁵², bem como protegidos por mecanismos internos ao próprio sistema societário. A possibilidade de defesa judicial dos direitos individuais é expressa na Lei das Sociedades por Ações (arts. 159 e 287). Além da defesa judicial, os direitos individuais protegem-se mutuamente. Desdobramentos dos direitos individuais, por exemplo, o direito de retirada, o direito de exames dos livros sociais, o direito de voto, entre outros, funcionam como vigilantes e garantidores de si próprios.

Diversas correntes doutrinárias promoveram diferentes explicações para o fundamento da proteção aos direitos individuais dos sócios, concentrando-se comumente na natureza contratual da sociedade ou em analogias com o estado democrático⁵³. Da mesma maneira,

⁵¹ “Substanciais, os acionistas não podem ser privados deles pela assembleia geral. Nem pelos estatutos. Sòmente a lei os poderá derrogar; e mais ninguém. A cláusula estatutária que os ofenda é nula, de pleno direito. Igualmente, a deliberação da assembleia geral que os moleste sequer.” Waldemar FERREIRA, *Tratado de direito comercial*, v. 4, ed. Saraiva, Saraiva, São Paulo, 1961, p. 334.

⁵² “Nesse complexo, os direitos mínimos enumerados constituem autênticos direitos subjetivos, pois consubstanciam poderes de ação conferidos aos acionistas para a satisfação de seus interesses, em conformidade com a norma jurídica. As objeções, contrárias a essa caracterização, e favoráveis à idéia de que essas situações mais se assemelham a simples poderes jurídicos ou meros direitos reflexos, sinceramente não colhem.” LEÃES, *Do direito do acionista ao dividendo*, op. cit., p. 303.

⁵³ “Quel est le fondement de ces droits individuels? Pendant longtemps, la doctrine y a vu l’effet du *contrat de société*. L’actionnaire ne peut pas se voir privé des droits qui lui sont donnés par le contrat, sauf s’il a admis par avance qu’une renonciation ou une modification pourrait lui être imposée. Mais on ne peut plus soutenir aujourd’hui une pareille théorie, puisque la loi permet la modification des status dans toutes leurs dispositions, qu’elle ait été prévue ou non, et mieux encore sans qu’il soit permis de l’interdire statutairement. La comparaison de la société à un État de *constitution démocratique* permet de donner un autre fondement aux droits de l’actionnaire. De même qu’il existe des *droits de l’homme et du citoyen* que le pouvoir politique doit respecter, l’actionnaire a des droits individuels que le pouvoir constitué de la société ne peut pas supprimer ou restreindre. (...) L’objection est que les droits de l’homme et du citoyen sont inherent à sa condition d’être humain. On disait autrefois qu’ils sont imposés par le *droit naturel* supérieur au droit positif. Les droits individuels de l’actionnaire ne lui appartiennent qu’en *sa qualité d’actionnaire*. Or, cette qualité, il la tient de son entrée dans la société et, par cette adhesion, il s’est soumis à loi de la société. Il ne s’agit d’ailleurs, dans tout cela, que d’intérêts pécuniaires et il est difficile de faire appel à l’idée de droit naturel pour la défense de tels intérêts. Il faut donner, à notre avis, à ces droits individuels de l’actionnaire un *caractère politique* au sens large du mot. La création de la société anonyme est une œuvre de l’État. Cette création ne doit pas avoir pour effet de permettre la violation de droits que l’actionnaire tient du jeu régulier des règles juridiques. Les organes de la société n’ont pas un pouvoir souverain. L’actionnaire qui défend son droit concourt par cette défense à la limitation de ce pouvoir. Il maintient la construction juridique dans sa régularité. Georges RIPERT, René ROBLOT, (dir. Michel GERMAIN), *Traité de droit commercial*, t. 1, v. 2, ed. 18, L.G.D.J., Paris, 2002, p. 376. “Une société n’est pas l’Etat dans un Etat, puisque’elle n’ai ni souveraineté ni territoire, mais elle est conçue sur le modèle de l’Etat. C’est un groupement de forces destiné à réunir et à utiliser des capitaux. Ce groupement copie le forme de l’Etat démocratique.” RIPERT, *Aspects juridiques du capitalisme moderne*, op. cit., p. 96. “L’espressione ‘democrazia azionaria’, che è stata coniata per

várias são as classificações possíveis dos direitos individuais dos sócios, variando de acordo com o autor e o ponto de vista que se deseja considerar⁵⁴. A discussão a respeito dessas correntes e doutrinas foge ao escopo deste trabalho. Serão, contudo, feitas referências diretas ou indiretas aos argumentos apresentados por algumas delas, conforme necessário para o exame do direito do acionista ao dividendo e sua proteção.

Conforme adiantado no item anterior, pode-se dizer que os direitos individuais dos sócios agrupam-se em quatro categorias: direitos de coadministração, direitos de fiscalização, direitos patrimoniais e direitos dissolutórios. Trata-se, repita-se, de uma das classificações possíveis, escolhida por agregar elementos consensuais de diversas classificações, por apresentar com clareza a amplitude dos direitos individuais e por refletir com precisão a lei societária nacional.

Diversos direitos individuais do sócio são expressamente previstos na legislação brasileira. Os principais são citados a seguir.

O art. 109 da Lei das Sociedades por Ações prevê os direitos de participar nos lucros sociais, de participar no acervo da companhia, em caso de liquidação, de fiscalizar a gestão dos negócios sociais, de preferência para subscrição de ações e outros títulos de participação emitidos pela companhia e de retirada da companhia⁵⁵. O art. 993, parágrafo único, do Código Civil prevê o direito de fiscalização nas sociedades em conta de participação. Os arts. 1009, 1020, 1021, 1029, 1030 e 1031 do Código Civil preveem os direitos de participar nos lucros sociais, direitos de fiscalização, direitos dissolutórios e direitos aos haveres, na sociedade simples. Os arts. 1077, 1081 e 1085 preveem direitos dissolutórios, de co-administração e de fiscalização, nas sociedades limitadas. O art. 1108

rappresentare il modello ottocentesco di società per azioni, esprime in modo adeguato le analogie che nel secolo scorso si stabiliscono fra la costituzione dello Stato e quella della società per azioni, fra la democrazia politica e la democrazia economica. (...) E sono analogie che derivano la propria origine dalla fondamentale unità del disegno strategico della borghesia dell'Ottocento, dalla matura consapevolezza che questa acquisisce degli strumenti atti ad assicurarle il consenso della società. Non è certo un caso che il processo di democratizzazione della società per azioni corre, nel corso dell'Ottocento, parallelo all'allargamento del suffragio elettorale, che determina l'avvento delle classi medie sulla scena politica (...). Sono queste, ad un tempo, le classi che il diritto pubblico chiamava a concorrere nel governo dello Stato e che il diritto commerciale invitava a partecipare alla direzione dell'economia (...)." Francesco GALGANO, *Lex mercatoria*, Il Mulino, Bolonha, 2001, p. 152.

⁵⁴ "Quanto à classificação dos direitos individuais é óbvio poder, esta, ser diversa, conforme o critério com que fôr feita: a adoção de uma classificação não exclue a possibilidade de outras, conforme a diversidade de critério adotado." ASCARELLI, *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*, op. cit., p. 405.

⁵⁵ Sobre o art. 109, cf. os comentários do Prof. Leães, em Luiz Gastão Paes de Barros LEÃES, *Comentários à lei das sociedades anônimas*, v. 2, Saraiva, São Paulo, 1980, pp. 3 a 160.

prevê, para as sociedades em geral, o direito de participar na partilha do patrimônio remanescente, em caso de liquidação. Em complementação, embora não se refiram a sociedades, vale a menção ao art. 57 do Código Civil, que prevê direitos dissolutórios no âmbito das associações, e aos arts. 33, 35, 37, 44, 72 e 73 da Lei n.º 5.764, de 16 de dezembro de 1971, os quais preveem, no âmbito das cooperativas, direitos dissolutórios, direito de igualdade política entre os cooperados, direitos de fiscalização, de coadministração e de participação no patrimônio remanescente, em caso de liquidação.

Direitos de coadministração são direitos de interferência do sócio na condução da sociedade e na determinação dos principais eventos societários. Pode ser concretizado por meio do exercício do direito de voto, da atuação direta na administração ou da atuação indireta na administração.

Nas sociedades, o direito de voto é exercido nas assembleias ou reuniões de sócios, com o fim de deliberar ou eleger, respeitando-se os princípios da unicidade (um voto por ação, art. 110 da Lei das Sociedades por Ações) e da representatividade em relação ao capital social. O direito de voto engloba o direito de ser convocado e, embora não possa ser suprimido, seu exercício pode ser restringindo ou suspenso. Titulares de ações preferenciais sem direito de voto, por exemplo, possuem esse direito imanente. O direito de voto, nesses casos, pode ser ativado nas hipóteses de não-pagamento de dividendos fixos ou mínimos por três exercícios sociais consecutivos (art. 111, § 1º, da Lei das Sociedades por Ações) e nos casos de liquidação da companhia (art. 213, §1º, da Lei das Sociedades por Ações). O exercício do direito de voto também é limitado pelas regras de conflito de interesses⁵⁶ (art. 115 da Lei das Sociedades por Ações) e pelas demais regras tendentes à proteção do interesse social (arts. 114, 116 e 117 da Lei das Sociedades por Ações, entre outros)⁵⁷.

⁵⁶ Sobre a disciplina do conflito de interesses no direito societário, cf. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes FRANÇA, *Conflito de interesses nas assembleias de s.a.*, Malheiros, São Paulo, 1993, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes FRANÇA, *Conflito de interesses: formal ou substancial? Nova decisão da cvm sobre a questão*, in *RDM*, n. 128, 2002, pp. 225 e ss. e Calixto SALOMÃO FILHO, *O novo direito societário*, ed. 3, Malheiros, São Paulo, 2006, especialmente capítulo V.

⁵⁷ Para a evolução da compreensão do conceito de interesse social, cf., Pier Giusto JAEGER, *L'interesse sociale*, Giuffrè, Milão, 1964, Pier Giusto JAEGER, *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in *Giurisprudenza commerciale*, parte I, 2000, José Nuno Marques ESTACA, *O interesse da sociedade nas deliberações sociais*, Almedina, Coimbra, 2003, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes FRANÇA, *Conflito de interesses nas assembleias de s.a.*, op. cit., especialmente pp. 20 a 67 e MUNHOZ, *Empresa contemporânea e direito societário - poder de controle e grupos de sociedades*, op. cit., pp. 36 e ss..

Além do voto, os direitos de coadministração implicam que os sócios podem também participar direta ou indiretamente da administração da sociedade. Diretamente, os sócios podem ser eleitos para cargos no conselho de administração, na diretoria, no conselho fiscal ou em quaisquer outros órgãos consultivos, caso preencham os requisitos específicos para as funções. Indiretamente, os sócios são representados na administração da sociedade por agentes, em regra, eleitos e destituíveis pelos próprios sócios. Trata-se de uma espécie de restrição consentida do direito de voto, dentro da representação estrutural da sociedade. Os sócios transmitem seu direito de decisão sobre a gestão da companhia para representantes por eles eleitos. A representatividade é ainda protegida por dispositivos como o voto múltiplo (art. 141 da Lei das Sociedades por Ações, *caput* e §§ 1º a 3º) e a eleição em separado (art. 141, §§ 4º a 8º).

Direitos de fiscalização são direitos do sócio à informação sobre as atividades sociais e à verificação dessas informações. Os direitos de fiscalização podem ser exercidos individualmente ou por meio representativo. Individualmente, o sócio possui o direito de analisar os documentos obrigatórios, em tempo razoável para fundamentar sua decisão (art. 133 da Lei das Sociedades por Ações), verificar livros sociais e fiscais, em circunstâncias que o legitimem (art. 100, § 1º, da Lei das Sociedades por Ações, e arts. 226, 1021 e 1190 a 1193 do Código Civil), requerer esclarecimentos e se manifestar em assembleias, reuniões de sócios e a qualquer tempo, desde que aja com boa-fé e não prejudique o normal andamento das atividades da sociedade⁵⁸. Os direitos de fiscalização podem ser exercidos também por meio de um órgão delegado, o conselho fiscal, colegiadamente ou por membro eleito em separado (arts. 161 a 165-A da Lei das Sociedades por Ações e arts. 1066 a 1070 do Código Civil)⁵⁹.

⁵⁸ Robert Charles CLARK, *Corporate law*, Aspen Law & Business, Nova Iorque, 1986, pp. 97 e 98.

⁵⁹ A respeito dos direitos de fiscalização, cf., por exemplo, Luiz Gastão Paes de Barros LEÃES, *Mercado de capitais & insider trading*, RT, São Paulo, 1982, pp. 80 e ss., António MENEZES CORDEIRO, *Manual de direito das sociedades*, v. 2, Almedina, Coimbra, 2006, pp. 565 e ss., Claude HEURTEUX, *L'information des actionnaires et des épargnants – étude comparative*, in *Bibliothèque de droit commercial*, t. 1, Sirey, Paris, 1961 e Arnaldo WALD, *A sociedade de capital aberto e a informação do acionista*, in *Estudos e pareceres de direito comercial*, RT, São Paulo, 1972, pp. 209 e ss.. Especificamente sobre o conselho fiscal, cf., por exemplo, Waldirio BULGARELLI, *Regime jurídico do conselho fiscal das s/a*, Renovar, Rio de Janeiro, 1998, Nelson EIZIRIK, *Conselho fiscal*, in Jorge LOBO (org.), *Reforma da lei das sociedades anônimas*, Forense, Rio de Janeiro, 2003, pp. 453 e ss., José Alexandre Tavares GUERREIRO, *O Conselho Fiscal e o direito à informação*, in *RDM*, n. 45, 1982, pp. 29 e ss., Luiz Gastão Paes de Barros LEÃES, *Conselho fiscal e as empresas de auditoria*, in *Pareceres*, v. 1, Singular, São Paulo, 2004, pp. 597 e ss., Luiz Gastão Paes de Barros LEÃES, *Conselho fiscal e auditoria*, in *Pareceres*, v. 2, Singular, São Paulo, 2004, pp. 911 e ss. e Luiz Gastão Paes de Barros LEÃES, *Funcionamento do conselho fiscal nas companhias abertas*, in *Pareceres*, v. 2, Singular, São Paulo, 2004, pp. 1277 e ss..

Direitos patrimoniais são os direitos dos sócios à retribuição pelo investimento feito na sociedade e de restituição, em caso de encerramento do vínculo societário, submetidos aos riscos da atividade empresarial e das estruturas societárias. Incluem a participação nos lucros sociais, o recebimento de haveres, em caso de dissolução parcial e a participação no acervo social, em caso de dissolução total.

Direitos dissolutórios são direitos dos sócios de resolver o vínculo societário. Em sua faceta mais importante, a do direito de retirada, atuam como *ultima ratio* em casos de ameaças intoleráveis aos interesses privados, e legítimos, dos sócios⁶⁰. Servem como alternativa aos sócios se estruturas fundamentais da organização societária original forem modificadas ao longo da vida da sociedade, especialmente se a circulação da sociabilidade não for integralmente livre, por razões contratuais ou de liquidez. Estão essencialmente ligados ao direito patrimonial sobre os haveres sociais, que assegura a restituição da participação financeira do sócio, seja em caso de dissolução parcial, seja em caso de dissolução total.

As hipóteses que autorizam o direito de retirada do acionista nas companhias estão previstas no art. 137, combinado com o art. 136, ambos da Lei das Sociedades por Ações. O Código Civil prevê o direito de retirada, no âmbito das sociedades limitadas, em seu art. 1037. A exclusão de sócios, com fundamento teórico na proteção do interesse social, é expressamente prevista para o caso das sociedades limitadas (art. 1085 do Código Civil) e inexistente no caso das companhias⁶¹. A dissolução parcial requerida judicialmente é admitida nas sociedades limitadas com relativa frequência e, apenas em específicas situações, autorizada nas companhias⁶², em razão de teórica diferença de natureza entre as relações sociais em um e outro tipo societário.

⁶⁰ A respeito do direito de retirada, cf., por exemplo, ASCARELLI, *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*, op. cit., pp. 419 e ss..

⁶¹ Sobre o assunto, cf. a completa obra de Antônio José Avelãs NUNES, *O direito de exclusão de sócios nas sociedades comerciais*, Cultural Paulista, São Paulo, 2001.

⁶² Cf., sobre o assunto, Uínie CAMINHA, *Dissolução parcial de s.a. - quebra da "affectio societatis" - apuração dos haveres*, in *RDM*, n. 114, 1999, pp. 174 e ss.. Ver, ainda, Fábio Konder COMPARATO, *Reflexões sobre a dissolução judicial de sociedade anônima por impossibilidade de preenchimento do fim social*, in *RDM*, n. 96, 1994, pp. 67 e ss..

3.- Direitos patrimoniais inderrogáveis e irrenunciáveis do acionista

Compreendida a natureza dos direitos próprios ao *status socii* e apresentadas suas principais manifestações, este estudo se especializará, neste ponto, nos direitos patrimoniais irrenunciáveis do acionista e, em seguida, no direito ao dividendo. A derivação para o conjunto dos direitos patrimoniais orienta o texto na direção do núcleo do trabalho, deixando, temporariamente, os conjuntos dos direitos de coadministração, de fiscalização e dissolutórios, que serão pontualmente retomados ao longo do texto, de acordo com a necessidade para o exame da disciplina do dividendo mínimo obrigatório.

Esses direitos ligam-se diretamente ao objetivo da organização societária e aos motivos que levaram à sua constituição⁶³. São direitos que refletem diretamente a finalidade da sociedade, sem os quais, a insegurança quanto à apropriação dos resultados da empresa e à titularidade da parte investida no patrimônio social tornariam inviável a evolução do sistema societário até o ponto em que se encontra hoje, como componente fundamental do funcionamento econômico⁶⁴. Por consequência, são direitos cuja existência não se submete à vontade da assembleia dos acionistas ou ao estatuto social e, por sua importância institucional, nem mesmo à vontade de seus próprios titulares.

De acordo com o art. 109, incs. I e II, da Lei das Sociedades por Ações, são direitos essenciais dos acionistas a participação nos lucros sociais e a participação no acervo da companhia, em caso de liquidação. Segundo o mesmo artigo, nem o estatuto social nem a assembleia geral poderão privar os acionistas desses direitos.

Para a proteção e materialização desses direitos, a Lei das Sociedades por Ações determina uma série de regras. Entre elas, as regras para a composição e modificação do

⁶³ “Na verdade, se é certo que a destinação do lucro aos acionistas é a consequência da norma inderrogável que insculpe como objeto da sociedade anônima uma empresa de fim lucrativo, a ponto de constituir elemento essencial desse tipo social, certo é também que a referida norma da lei do anonimato é conexas àquela outra que expressamente reconhece ao sócio o direito de participar dos lucros sociais. Por outro lado, confirmaria a natureza de direito subjetivo do direito ao lucro o fato de o acionista poder renunciá-lo, se bem que essa renúncia, como é crucial, não possa estender-se a ponto de transformar a natureza da sociedade, e alterar-lhe o escopo lucrativo, pois liberdade não é discricionariedade, sendo toda faculdade concedida pelo direito objetivo vinculada a um determinado fim legal.” LEÃES, *Do direito do acionista ao dividendo*, op. cit., p. 307.

⁶⁴ “(...) l’impresa è la cellula fondamentale di qualunque tipo di economia organizzata.” Alberto ASQUINI, *Profili dell’impresa*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, v. XLI, parte 1, 1943, p. 4.

capital social (arts. 5º a 10 e 166 a 174), para a avaliação e proteção dos haveres, aplicáveis a diversos eventos da vida societária (por exemplo, arts. 4º, 4º-A, 45, 215, 227, 228, 252, 256 e 264), para a organização das demonstrações contábeis da companhia (arts. 175 a 188), as regras sobre a destinação do lucro social (arts. 189 a 200) e aquelas que disciplinam a distribuição dos dividendos (arts. 201 a 205).

4.- Direito do acionista ao dividendo

O direito ao lucro social decorre da própria razão de existência da sociedade, conforme visto nos itens anteriores. Como expressamente garantido pelo art. 109 da Lei das Sociedades por Ações, é o direito individual subjetivo do acionista, irrenunciável e inderrogável, aos frutos de seus investimentos na sociedade e de sua submissão ao risco empresarial⁶⁵. Foi visto também que o lucro econômico da sociedade não necessariamente coincide com o lucro social, sendo este a versão daquele, convertida para a linguagem do direito societário. Além disso, viu-se que o lucro social é partilhado entre diversas destinações antes de ser finalmente recebido pelos acionistas, na forma de dividendo.

O direito de participação nos lucros sociais, portanto, é um direito amplo, do qual decorre o direito ao dividendo, como uma de suas formas de materialização. Em outras palavras, é o direito aos lucros sociais que confere fundamento ao direito ao dividendo. O direito ao dividendo é especial em relação ao direito ao lucro e sua função é a de investir os acionistas do poder de obrigar a sociedade (e os administradores) a periodicamente apurar o lucro social, declará-lo e pagar uma parte dele aos acionistas⁶⁶.

⁶⁵ “(...) que os acionistas, durante a vida do ente social, e até a data de seu término, devam ser os beneficiários naturais da atividade da entidade, é princípio tranquilo, estabelecido pelas normas que atribuem à sociedade o escopo de lucro, e garantido pelo séquito de dispositivos que disciplina o delicado mecanismo, através do qual os acionistas influem na vida social. (...) Ao atribuir um direito subjetivo, a lei tem em vista uma finalidade, qual seja a de resguardar um interesse determinado, que protege mediante o reconhecimento de poderes e pela imposição de deveres às pessoas que se encontram em dada situação. Vimos, igualmente, que o direito subjetivo não consiste exclusivamente no poder da vontade para criar determinadas situações ou para exigir determinado comportamento alheio, já que pode haver uma pessoa, titular de um direito reconhecido pela lei, que não tem o poder de exercê-lo. O direito subjetivo supõe, concomitantemente, um bem ou interesse ligado ao sujeito por um liame criado ou consagrado pelo direito objetivo, que concede ao seu titular o poder de dispor desse bem como seu. (...) Concebemos o direito do acionista ao lucro social como um direito subjetivo inerente à qualidade de sócio, e do qual não pode ser despojado pela sociedade, por desprovida de legitimação para tanto. (...) Nesses termos, escopo lucrativo e direito aos lucros são dois aspectos, um objetivo e outro subjetivo, de uma mesma fatispécie, e correspondem à mesma exigência da organização e da vida sociais.” LEÃES, *Do direito do acionista ao dividendo*, op. cit., pp. 285 e 299. Ver, também, Ernesto SIMONETO, *Utili, dividendi e acconti dividendi*, in *Rivista di diritto civile*, fasc. 1, 1962.

⁶⁶ “Trata-se, portanto, de um direito que se apresenta com duas facetas básicas: uma *abstrata*, ou seja, o direito aos lucros sociais; uma *concreta*, ou seja, o direito ao dividendo deliberado. Daí que se aponta a sua

Em qualquer momento da vida societária, o acionista tem o direito maior de participar nos lucros da sociedade, na forma de dividendo ou não, em decorrência, simplesmente, de sua condição de sócio. A existência do direito ao dividendo, contudo, depende de expressa previsão legal, estatutária ou da declaração pela assembleia geral dos acionistas ou pelo órgão de administração competente. É precisamente o que ocorre com o direito ao dividendo mínimo obrigatório, que decorre da lei ou do estatuto social, se este for específico a respeito, independentemente de declaração.

O direito à participação nos lucros sociais e o direito ao dividendo não são, portanto, o mesmo direito. O fato de que o segundo decorre do primeiro não implica integral identidade entre ambos⁶⁷.

Mais importante, o direito ao dividendo, quando existente, é, ao contrário do direito de participação nos lucros sociais, tanto derogável⁶⁸, quanto renunciável⁶⁹. Sua renunciabilidade e derogabilidade estão ligadas ao caráter dispositivo do dividendo, o qual, por sua vez, é reflexo do reconhecimento de que a sociedade é um ente

sujeição a duas condições: uma *suspensiva*, que é a efetiva existência dos lucros, decorrente de sua apuração em balanço aprovado, e outra *resolutiva*, ou seja, que a assembléia não distribua esse lucro de maneira diversa, remetendo-o para reservas.” Waldirio BULGARELLI, *Comentários à lei das sociedades por ações*, v. 4, Saraiva, São Paulo, 1978, p. 52. Ver, também, Hernani ESTRELA, *Direito do acionista ao dividendo*, in *Direito comercial – estudos*, José Karfino Editora, Rio de Janeiro, 1969 e Giuseppe FERRI, *Diritto agli utili e diritto al dividendo*, in *Rivista di diritto commerciale*, fasc. 1, 1963, pp. 405 e ss..

⁶⁷ “A doutrina dominante considera o direito aos lucros sociais (direito patrimonial, essencial) como um direito a participar dos resultados positivos e não especificamente o de ver distribuídos os lucros, portanto, ao dividendo.” BULGARELLI, *Comentários à lei das sociedades por ações*, op. cit., p. 52. No mesmo sentido, RIPERT, ROBLOT, (dir. Michel GERMAIN), *Traité de droit commercial*, op. cit., pp. 31 e 32, nota 38, e PITA, *Direito aos lucros*, op. cit., pp. 141 e ss.. Em sentido contrário, Leães afirma que admitir “um direito ao lucro diverso do direito ao dividendo já nos parece exagerado”, explicando que se dá “o nome de *dividendo* à parte dos lucros líquidos, partilhada aos acionistas sobre cada uma das ações de que é proprietário (...) *significa lucro dividido*” e concluindo que “absurdo fora falar em direito ao lucro distinto do direito ao dividendo, pois o que existe é direito ao lucro por dividir, ou direito ao dividendo por deliberar, contraposto ao conceito de direito ao dividendo deliberado” (LEÃES, *Do direito do acionista ao dividendo*, op. cit., pp. 309 e 310). Igualmente, Carvalhosa afirma que “o direito aos lucros é igual ao direito ao dividendo, por isso que dividendo nada mais é do que lucro dividido equanimemente entre todos que subscreveram o capital social” (MODESTO CARVALHOSA, *Comentários à lei de sociedades anônimas*, v. 3, ed. 3, Saraiva, São Paulo, pp. 796).

⁶⁸ “É derogável o direito que possa ser afastado de cláusula estatutária que, pelo seu carácter normativo, produz efeitos para todos os casos idênticos que no futuro ocorram, em relação aos sócios actuais e àqueles que no futuro adquiram essa qualidade”. PITA, *Direito aos lucros*, op. cit., pp. 142 e 143.

⁶⁹ “É renunciável o direito que pode ser extinto através de uma declaração para o efeito dirigida à sociedade pelo sócio e que apenas produz efeitos num caso concreto”. PITA, *Direito aos lucros*, op. cit., p. 142.

eminentemente contratual, que deve ter relativa liberdade na determinação de sua política de utilização do lucro social⁷⁰.

É claro que diversas são as circunstâncias que regulam a derrogação e a renúncia do direito ao dividendo existente, com o intuito, fundamentalmente, de proteger os interesses dos acionistas minoritários, cuja vontade a respeito da partilha do lucro social muitas vezes é desconsiderada, em favor do princípio majoritário das deliberações.

A derogabilidade enfrenta uma série de limites, como a boa-fé, as regras contra abuso de poder e, principalmente, as regras do dividendo mínimo obrigatório, além de dever ser sempre baseada no interesse social.

A renúncia, por seu turno, enfrenta limitações, como a prevista no art. 202, § 3º, da Lei das Sociedades por Ações, o qual proíbe que a assembleia dos acionistas de companhias abertas delibere reter a totalidade do lucro líquido, excetuadas as companhias abertas exclusivamente para a captação de recursos por debêntures não conversíveis em ações.

É natural que o direito ao dividendo seja renunciável, ainda que essa renúncia seja submetida a certas limitações. A renúncia ao direito ao dividendo não prejudica os interesses individuais dos sócios, nem ameaça a estabilidade da organização societária. Além disso, a renúncia ao direito ao dividendo é coerente com o sistema que exige

⁷⁰ “Ora, entre os conceitos postos em crise, encontram-se os de direito inderrogável e de direito irrenunciável. Acompanhamos as críticas que em geral são feitas à utilização de tais categorias; pensamos, contudo, que elas põem em causa apenas uma determinada concepção dos direitos dos sócios, recebida do direito público, que os vê como uma espécie de limite ao poder da colectividade, último reduto de protecção contra o totalitarismo crescente das organizações, e que esqueceu que a sociedade comercial é um contrato, desde o momento da sua criação até o momento da sua extinção definitiva, contrato esse que existe para realizar interesses humanos, de homens e mulheres de carne e osso: a organização, a pessoa jurídica, é a execução desse contrato. Vendo as coisas assim, entendemos que faz sentido falar em direitos individuais dos sócios mas apenas para referir os direitos subjectivos que o sócio pode exercer contra a sociedade e que lhe foram atribuídos por lei para satisfação de necessidades individuais: a sociedade é o bem apto a satisfazer tais necessidades; o interesse é a relação entre o sócio, que sente a necessidade, e o bem idóneo para a satisfazer. (...) [S]e o direito foi atribuído ao sócio, enquanto pessoa humana, nenhuma maioria pode impôr a sua renúncia; porém, se o direito tiver sido atribuído ao sócio individualmente mas para protecção das minorias, poderá admitir-se a renúncia mediante deliberação de uma maioria qualificada, criando assim uma minoria de bloqueio. Mas note-se que a renunciabilidade ou irrenunciabilidade tem de ser vista, caso a caso, em função do regime jurídico estabelecido e só se põe face a uma pretensão concreta” (PITA, *Direito aos lucros*, op. cit., pp. 142 e 143, em nota de rodapé). Em sentido diverso, o Prof. Leães entende que o direito ao dividendo é inderrogável e irrenunciável, coerentemente com sua opinião de que o direito de participação nos lucros sociais coincide com o direito ao dividendo. De fato, se se tratam do mesmo direito, este direito uno não pode ser derogado, nem renunciado, por lógica e por expressa previsão legal. A respeito, cf. LEÃES, *Do direito do acionista ao dividendo*, op. cit., pp. 347 e 348.

liberdade na determinação das destinações do lucro social, para atender às específicas necessidades de cada sociedade. E, principalmente, a renúncia ao direito ao dividendo não significa renúncia ao direito de participação nos lucros sociais.

O acionista pode participar do lucro social de diversas formas, entre elas por meio do recebimento de dividendos. Renunciar aos dividendos significa renunciar ao direito de, periodicamente, transferir dos limites da sociedade para a esfera privada do acionista, uma parte dos lucros sociais, em dinheiro ou em bens. Não significa renunciar ao direito sobre toda e qualquer forma assumida pelo lucro social. Deixando de receber dividendos, os acionistas liberarão montante maior para ser reinvestido nas atividades da sociedade, o que, por exemplo, pode render ganhos futuros aos acionistas, refletidos em mais lucros (para então serem distribuídos) ou simplesmente incremento no valor de suas ações. Os acionistas, ao reinvestir na sociedade lucros que seriam apropriados como dividendos, estão igualmente participando dos lucros sociais. Não importa se o retorno desse investimento foi maior, igual ou menor do que teria sido se os acionistas tivessem optado por receber dividendos e investi-los pessoalmente. Importa que o lucro social gerado pela sociedade em um exercício continuou sob o controle dos sócios, por intermédio de suas participações societárias.

Essa conclusão parece, também, ser mais coerente com o sistema adotado pela Lei das Sociedades por Ações. Em primeiro lugar, o art. 109 fala em direito de participar dos *lucros sociais* e não de direito ao dividendo. Em segundo lugar, o mesmo art. 109 determina que “nem o estatuto social nem a assembléia geral poderão privar o acionista” do direito de participar dos lucros sociais. Se direito a participar dos lucros sociais fosse o mesmo que direito ao dividendo, essa disposição estaria em franca contradição com o art. 202, § 3º, o qual permite que a assembleia geral, por unanimidade dos *presentes*, em determinadas companhias, delibere pela distribuição de dividendo inferior ao mínimo obrigatório ou pela retenção de todo o dividendo. Além disso, o art. 132, II, prevê que a assembleia geral deverá obrigatoriamente deliberar, anualmente, sobre a “destinação do lucro líquido do exercício e a distribuição de dividendos”, o que garante a verificação anual pelos acionistas dos lucros sociais, dos quais devem participar, e a oportunidade periódica de decidirem a respeito da distribuição de dividendos (se serão distribuídos dividendos ou não, e quanto). Adicionalmente, ao possibilitar a emissão de ações de fruição e ao autorizar a amortização e o resgate de ações, a lei reconhece o evidente fato de

que o lucro social alimenta diversas facetas da propriedade societária, não ficando a sua apropriação pelos acionistas reduzida à distribuição de dividendos. Finalmente, a disciplina do dividendo mínimo obrigatório também teria muito pouco sentido se o direito ao dividendo não fosse derogável e renunciável. O dividendo mínimo obrigatório é, essencialmente, uma solução de limitação à derogabilidade e à renunciabilidade do direito ao dividendo. Por meio da adição das regras sobre o direito ao dividendo mínimo obrigatório às regras gerais de controle de abuso de poder impostas aos controladores, acionistas e administradores, e às regras sobre retenção de lucros, a Lei das Sociedades por Ações criou um sistema sofisticado, que visa garantir que a decisão a respeito do *quantum* a ser distribuído equilibre adequadamente todos os interesses envolvidos. Esse *quantum*, a propósito, pode ser qualquer valor que resulte da interação regular entre os referidos interesses e que respeite os limites da lei.

Para baixo, o limite é aquele determinado pelas regras escolhidas (ou impostas pela lei, em determinados casos) para o pagamento do dividendo mínimo obrigatório em cada companhia. E como o direito do acionista ao dividendo é derogável e renunciável, nada impede que, respeitadas regras específicas como as dos arts. 202, § 2º, 109, § 1º, e 17, § 1º, II, o estatuto social da companhia determine que nenhum dividendo mínimo obrigatório seja devido a todas as ações ou, no caso das preferenciais emitidas por companhias fechadas, a ações de determinada classe, sem o risco de nulidade ou anulabilidade do ato jurídico⁷¹.

⁷¹ Leães, em sentido contrário, entende que é nulo “um eventual pacto no ato da constituição da sociedade anônima, ou uma eventual deliberação no curso da vida da sociedade, que estabeleça a não distribuição dos lucros periódicos” (LEÃES, *Do direito do acionista ao dividendo*, op. cit., p. 348). A opinião de Leães, mais uma vez, funda-se na premissa de que direito de participação nos lucros sociais se confunde com direito ao dividendo, e que, portanto, essa participação pode se dar apenas por meio da distribuição de dividendos. O que se defende neste estudo é que o direito do acionista de participação nos lucros sociais pode ser satisfeito de diversas maneiras, inclusive pela distribuição de dividendos. A não distribuição, pontual ou permanente, de dividendos deve estar dentro do espectro de dispositividade da companhia, pois a melhor forma de partilha dos lucros é decisão que não pode ser tomada senão pela própria companhia. A não-distribuição de dividendos não implica, assim, a não-participação dos acionistas nos lucros sociais. O que o direito brasileiro exige, apenas, é a previsibilidade da conduta da companhia, a proteção contra decisões arbitrárias de disposição do lucro social e a garantia de que os acionistas não se vejam presos, economicamente, dentro de uma companhia que não pretende atender às suas expectativas de retorno. Dessa forma, não será ilícita a disposição estatutária, criada a partir de deliberação regular, que determine, expressa e justificadamente, que a companhia não distribuirá dividendos, apontando formas diversas de assegurar aos acionistas o direito essencial de participação nos lucros sociais. A política de utilização do lucro social pela companhia estará clara para todos os acionistas presentes ou futuros. Tal disposição estatutária não encontra, de fato, nenhuma barreira legal, desde que se garanta, por meios alternativos, a participação dos sócios nos lucros sociais, em cumprimento às disposições do art. 109, I, da Lei das Sociedades por Ações, e do art. 1008 do Código Civil. A lei não determina a forma pela qual os sócios devem participar dos lucros sociais e, nem mesmo, determina que essa participação seja periódica. Mais do que isso, o art. 202 da Lei das Sociedades por Ações, não

Para cima, a principal limitação, naturalmente, é a necessidade de existência do lucro. Mas não é a única. Outras limitações, ligadas à natureza da organização societária, também se impõem. O direito ao dividendo é limitado, acima de tudo, pelo interesse social. Assim, a composição e as fontes do dividendo são minuciosamente reguladas pela lei (especialmente pelo art. 201 da Lei das Sociedades por Ações), com o objetivo de proteger a integridade do capital social⁷², o patrimônio social como um todo e os direitos dos credores⁷³. O lucro social, além disso, deve ser partilhado entre diversas destinações,

impõe qualquer limite mínimo para o dividendo obrigatório, excetuados, apenas, os casos de companhias, cujos estatutos sociais sejam omissos a respeito (inc. I do *caput* e § 2º do art. 202) e o caso das ações preferenciais sem direito de voto ou com restrição ao exercício deste direito que se destinem à negociação em mercado de valores mobiliários (art. 17, § 1º). Difícil imaginar, portanto, que a lei permita que o estatuto social estabeleça um dividendo mínimo obrigatório infinitesimal, mas não autorize a previsão de não-pagamento de dividendo mínimo obrigatório. A regra da igualdade de tratamento, prevista no art. 109, § 1º, da Lei das Sociedades por Ações permite, ademais, que o não-pagamento de dividendos seja imposto apenas às ações ordinárias e não às preferenciais, por exemplo. Ou, então, a apenas uma das classes de ações preferenciais, no caso de companhias fechadas (lembrando-se que o art. 16 determina taxativamente as hipóteses de diferenciação das ações ordinárias em classes, não incluindo, entre essas hipóteses, diferenças no recebimento dos dividendos). Pode-se estabelecer, por hipótese, que os fundadores, ordinaristas, não receberão dividendos, mas apenas os investidores, preferencialistas. Pode-se também estabelecer que o titular de *golden-share* não fará jus ao recebimento de dividendos. Pode-se, ainda, determinar que nenhum acionista receberá dividendos, no caso de uma sociedade de propósito específico, com prazo determinado de duração, que necessite de investimento, mas que pretenda partilhar os lucros apenas ao final do empreendimento. Enfim, são situações que podem até ser consideradas indesejáveis, por uma série de razões, do ponto de vista de um ordenamento que objetiva o fortalecimento de seu mercado de capitais, mas que, definitivamente, não são proibidas pela Lei das Sociedades por Ações, sendo possível, ao contrário, imaginar diversas hipóteses em que são cabíveis e úteis. Destaca-se, por fim, importante trecho da Exposição de Motivos da Lei das Sociedades por Ações, a esse respeito: “[a] idéia da obrigatoriedade legal de dividendo mínimo tem sido objeto de amplo debate nos últimos anos, depois que se evidenciou a necessidade de se restaurar a ação como título de renda variável, através do qual o acionista participa dos lucros na companhia. Não obstante, é difícil generalizar preceitos e estendê-los a companhias com estruturas diversas de capitalização, nível de rentabilidade e estágio de desenvolvimento diferentes. Daí o Projeto fugir a posições radicais, procurando medida justa para o dividendo obrigatório, protegendo o acionista até o limite em que, no seu próprio interesse, e de toda a comunidade, seja compatível com a necessidade de preservar a sobrevivência da empresa. O Projeto deixa ao estatuto da companhia margem para fixar a política de dividendos que melhor se ajuste às suas peculiaridades, desde que o faça de modo preciso (...). Nas companhias a se constituírem no futuro, não há limites mínimos para o dividendo obrigatório, porque os subscritores ou adquirentes de suas ações estarão tomando suas decisões no conhecimento da norma estatutária. Nas companhias em funcionamento, o estatuto poderá fixar livremente o dividendo, mas se o fizer em nível inferior a 25% dos lucros a minoria dissidente ficará protegida pelo direito de recesso (...). Nas companhias cujo estatuto for omissivo prevalecerá a regra legal supletiva da obrigatoriedade de distribuição de metade do lucro líquido, com os ajustamentos previstos (...), que visam a eliminar os riscos de que a distribuição de dividendos possa ser fonte de problemas financeiros para a companhia”.

⁷² “Quer isto significar que, nas empresas, o capital em sentido jurídico deve estar sempre lastreado pelo capital econômico equivalente, constituindo ambos as duas faces da mesma moeda. É esse o chamado *princípio da integridade do capital*.” Fábio Konder COMPARATO, *Resultado obtido na alienação de imóvel, com aproveitamento de isenção fiscal – exclusão da base de cálculo do dividendo obrigatório*, in *Novos ensaios e pareceres de direito empresarial*, Forense, Rio de Janeiro, 1981, pp. 134 e 135.

⁷³ “Efetivamente, a distribuição de dividendos liga-se à existência de lucros, no exercício, e o controle legal prende-se à necessidade de manter a integridade do capital social, como índice da situação patrimonial.” BULGARELLI, *Comentários à lei das sociedades por ações*, op. cit., p. 48.

concorrentes ou prioritárias em relação ao pagamento do dividendo⁷⁴. Entre as prioritárias, estão o pagamento do Imposto sobre a Renda, a compensação de prejuízos acumulados, o preenchimento da reserva legal e o pagamento de participações de administradores, empregados e partes beneficiárias no lucro social. Entre as concorrentes⁷⁵, o preenchimento de reservas estatutárias e a própria situação financeira da companhia por exemplo. Por consequência, a periodicidade, a quantidade e, portanto, mesmo a obrigatoriedade da distribuição dos dividendos, também se submetem ao interesse social. O acionista não pode pretender receber dividendos a qualquer tempo ou continuamente. A quantidade do lucro social a ser distribuída como dividendos não está sob a integral discricionariedade dos acionistas. E a distribuição deve seguir as disposições legais e estatutárias, que, por sua vez, devem respeitar as exigências impostas a todo o procedimento de apuração, declaração e pagamento do dividendo. O lucro social, primordialmente, deve atender ao interesse social. A decisão da coletividade ou a opinião da administração podem, em diversos casos, legitimamente, diminuir, ou eliminar, a parcela de lucro social existente a ser distribuída como dividendo⁷⁶.

O direito ao dividendo, mesmo se previsto por lei ou pelo estatuto social, é, ainda, um direito expectativo⁷⁷: depende da existência do lucro, e da vontade social, manifestada ou

⁷⁴ Para uma análise de direito comparado, a respeito dos limites superiores da distribuição de dividendos, cf. HARBICH, *Conceito e destinação do lucro na nova lei das sociedades por ações*, op. cit., pp. 47 e ss..

⁷⁵ A partir de uma visão mais ampla, o direito essencial de participação dos lucros sociais concorre com os direitos dos credores e com os demais direitos dos acionistas, tomados em conjunto. Nesse sentido: “[d]e modo geral, é possível classificar esses direitos concorrentes em relação ao patrimônio de uma companhia em três gêneros: a) direitos decorrentes de relações de negócios com terceiros; b) direitos decorrentes de relações societárias de participação nos lucros sociais; e c) direitos dos acionistas. São de natureza diversa, uns dos outros; mas, ao mesmo tempo, reciprocamente concorrentes, pelo menos em parte.” Fáblio Konder COMPARATO, *A constituição da reserva de lucros a realizar e o dividendo mínimo obrigatório*, in *Novos ensaios e pareceres de direito empresarial, Forense*, Rio de Janeiro, 1981, p. 148.

⁷⁶ “[O direito ao dividendo se sujeita] a duas condições: uma *suspensiva*, que é a efetiva existência dos lucros, decorrente da sua apuração em balanço aprovado, e outra *resolutiva*, ou seja, que a assembleia não distribua esse lucro de maneira diversa, remetendo-o para reservas. (...) Trata-se, portanto, de um direito condicionado a dois fatores: 1) a existência efetiva de lucros, de acordo com balanço aprovado; 2) a deliberação da assembleia geral decidindo a sua distribuição, ou o mandamento estatutário nesse sentido. (...) Tanto assim é que (...) se procuram limites a esse poder da assembleia geral de dispor sobre a destinação dos lucros para as reservas; esses limites, em que pese as dificuldades em apurá-los na prática, encontram-se no chamado *interesse da sociedade*.” BULGARELLI, *Comentários à lei das sociedades por ações*, op. cit., p. 54.

⁷⁷ “[O]u seja, o direito a adquirir direito” (BULGARELLI, *Comentários à lei das sociedades por ações*, op. cit., p. 53). Não significa, ressalte-se, mera expectativa, mas sim direito puro, defensável e exigível, à aquisição, submetida a condições, de outro direito. Pontes de Miranda é preciso e exauriente a esse respeito: “Tem-se pretendido que a linha entre a expectativa e o direito expectativo é confusa, ou ondulante, ou cambiante, ou vaga, ou obscura. Tem-se de repelir tal atitude cética. Seria de graves consequências tolerarem-se, na ciência do direito, tais indistincções, tais claros-escuros. Ou o que se observa, *in casu*, é expectativa, ou é direito expectativo. O jurista não pode renunciar a dar resposta precisa e verdadeira. Trata-se de problema de ciência, para cujas dificuldades só há um remédio: o de mais segura investigação e esforço de inteligência. Ou há, *in casu*, direito expectativo, ou não no há. A demarcação é imprescindível; e de toda a relevância

omissa, em forma própria e conforme o caso, para poder ser efetivo⁷⁸. O lucro, ademais, deve existir de acordo com as regras do direito societário e consubstanciar-se em autêntico lucro social. Não basta que seja meramente lucro econômico. A verificação da existência de lucro social pode ser exigida pelo sócio, com base no direito expectativo que possui, mesmo que não venha se tornar direito expectado. Uma das facetas do direito ao dividendo (e também do direito do acionista de participação dos lucros sociais) projeta-se, portanto, para o momento anterior à constatação da existência de lucro social, protegendo desde aí os interesses legítimos do acionista. Depois de formalizada a existência do lucro social nas demonstrações financeiras da companhia, o direito do sócio ao dividendo pode ser novamente ameaçado, caso a administração não elabore as demonstrações financeiras de acordo com a lei e não submeta a deliberação a respeito da partilha do lucro social líquido e da distribuição de dividendos à assembleia geral. Por isso, para fins de proteção dos interesses dos sócios, não importa a distinção entre direito ao dividendo declarado e direito ao dividendo a declarar⁷⁹. São interesses protegidos pelo mesmo fundamento, mas que exigem, para sua proteção, a atuação de facetas diversas do direito do acionista ao dividendo. Se há o direito ao dividendo, ou seja, se há previsão legal ou estatutária para sua distribuição, ainda que condicionada, e se ele não foi derogado e nem a ele se renunciou,

teórica, porque é demarcação entre mundo fático e mundo jurídico. Quando falo de expectativa (pura), estou necessariamente aludindo à posição de alguém *em que* se perfizeram elementos do suporte fático, de que sairá fato jurídico, produtor de direitos e outros efeitos, porém ainda não todos os elementos do suporte fático: a regra jurídica, a cuja incidência corresponderia o fato jurídico, ainda não incidiu, porque suporte fático ainda não há (Francisco Cavalcanti Pontes de Miranda, *Tratado de Direito Privado*, t. V, ed. 2, Borsoi, Rio de Janeiro, 1955, p. 291).

⁷⁸ “O direito do acionista ao dividendo é direito expectativo (*‘spes debitum ire’*): em havendo lucro, fixado pelo balanço de exercício, e determinando a assembleia-geral o *“quantum”* e a maneira de sua distribuição (caso os estatutos já o não tenham feito), deixa de haver direito expectativo para nascer o direito expectado ao dividendo.” LEÃES, *Do direito do acionista ao dividendo*, op. cit., p. 312. No mesmo sentido e do mesmo autor, *Dividendo obrigatório e participação dos administradores nos lucros da companhia*, in *Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas*, RT, São Paulo, 1989, p. 208 (estudo também publicado em *Pareceres*, v. 2, op. cit., pp. 47 e ss.). Essa definição encaixa-se em um dos tipos de direitos expectativos apontados por Pontes de Miranda, descrito da seguinte maneira pelo autor: “[o]s direitos a direitos (futuros) para cujo nascimento falta elemento do suporte fático (os chamados “créditos futuros”), que são, em verdade, direitos expectados, porque antes deles estão direitos a suportes fáticos completos e é a eles, e não a esses, que falta algo para que nasçam” (PONTES DE MIRANDA, *Tratado de Direito Privado*, op. cit., p. 292).

⁷⁹ “Il diritto soggettivo del socio al dividendo (da deliberare) risulta d'altronde confermato dalla ricorrenza di taluni indici steri, quali la disponibilità (...) di esso e la sua tutelabilità. Ciò che esso ha di particolare è il collegamento di mezzo a fine che sussiste fra esso e il diritto al dividendo deliberato; in questo senso può dirsi che esso ha carattere di diritto preliminare o, secondo la terminologia di una recente dottrina, di diritto eventuale, intendendosi per tale il diritto di un soggetto all'acquisto di un altro diritto (definitivo), categoria nella quale si fanno rientrare varie ipotesi, quali la situazione del soggetto che ha concluso un contratto preliminare, dell'erede riservatario nella successione dei legittimari ecc.. La qualificazione accolta equivale a quella di diritto astratto al dividendo nella eccezione di una meno recente ma autorevole dottrina, ma sembra da preferirsi ad essa per la equivocità della nozione della ‘astrattezza’ che nella materia in oggetto ha finito per acquistare i significati più disparati e a volte esattamente contrari”. Domenico PETTITI, *Contributo allo studio del diritto dell'azionista al dividendo*, Giuffrè, Milão, 1957, pp. 25 e ss..

então a sua tutela estende-se desde a obtenção do lucro econômico até o pagamento dos dividendos, sem limitação formal. Após declarado, o dividendo torna-se crédito líquido e certo do acionista, que pode cobrá-lo na qualidade de credor. Continua a ser o mesmo direito ao dividendo, embora transformado em crédito, em razão da efetivação das necessárias condições lógicas e legais.

A decisão a respeito da destinação do lucro social constitui, entretanto, matéria das mais conflituosas no direito societário. É no epicentro dos conflitos entre os interesses dos administradores, acionistas controladores, acionistas minoritários e da própria sociedade, relativos à apropriação, distribuição ou reinvestimento dos lucros sociais, que emergem as questões mais sensíveis para este estudo. É na análise do choque entre esses interesses conflitantes, e da extensão da tutela do direito ao dividendo, que residem as respostas para essas questões.

5.- Direito do acionista ao dividendo mínimo obrigatório

Se há limites superiores para a distribuição do lucro social como dividendo, em atenção à preservação do sistema societário, há também limites inferiores, que restringem o poder da maioria assemblear⁸⁰ e dos administradores, assegurando, em alguns casos, um efetivo recebimento periódico, pelos sócios, de parcela mínima do lucro social.

Os fundamentos, a amplitude, a liberdade de modificação e os órgãos societários imbuídos de poder para a modificação dos limites mínimos, contudo, variam intensamente entre legislações, doutrinadores e sociedades. Eles podem decorrer de disposição legal, estatutária ou de decisão *ad hoc* da assembleia dos acionistas ou dos administradores, de acordo com o ordenamento jurídico em questão.

Disposições legais limitadoras presumem a possibilidade de abuso por parte da maioria, ou dos administradores, com relação à partilha do lucro social. Disposições

⁸⁰ A propósito do princípio da predominância da maioria nas deliberações societárias, fundamental para a compreensão da questão, cf., por exemplo, Tullio ASCARELLI, *Sui poteri della maggioranza nella società per azioni ed alcuni loro limiti*, in *Rivista di diritto commerciale*, 1953, pp. 169 e ss., Marco CASSOTTANA, *L'abuso di potere a danno della minoranza assembleare*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, n. 120, Giuffrè, Milão, 1991, Francesco GALGANO, *Il principio di maggioranza nelle società personali*, Cedam, Padova, 1960, Francesco GALGANO, *La forza del numero e la legge della ragione. Storia del principio di maggioranza*, Il Mulino, Bolonha, 2008 e Otto von GIERKE, *Sulla storia del principio di maggioranza* (sem referência ao tradutor), in *Rivista delle società*, n. 6, fasc. 6, nov. a dez., 1961, pp. 1103 e ss..

estatutárias, que não decorrem de imposição legal, relacionam-se, normalmente, à construção da reputação da companhia perante seus acionistas e perante o mercado, quanto à sua política de distribuição de dividendos.

Em certos casos, a lei determina limites para a definição e para a modificação do dividendo mínimo obrigatório, e as sociedades refletem sua decisão sobre a matéria nos estatutos sociais. Mesmo dentro dos limites legais, as legislações, em regra, conferem grande liberdade para a definição do dividendo a ser pago, reconhecendo que a composição da destinação do lucro social pode variar muito entre atividades econômicas, setores, exercícios sociais, épocas, ou de acordo com diversas outras circunstâncias a que possam estar submetidas cada sociedade.

O dividendo mínimo obrigatório é subclasse da categoria dos dividendos. Assim como os sócios podem receber, a título de dividendo, parcela do lucro social maior do que a mínima obrigatória, categorias especiais de ações podem fazer jus a dividendos diferenciados, variáveis em quantidade ou ordem de recebimento, em relação aos dividendos mínimos obrigatórios. De acordo com o art. 17 da Lei das Sociedades por Ações, por exemplo, às ações preferenciais podem ser conferidos direitos a dividendos fixos ou mínimos, cumulativos ou não, com prioridade de pagamento ou não. O direito ao dividendo mínimo obrigatório é necessariamente parte do direito ao dividendo e goza de semelhante natureza, fundamento e proteção. Sua tutela, entretanto, é ainda mais específica, sendo também, normalmente, contratualmente garantida pelo estatuto social. Ele é, por essência, renunciável e derogável, sendo sua redução, em regra, razão que enseja o direito de retirada do sócio.

No Brasil, o art. 202 da Lei das Sociedades por Ações estabelece as regras para o cálculo do dividendo mínimo obrigatório a ser distribuído em cada exercício. O dispositivo, que será cuidadosamente analisado no Capítulo IV, é organizado, além do seu *caput*, com seus três incisos, em seis outros parágrafos. O *caput* se refere às condições de obrigatoriedade do dividendo, ao caráter dispositivo de seu cálculo e à hipótese de omissão do estatuto social. O inciso primeiro dispõe, especialmente para os casos de omissão estatutária, sobre as reduções ou acréscimos primários (constituição da reserva legal, formação e reversão da reserva de contingências). Os incisos II e III do *caput* regulam o aproveitamento do lucro antes e depois de ser realizado. Os parágrafos primeiro e segundo

disciplinam a liberdade de determinação da forma do cálculo do dividendo obrigatório e seus limites. O parágrafo terceiro disciplina a distribuição de dividendo inferior ao mínimo obrigatório ou a retenção de todo o lucro líquido distribuível. Os parágrafos quarto e quinto tratam da hipótese de não-pagamento de dividendos, caso incompatíveis com a situação financeira da companhia. O parágrafo sexto determina que todo o remanescente do lucro distribuível, sem destinação determinada na forma da lei, deve ser distribuído aos acionistas como dividendos.

O Decreto-Lei n. 2.627, de 26 de setembro de 1940, em seu art. 131, autorizava a plena liberdade na estipulação do *quantum* do lucro que seria distribuído como dividendo, seja pelo estatuto social, seja em cada assembleia geral. A ausência de regulação permitiu que se interpretasse, inclusive, que, na omissão do estatuto, havendo lucro, todo ele deveria ser distribuído aos acionistas. Acabou por prevalecer, contudo, o poder de decisão da assembleia sobre a matéria. A lei de 1976 alterou a regra geral para os casos de omissão do estatuto. Consolidou a obrigatoriedade de um dividendo mínimo nos casos de omissão estatutária e conferiu aos órgãos de administração poderes para suspender a distribuição em determinadas situações.

A primeira grande reforma da lei, promovida em 1997, passou ao largo do art. 202⁸¹. A reforma promovida pela Lei n.º 10.303, de 31 de outubro de 2001, por outro lado, na esteira das reformas tendentes ao desenvolvimento do mercado de capitais nacional, refletido especialmente no aumento das garantias dos acionistas minoritários, alterou substancialmente o art. 202. De todos os seus elementos atuais, apenas os parágrafos primeiro, quarto e quinto permanecem com a mesma redação que apresentavam em 1976 e em 1997. As regras inseridas, harmônicas com as modificações promovidas no art. 197, correm todas no sentido de controlar e limitar a discricionariedade dos acionistas controladores e, em alguns casos, dos administradores, na definição da destinação dos lucros anuais da companhia. O parágrafo sexto, inserido integralmente em 2001, marca definitivamente a concepção de que o lucro pertence primordialmente aos acionistas e registra a aptidão desenvolvimentista da lei nacional das companhias por ações.

⁸¹ Sobre a reforma de 1997, cf., por exemplo, Nelson EIZIRIK, *Reforma das s.a. e do mercado de capitais*, Renovar, Rio de Janeiro, 1997.

6.- Função da tutela do direito ao dividendo mínimo obrigatório

Há seis regras fundamentais na disciplina brasileira do dividendo mínimo obrigatório, estabelecidas na Lei das Sociedades por Ações: (i) a companhia é livre para decidir quais critérios de determinação do dividendo mínimo obrigatório irá utilizar, desde que esses critérios sejam regulados com precisão e minúcia e não sujeitem os acionistas minoritários ao arbítrio dos órgãos da administração ou da maioria (art. 202, *caput* e § 1º); (ii) no caso de omissão do estatuto social, os acionistas terão direito a receber como dividendo mínimo obrigatório 50% do lucro líquido do exercício, diminuído da importância destinada às reservas legal e para contingências (ou acrescentado de reversão desta última) (art. 202, *caput* e inc. I); (iii) quando o estatuto social for omissivo e a assembleia geral deliberar alterá-lo para introduzir norma sobre a matéria, o dividendo obrigatório não poderá ser inferior a 25% do lucro líquido ajustado (art. 202, § 2º); (iv) a redução do dividendo mínimo obrigatório enseja direito de retirada do acionista, mediante reembolso do valor de suas ações (art. 137 c.c. art. 136, III)⁸²; (v) a destinação dos lucros para a constituição de reservas estatutárias ou para o cumprimento de orçamento de capital não pode ser aprovada, em cada exercício, em prejuízo da distribuição do dividendo mínimo obrigatório (art. 198)⁸³; e (vi) todo o lucro líquido para o qual não houver destinação definida, na forma da lei, deverá ser distribuído aos acionistas (art. 202, § 6º).

A Lei das Sociedades por Ações, como se nota, buscou desenhar uma solução que reduzisse os conflitos relativos à partilha do lucro social, por meio do aumento da previsibilidade e eficácia das regras de distribuição de dividendos⁸⁴. Com esse objetivo, a

⁸² De forma equivalente, o art. 296, constante das Disposições Transitórias da Lei das Sociedades por Ações: “Art. 296. As companhias existentes deverão proceder à adaptação do seu estatuto aos preceitos desta Lei no prazo de 1 (um) ano a contar da data em que ela entrar em vigor, devendo para esse fim ser convocada assembleia-geral dos acionistas. (...) § 4º As companhias existentes, cujo estatuto for omissivo quanto à fixação do dividendo, ou que o estabelecer em condições que não satisfaçam aos requisitos do § 1º do artigo 202 poderão, dentro do prazo previsto neste artigo, fixá-lo em porcentagem inferior à prevista no § 2º do artigo 202, mas os acionistas dissidentes dessa deliberação terão direito de retirar-se da companhia, mediante reembolso do valor de suas ações, com observância do disposto nos artigos 45 e 137.”

⁸³ Entre as visionárias regras desenhadas por Comparato, para a adequada disciplina da macro-empresa, já se encontrava a imposição de “restrições eficazes aos abusos do autofinanciamento” tais como, por exemplo “a necessária previsão estatutária de um dividendo mínimo para todas as ações, cuja distribuição precederia obrigatoriamente o destaque de qualquer parcela dos lucros líquidos para a constituição de reservas estatutárias ou facultativas”. COMPARATO, *Aspectos jurídicos da macro-empresa*, op. cit., p. 90.

⁸⁴ Em termos emprestados da microeconomia, a lei buscou o preenchimento *ex ante* do estatuto social, um contrato incompleto, com relação à matéria da partilha do lucro social. Pretendeu, dessa maneira, reduzir custos *ex post* da negociação entre controladores, minoritários, administradores e o próprio Estado, promovendo uma maior economia e eficiência de todo o sistema. Incentivou o que a literatura especializada passou a identificar como “agreeing now to agree later”. Sobre contratos incompletos e sua análise

lei, em primeiro lugar, conferiu liberdade à companhia para a estipulação da regra de partilha do lucro social, reconhecendo que apenas a própria companhia seria capaz de determinar com precisão qual a melhor destinação de seu fluxo de caixa livre⁸⁵. Admitindo, porém, que a plena liberdade poderia abrir espaço para abusos e comportamentos oportunistas, a lei determinou que os critérios para a determinação do dividendo mínimo devem ser precisos e minuciosos e não sujeitem os acionistas minoritários ao arbítrio dos órgãos de administração ou da maioria⁸⁶. Fundada no mesmo pressuposto, a lei acrescentou ainda dois fortes estímulos para que os critérios de determinação do dividendo mínimo sejam previstos no estatuto social, reiterando seu caráter de permanência e previsibilidade: as regras de que, em caso de omissão, o dividendo mínimo será de 50% do lucro líquido ajustado e de que a inclusão de cláusula a esse respeito no estatuto omissivo deverá atender ao limite mínimo de 25% do lucro líquido ajustado⁸⁷. Em complementação, a redução do dividendo mínimo obrigatório foi incluída

econômica, cf., por exemplo, Oliver D. HART, *Incomplete contracts and the theory of the firm*, in Oliver E. WILLIAMSON, Sidney G. WINTER, (org.), *The nature of the firm – origins, evolution and development*, Oxford University Press, Nova Iorque, 1991, pp. 138 e ss., Oliver D. HART e John MOORE, *Incomplete contracts and renegotiation*, in *Econometrica*, v. 56, 1988, pp. 755 e ss., Oliver D. HART e John MOORE, *Foundations of incomplete contracts*, in *review of economic studies*, v. 98, 1999, pp. 115 e ss., Avery W. KATZ, *Contractual incompleteness: a transactional perspective*, in *Case Western Reserve Law Review*, v. 56, 2005, pp. 169 e ss. e William W. BRATTON, *Dividends, noncontractibility, and corporate law*, in *Cardozo law review*, v. 19, 1997, pp. 409 e ss.. Na doutrina nacional, cf. Rachel SZTAJN e Haroldo M. Duclerc VERÇOSA, *A incompletude do contrato de sociedade*, in *RDM*, n. 131, 2003, pp. 7 e ss., e Paulo Furquim de AZEVEDO, *Contratos: uma perspectiva econômica*, in Décio ZYLBERSTAJN e Rachel SZTAJN, (orgs.), *Direito & economia*, Rio de Janeiro, Elsevier, 2005, pp. 112 e ss.. De acordo com o Prof. Comparato, a propósito, “[e]sses regulamentos estatutários ou convencionais exercem o papel de verdadeiro escudo protetor” dos investimentos dos acionistas minoritários (Fábio Konder COMPARATO, *O direito ao dividendo nas companhias fechadas*, in *Direito empresarial – estudos e pareceres*, Saraiva, São Paulo, 1990, p. 162).

⁸⁵ A esse respeito, vale repetir o seguinte trecho da Exposição de Motivos da Lei das Sociedades por Ações: “[a] idéia da obrigatoriedade legal de dividendo mínimo tem sido objeto de amplo debate nos últimos anos, depois que se evidenciou a necessidade de se restaurar a ação como título de renda variável, através do qual o acionista participa dos lucros na companhia. Não obstante, é difícil generalizar preceitos e estendê-los a companhias com estruturas diversas de capitalização, nível de rentabilidade e estágio de desenvolvimento diferentes. Daí o Projeto fugir a posições radicais, procurando medida justa para o dividendo obrigatório, protegendo o acionista até o limite em que, no seu próprio interesse, e de toda a comunidade, seja compatível com a necessidade de preservar a sobrevivência da empresa. O Projeto deixa ao estatuto da companhia margem para fixar a política de dividendos que melhor se ajuste às suas peculiaridades, desde que o faça de modo preciso (...)”.

⁸⁶ Ao comentar o Anteprojeto que resultou na Lei das Sociedades por Ações, seus autores explicam, sobre a proposta original para as novas regras sobre o dividendo mínimo obrigatório, que: “[e]ssas normas implicam limitar a discricionariedade da maioria dos acionistas para, na assembleia geral, deliberar sobre o destino a ser dado aos lucros do exercício. Objetivam, portanto, proteger as minorias acionárias, reforçando o direito essencial dos acionistas, de participar dos lucros da companhia, ao criar o direito de receberem, como dividendo, ao menos metade desses lucros.” LAMY FILHO, BULHÕES PEDREIRA, *A lei das S.A.*, op. cit., p. 157.

⁸⁷ Nesse sentido, cf. trecho extraído da nota n.º 2 do voto proferido pelo diretor Marcos Barbosa Pinto, no âmbito dos processos administrativos CVM n.º RJ2007/10879 e RJ2007/13216, julgados em 24 de outubro de 2008, do qual foi relator: “Para incentivar que esse acordo seja feito logo na constituição da companhia, a lei prevê uma regra dispositiva bastante exigente: em caso de omissão do estatuto, a companhia é obrigada a distribuir o elevado percentual de 50% do lucro líquido (art. 202, I); além disso, as companhias que vierem a

entre as hipóteses que ensejam direito de retirada, o que visa desestimular a prática por parte da companhia e conferir alternativa para o acionista⁸⁸, especialmente no caso das companhias fechadas⁸⁹. Além disso, o dividendo mínimo obrigatório é prioritário em relação a quaisquer destinações criadas pelo estatuto ou pela assembleia geral, com exceção dos dividendos especiais dos preferencialistas, o que implica uma notável proteção aos acionistas minoritários. Por fim, são proibidas retenções de lucro sem que haja previsão legal ou destinação específica. Ou seja, todo lucro para o qual não há destinação regularmente prevista é tido como lucro, cujo reinvestimento não é necessário para a companhia e, portanto, deve ser distribuído aos acionistas.

Assim, a lei visou evitar que, do choque entre os interesses de administradores, acionistas controladores e acionistas minoritários, resultasse prejuízo seja para o interesse social, seja para o mercado. Em teoria, a lei quis garantir que as vontades presentes na assembleia geral interagissem autonomamente, mas limitou o espectro dessa interação para impedir, de um lado, que fossem extraídos da sociedade lucros que necessariamente deveriam ser reinvestidos em suas atividades ou mantidos como garantia para credores e, de outro lado, que o excesso de retenção desestimulasse os investidores.

suprir a omissão do estatuto após a constituição não poderão fixar dividendos obrigatórios em percentual inferior a 25% do lucro líquido do exercício (art. 202, § 2º).” No mesmo sentido, Leães afirma que “orientada no sentido de ‘fugir às posições radicais’ (...), a lei não fixou um limite mínimo para o dividendo *obrigatório* estatutário, se bem que tenha alocado poderoso estímulo a favor desse evento. Pois, sendo o estatuto omissivo, prevalecerá o dividendo legal obrigatório de 50% do lucro líquido, ficando certo, ainda, que, nesse caso, quando a assembleia vier a introduzir no estatuto norma sobre a matéria, impor-se-á a fixação de um dividendo *mínimo* obrigatório de 25% do lucro líquido de exercício” (LEÃES, *Dividendo obrigatório e participação dos administradores nos lucros da companhia*, op. cit., pp. 198 e ss.). Na jurisprudência, cf., por exemplo, a Apelação Cível n.º 35.975, julgada em 24 de julho de 1979, pela 6ª Câmara Cível do Tribunal de Alçada Civil do Estado do Rio de Janeiro, na qual determinou-se improcedente o pedido de retirada formulado pela Casa Comércio e Indústria S/A em face da Metalgráfica Rio Industrial S/A, em razão da redução do dividendo mínimo obrigatório, cuja disciplina era anteriormente prevista no estatuto social, para 6% do lucro líquido.

⁸⁸ A respeito do direito de recesso, como proteção do acionista minoritário contra abusos na determinação da distribuição de dividendos, Bulgarelli afirma que o que a lei deve garantir é “o direito de exigir o dividendo, e não o de simplesmente retirar-se, nem sempre, como é comum, devidamente reembolsado pelo exato valor das suas ações, valor esse, evidentemente, engordado pelas reservas decorrentes da não-distribuição dos lucros.” Ao comentar o art. 296, § 4º, Bulgarelli reitera sua posição, ao defender que “[a] concessão do direito de recesso, no caso do art. 296, § 4º, parece-nos garantia insuficiente, conforme já afirmamos, pois não se deu ao acionista o direito que efetivamente deveria ter, qual seja o de exigir o pagamento dos dividendos” (BULGARELLI, *Comentários à lei das sociedades por ações*, op. cit., pp. 64 e 69). Sobre o direito de recesso, ver, também, Francisco Antunes Maciel MÜSSNICH, *Reflexões sobre o direito de recesso na lei das sociedades por ações*, in Jorge LOBO (org.), *Reforma da lei das sociedades anônimas*, Forense, Rio de Janeiro, 2003, pp. 285 e ss..

⁸⁹ Sobre a função da disciplina do dividendo diante da realidade das companhias fechadas, cf., na doutrina nacional, COMPARATO, *O direito ao dividendo nas companhias fechadas*, op. cit., pp. 158 e ss., e no direito norte-americano, Douglas K. MOLL, *Shareholder oppression & dividend policy in the close corporation*, in *Washington and Lee law review*, v. 60, 2003, pp. 841 e ss..

Além disso, ao estimular que a disciplina sobre o dividendo mínimo obrigatório constasse do estatuto social, a lei também visou à redução de riscos e custos relacionados a questões de ação coletiva, na medida em que reduziu a necessidade da participação ativa de cada acionista no controle sobre a destinação da parcela dos lucros sociais correspondente ao dividendo mínimo obrigatório⁹⁰.

Na prática, a lei de 1976 procurou corrigir uma situação vigente na época do Decreto-Lei n.º 2.627, de 26 de setembro de 1940, durante a qual a definição do dividendo a ser distribuído ficava exclusivamente a cargo da maioria, reunida em assembleia. Como consequência, os lucros sociais eram comumente reinvestidos em sua integralidade, por decisão da administração e dos controladores. Nessa época, e ainda por muito tempo no País, os dividendos perderam grande parte de seu caráter de retorno financeiro dos investimentos, o que, naturalmente, não contribuiu para o fortalecimento do investimento popular nas atividades produtivas. A situação abria margem para abusos e desestimulava o desenvolvimento do mercado e da economia⁹¹. A modificação da disciplina sobre a partilha dos lucros sociais era, portanto, essencial para uma lei que declaradamente se propôs a fortalecer o mercado de capitais⁹².

⁹⁰ Para um estudo completo a respeito dos mecanismos de ação coletiva, cf. a excepcional obra de Mancur OLSON: *The logic of collective action – public goods and the theory of groups*, Harvard University Press, Cambridge, 1971. Cf. também, Frank H. EASTERBROOK e Daniel R. FISCHEL, *Auction and sunk costs in tender offers*, in *Stanford law review*, v. 35, n.1, 1982, pp. 1 e ss. e Frank H. EASTERBROOK e Daniel R. FISCHEL, *Voting in corporate law*, in *Journal of law and economics*, v. 36, n. 2, 1983, pp. 395 e ss..

⁹¹ “[O] objetivo maior da reforma institucional que se pretende é a criação de um grande mercado primário de ações; (...) a criação desse mercado no Brasil, no quadro atual exige: I – a modificação de idéias, crenças e valores errados, amplamente difundidos em nosso sistema cultural, sobre a natureza da ação, como valor mobiliário, a renda que proporciona e os critérios de sua avaliação, bem como a natureza, finalidade e extensão dos poderes que a lei assegura aos acionistas majoritários; II – a recuperação da confiança dos agentes da poupança na ação como alternativa válida de investimento, o que somente poderá ser conseguido através de um regime legal de proteção das minorias capaz de convencê-los de que, ao julgarem a ação sob o aspecto da segurança, podem se preocupar, principalmente, ou apenas, com os riscos próprios da empresa, sem o receio de que a esses riscos se somem outros, em geral muito maiores, de insegurança jurídica e da falta de instrumentos eficientes de defesa contra tratamento iníquo, ou não equitativo, a que possam ser submetidos por administradores ou acionistas controladores da companhia que exerçam seus direitos ou poderes de modo discricionário ou abusivo (...)”. LAMY FILHO, BULHÕES PEDREIRA, *A lei das S.A.*, op. cit., p. 159.

⁹² A lei, de acordo com a Exposição de Motivos n.º 196, de 24 de junho de 1976, “visa basicamente a criar a estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de capitais de risco no País, imprescindível à sobrevivência da empresa privada na fase atual da economia brasileira. A mobilização da poupança popular e o seu encaminhamento voluntário para o setor empresarial exigem, contudo, o estabelecimento de uma sistemática que assegure ao acionista minoritário o respeito a regras definidas e equitativas, as quais, sem imobilizar o empresário em suas iniciativas, ofereçam atrativos suficientes de segurança e rentabilidade.”

7.- Necessidade contemporânea da tutela do direito ao dividendo mínimo obrigatório

Diversas são as passagens, na literatura sobre dividendos, que ilustram o temor com que os acionistas minoritários e os propugnadores do desenvolvimento do mercado de capitais enxergam o excesso de poderes dos controladores ou administradores sobre a partilha do lucro social. Além da afirmação atribuída ao diretor da *Norddeutscher Lloyd*, referida no início deste trabalho, pelo menos dois outros eventos recorrentemente simbolizam os desafios enfrentados pela construção da tutela do direito ao dividendo. Igualmente lendária é a frase atribuída ao banqueiro Fürstenberg, segundo o qual “o acionista é um tolo e um arrogante: tolo porque nos dá seu dinheiro; arrogante porque deseja ainda receber dividendo”⁹³. Também digno de nota, o episódio em que Henry Ford sustentou “que a finalidade precípua de sua companhia não era produzir lucros para distribuí-los aos acionistas, mas reinvestir o máximo possível de modo a criar novos empregos e aumentar o padrão de vida da comunidade inteira”⁹⁴. A política de reinvestimento instituída por Ford deu origem a uma das mais representativas batalhas judiciais em matéria de distribuição de dividendos. A disputa entre a família Dodge e a Ford Motors Company, pela distribuição de dividendos acumulados, resultou em importantes contribuições para a construção do direito dos sócios aos dividendos e para a determinação dos deveres e da extensão da liberdade dos administradores com relação à decisão de reinvestimento dos lucros⁹⁵.

⁹³ A frase, é preciso ser dito, corre o mundo em diversas línguas e versões, sem grande precisão a respeito de quais seriam as palavras originais. A versão transcrita é a forma mais comumente utilizada entre os autores nacionais que a mencionam. Quanto ao seu autor, os indícios apontam para o banqueiro alemão Carl Fürstenberg, que viveu entre os séculos 19 e 20. Sobre este, cf. Hans FÜRSTENBERG, *Carl fürstenberg – die lebensgeschichte eines deutschen bankiers*, Rheinische Verlags-Anstalt, Wiesbaden, 1962.

⁹⁴ O trecho entre aspas, que reproduz a posição de Henry Ford, é de autoria do Prof. Comparato e encontra-se em: COMPARATO, *Aspectos jurídicos da macro-empresa*, op. cit., p. 56. Nos autos do caso Dodge et al. v. Ford Motor Company et al., referido na nota seguinte, ao longo do relatório dos fatos, lê-se a seguinte passagem: “This declaration, it is charged in the bill, was published in the public press in the city of Detroit and throughout the United States in substantially the following language: ‘My ambition’, declared Mr. Ford, ‘is to employ still more men; to spread the benefits of this industrial system to the greatest possible number, to help them build up their lives and their homes. To do this, we are putting the greatest share of our profits back into the business.’” Uma das publicações referidas na passagem é a edição de 1 de setembro de 1916 do New York Times, que veiculou os resultados anuais da Ford Motors Company e os comentários de Henry Ford a respeito de sua política de reinvestimento dos lucros.

⁹⁵ Dodge et al. v. Ford Motor Company et al. (204 Mich. 459, 170 N.W. 668), julgado pela Suprema Corte do Estado de Michigan, em 7 de fevereiro de 1919. Com certa semelhança, na jurisprudência nacional, pode-se citar a Apelação Cível n.º 215.832, julgada em 09 de dezembro de 1975, pela Primeira Câmara do Primeiro Tribunal de Alçada Civil do Estado de São Paulo, em que era apelante CASP Sociedade Anônima Indústria e Comércio e apelado o Banco do Estado de São Paulo (também mencionado em Nelson EIZIRIK, Aurélio Wander BASTOS, *Mercado de capitais e s/a – jurisprudência*, CNBV-CODIMEC, Belo Horizonte e Rio de Janeiro, 1987).

A necessidade de reinvestimento dos lucros sociais na sociedade é o contraponto, por excelência, da distribuição de dividendos. Ao mesmo tempo em que a decisão de reinvestir os lucros significa, para alguns, menos dividendos, para outros significa mais segurança e autonomia na condução das atividades sociais. Enquanto que uns veem cumprida a função da sociedade na distribuição de seus lucros aos seus sócios, outros enxergam o desenvolvimento da atividade empresarial, ao menor custo e risco possível, como a melhor forma de proteger o interesse social.

Na visão de Adolf A. Berle Jr. e de Gardiner C. Means, emoldurada na primeira metade do século XX, logo após o *crash* de 29, a tendência de crescente concentração do poder social nas mãos dos administradores, destacado da propriedade das ações, modificaria a política de financiamento das macroempresas, que passariam a absorver em escala cada vez maior os fundos internos (“*a policy of growing from within*”), afetando diretamente a distribuição de dividendos, de forma tão intensa quanto se sentissem os administradores seguros no controle⁹⁶.

Para Leães, o tamanho e o apetite crescente das grandes sociedades por financiamento sempre salivou na direção dos dividendos, sendo proporcionalmente necessária a construção de um sistema jurídico adequado para equilibrar a disputa pelo fluxo de caixa livre das empresas.

De toda forma, a intenção dos acionistas investidores de obter dividendos ou o sistema jurídico que, em cada ordenamento, protege essa intenção, representam o limite que os controladores e administradores interessados no reinvestimento dos lucros sociais buscam, em teoria, extrapolar⁹⁷.

⁹⁶Adolf A. BERLE, Gardiner C. MEANS, *The modern corporation and private property*, Transaction Publishers, New Brunswick, 1991, pp. 135 e ss. e 299 e ss.. Sobre a tendência de difusão do controle e de concentração de poderes nas mãos dos administradores, cf., para uma visão contemporânea, Mark J. ROE, *Strong managers weak owners – the political roots of american corporate finance*, Princeton University Press, Princeton, 1994, especialmente pp. 3 e ss..

⁹⁷ “E na mesma medida em que se procura ampliar, através de um instrumental copioso e complexo, as normas de financiamento exógeno, para absorver os recursos oferecidos pelo mercado monetário e de capitais, o empresário atual se esforça também por romper as tradicionais fronteiras em que se confina o processo de capitalização por meios próprios. Ora, como é óbvio, êsse procedimento encontra, no direito do acionista ao dividendo, uma obstinada resistência e o seu possível limite. Natural, portanto, que se cuide de conceber recursos técnicos e jurídicos para obviá-lo, quanto mais não seja para coonestar práticas viciosas, largamente utilizadas na espécie.” LEÃES, *Do direito do acionista ao dividendo*, op. cit., p. 8.

As ciências das finanças e a economia estudaram, e continuam a estudar, as mais diversas fórmulas para entender o equilíbrio exato entre necessidade de reinvestimento e a satisfação dos investidores. As soluções propostas são múltiplas e a conclusão mais precisa a que se pode chegar é a de que a composição ideal entre capital próprio e de terceiros é tão variável quanto o número de sociedades e de administradores no mundo, dependendo de tantas circunstâncias, que apenas a interação equilibrada dos interesses internalizados em cada específica sociedade é capaz de estimar com alguma exatidão. Entre essas circunstâncias, estão: a necessidade de financiamento das companhias, *vis-à-vis* a disponibilidade de crédito no mercado; as funções que a política de dividendos pode desempenhar para cada sociedade; a carga fiscal sobre os ganhos de capital e sobre os dividendos para cada grupo de sócios; a taxa de crescimento de cada sociedade, suas oportunidades de investimento, o risco a que estão submetidos acionistas e administradores, assim como a aversão ao risco própria a cada um destes.

De fato, a decisão de se distribuir ou não dividendos mostra-se tão complexa, e ambígua em suas razões, que Fischer Black, em artigo fundamental sobre o tema, publicado em 1976, escreveu que: “[t]he harder we look at the dividend picture, the more it seems like a puzzle, with pieces that just don’t fit together”⁹⁸. Opinião essa compartilhada por Richard A. Brealey e Stewart C. Myers, para quem a decisão sobre a distribuição de dividendos é uma das dez questões não-resolvidas na ciência das finanças⁹⁹.

Muito se cogita, também, entre financistas e economistas, a respeito da preferência dos acionistas pelo dividendo. Franco Modigliani e Merton Miller, ganhadores do Prêmio Nobel de Economia, defenderam, sob uma série de circunstâncias, a irrelevância da política de dividendos para os acionistas. Sinteticamente, os autores afirmaram que é indiferente para os acionistas o quanto de dividendos recebem e o tempo dos recebimentos, uma vez que o incremento de valor de cada ação, decorrente do reinvestimento dos lucros, e a possibilidade de vender e comprar ações a qualquer tempo (desconsiderando os custos de transação, questões de liquidez e diferenças na taxação dos dividendos em relação ao

⁹⁸ Fischer BLACK, *The dividend puzzle*, in *Journal of portfolio management*, v. 2, 1976, p. 5.

⁹⁹ Richard A. BREALEY e Stewart C. MYERS, *Principles of corporate finance*, ed. 6, Irwin McGraw-Hill, New York, 2000. A mesma ideia foi explorada em inúmeros outros trabalhos, que possuíam em comum o exame dos fatores que influenciam a decisão de pagamento dos dividendos. Entre eles, além dos mencionados neste item, por exemplo, Nils H. HAKANSSON, *To pay or not to pay dividend*, in *Journal of finance*, v. 37, mai., 1982. pp. 415 e ss. e, com revisão das teorias propostas por diversos autores, Michael C. JENSEN, *A theory of the firm*, Harvard University Press, Cambridge, 2003, pp. 161 e ss..

ganho de capital) permitiriam aos acionistas construir seu próprio “fluxo de dividendos”¹⁰⁰. Para os defensores dessa corrente, mesmo se consideradas as imperfeições do mercado, ainda assim não haverá, em regra, preferência pelo recebimento de dividendos ao reinvestimento dos lucros. O efeito provável será a concentração de investidores homogêneos em sociedades que ofereçam a razão de pagamento e reinvestimento ideal para estes investidores, gerando o chamado “*cliente effect*”¹⁰¹.

Naturalmente, houve objeções à teoria da irrelevância do dividendo. A mais importante delas ficou conhecida como “*bird in the hand preference theory*”¹⁰². Segundo essa teoria, uma série de razões concretas pode levar os acionistas a preferirem a segurança do dividendo recebido à incerteza do lucro reinvestido. As razões podem ser: a efetiva diferença de tributação entre dividendos e ganhos de capital; o eventual risco de que a sociedade perca valor de mercado ou venha a falir; o risco de diminuição do poder político relativo, causado pela venda de ações; ou mesmo razões de caráter puramente psicológico, relacionadas à aversão ao risco de cada investidor.

A réplica, que passou a ser identificada como “*the bird in the hand preference fallacy*”¹⁰³, contra-argumenta que nada garante que a aplicação que o sócio fará com o dividendo recebido será mais rentável ou segura do que a atividade desenvolvida pela

¹⁰⁰ Cf. Franco MODIGLIANI e Merton H. MILLER, *Corporate income, taxes and the cost of capital: a correction*, in *The american economic review*, v. 53, jun., 1963, pp. 433 e ss., Franco MODIGLIANI e Merton H. MILLER, *Dividend policy, growth, and the valuation of shares*, in *Journal of business*, v. 34, oct., 1961, pp. 411 e ss. e Franco MODIGLIANI e Merton H. MILLER, *The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment*, in *American economic review*, v. 48, 1958, pp. 261 e ss..

¹⁰¹ Cf. Edwin J. ELTON e Martin J. GRUBER, *Marginal stockholder tax rates and the cliente effect*, in *The review of economics and statistics*, v. 52, 1970, pp. 68 e ss., Robert H. LITZENBERGER e Krishna RAMASWAMY, *Dividends, short selling restrictions, tax-induced investors clienteles and market equilibrium*, in *Journal of finance*, v. 35, 1980, pp. 469 e ss., Richardson R. PETTIT, *Taxes, transactions costs and cliente effects of dividends*, *Journal of financial economics*, v. 5, 1977, 419 e ss. e, em sentido contrário, Fischer BLACK e Myron SCHOLES, *The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns*, in *Journal of financial economics*, v. 1, 1974, pp. 1 e ss..

¹⁰² Cf., por exemplo, Myron J. GORDON, *Dividends, earnings, and stock prices*, in *Review of economics and statistics*, v. 41, 1959, pp. 99 e ss., John LINTNER, *Optimal dividends and corporate growth under uncertainty*, in *Quarterly journal of economics*, v. 78, 1964, pp. 49 e ss., Victor BRUDNEY, *Dividends, discretion, and disclosure*, in *Virginia law review*, v. 66, 1980, pp. 85 e ss. e Daniel R. FISCHER, *The law and economics of dividend policy*, in *Virginia law review*, v. 67, n. 4, 1981, pp. 699 e ss..

¹⁰³ Cf., especialmente, Michael J. BRENNAN, *A note on dividend irrelevance and the gordon valuation model*, in *Journal of finance*, v. 26, 1971, pp. 1115 e ss. e Sudipto BHATTACHARYA, *Imperfect information, dividend policy, and ‘the bird in the hand fallacy’*, in *Bell journal of economics*, v. 10, 1979, pp. 259 e ss..

sociedade que lhe pagou os dividendos¹⁰⁴ e nada garante, ainda, que os dividendos não serão reinvestidos na compra de ações dessa mesma sociedade¹⁰⁵.

A microeconomia contribuiu com duas outras importantes abordagens para a explicação sobre a distribuição de dividendos. A primeira delas considera que, por meio do pagamento de dividendos, as sociedades podem sinalizar para o mercado o nível de sua lucratividade futura. A segunda utiliza a teoria da agência para explicar o pagamento de dividendos como resultado da interação entre os *corporate insiders* (administradores e controladores) e os *outsiders shareholders* (acionistas minoritários, essencialmente).

A distribuição de dividendos mostraria ao mercado a boa situação financeira da sociedade, promovendo confiança em seu desempenho, expectativa de resultados positivos e, conseqüentemente, aumento na procura pelas ações dessa sociedade e dos preços dessas ações¹⁰⁶. A explicação é mais eficaz nos casos de distribuição inicial de dividendos (quando a sociedade distribui pela primeira vez em sua existência ou depois de um grande intervalo em que não houve distribuição), nos casos de corte do pagamento de dividendos e em hipóteses de mudanças drásticas na política de distribuição de dividendos. As mudanças menos radicais na política de distribuição de dividendos, em sociedades que

¹⁰⁴ “[I]n order for the dollar paid in dividends to be less risky and valued more highly than the dollar retained by the corporation, it would be necessary to assume that investment by the dividend recipient would be less risky than internal investment by the firm (...). There is no a priori reason to believe in the existence of that superiority or in the irrationality of the firm, and therefore there is no reason to believe that earnings paid out will be valued more highly than earnings retained.” James H. LORIE e Mary T. HAMILTON, *The stock market: theories and evidence*, 1973, Irwin, Homewood, p. 119.

¹⁰⁵ “The existence of dividends despite their costs has inspired a search for explanations. Some of the efforts have been obvious failures. Take the argument that investments are risky and that dividends hedge against the possibility that the firms will go bankrupt before distributing the saved-up assets to the shareholders. The argument goes: investors value a steady stream of dividends over uncertain prospect of a large return when the firms liquidate or are sold as going concerns and the investors are cashed out, and firms pay dividends to cater to that preference. The problem here is that dividends are matched by reinvestments: so long as dividends do not affect firms’ investment policies, they do not represent any withdrawal of capital from risky ventures. New investors bear the risky that the dividend-receiving investors avoid, and these new investors must be compensated. The new investors may well turn out to be the old ones; shareholders do not usually use the dividends for consumption or to purchase Treasury bills. If they reinvest the proceeds in the same or a different firm, they commit their cash (less taxes paid) to the same risk as if there had been no dividends. In sum, there is no bird-in-the-hand effect unless the firm also changes its investment policy.” Frank EASTERBROOK, *Two agency-cost explanations of dividends*, in *The american economic review*, v. 74, n. 4, set., 1984, p. 651 (analisado, também, em Roberta ROMANO, *Foundations of corporate law*, Foundation Press, Nova Iorque, 1993, pp. 138 e ss.).

¹⁰⁶ Cf. Ramasastry AMBARISH, Kose JOHN e Joseph WILLIAMS, *Efficient signaling with dividends and investments*, in *Journal of finance*, v. 42, 1987, pp. 321 e ss., Merton MILLER e Kevin ROCK, *Dividend policy under asymmetric information*, in *Journal of finance*, v. 40, 1985, pp. 1031 e ss., Kose JOHN e Joseph WILLIAMS, *Dividends, dilution, and taxes: a signaling equilibrium*, in *Journal of finance*, v. 40, 1985, pp. 1053 e ss. e BHATTACHARYA, *Imperfect information, dividend policy, and ‘the bird in the hand fallacy’*, op. cit..

normalmente o pagam, são, contudo, pouco significativas para o mercado. E algumas pesquisas mais recentes apontam que mesmo os sinais de grandes mudanças na política de distribuição de dividendos também são pouco relevantes para se prever os resultados futuros da sociedade¹⁰⁷. Não bastasse a potencial ambiguidade desses sinais, a doutrina questiona ainda por que as sociedades escolheriam sinalizar sua saúde financeira por meio da política de dividendos se há outros meios, geralmente mais baratos, para se atingir os mesmos fins¹⁰⁸.

Do ponto de vista da teoria da agência, os microeconomistas propõem outras explicações e efeitos do pagamento do dividendo. Em síntese, essa abordagem conclui que os lucros sociais que não forem distribuídos aos acionistas como dividendos correm o risco de serem utilizados pelos administradores e controladores de maneira subótima para a sociedade ou em benefício exclusivo dos interesses pessoais dos mesmos administradores e controladores. Essa seria a principal razão pela qual os acionistas não-controladores prefeririam o recebimento de dividendos ao reinvestimento dos lucros sociais¹⁰⁹. São teorias que reconhecem a inter-relação entre a política de dividendos de uma sociedade e sua política de investimentos, afastando-se das assunções originais de Modigliani e Miller, e que assumem que o pagamento de dividendos pode reduzir a ineficiência do

¹⁰⁷ Cf. Shlomo BENARTZI, Roni MICHAELY e Richard THALER, *Do changes in dividends signal the future or the past?*, in *Journal of finance*, v. 52, 1997, pp. 1007 e ss. e Harry DEANGELO, Linda DEANGELO e Douglas SKINNER, *Reversal of fortune: dividend policy and the disappearance of sustained earnings growth*, in *Journal of financial economics*, v. 40, 1996, pp. 341 e ss..

¹⁰⁸ “Consider the argument that dividends ‘signal’ the well-being of the firm to investors and so promote confidence (and, one supposes, higher stock prices and a flow of investment capital). The problem here is that it is unclear just what dividends signal, how they do so, or why dividends are better signals than apparently cheaper methods. Firms could and do issue disclosures of their prospects and profits. True, investors may be disinclined to believe the self-serving statements of managers about the firms’ endeavors, but managers’ usual response to this is to hire outsiders who examine the firms’ books and other materials and opine on whether the managers are telling the truth. These outsiders work for many firms and acquire reputational capital so large that they become unbribable. No firm could offer them enough for a false (or slipshod) verification to make up for their losses on business with other firms. Auditors serve this function yearly or more often; even judges may serve this function in suits charging the managers with making false statements or omitting material facts. Dividends would be desirable only if they added to the efficacy of these methods of disclosure. The beauty of a ‘signal’ is that it is self-verifying. People believe the signal because sending the message is rational for the signaler only if the message is or is believed to be accurate. Thus one could say that a Ph.D. from the University of Chicago is a good signal of intelligence and diligence (two notoriously hard-to-verify qualities) because persons of inferior intellect could not obtain one. But dividends do not directly reveal the prospects of the firms, so the message they convey may be ambiguous. Unless the cost of issuing dividends is uniformly lower for prosperous firms, no signal is possible.” EASTERBROOK, *Two agency-cost explanations of dividends*, op. cit., pp. 651 e 652.

¹⁰⁹ “According to these theories, unless profits are paid out to shareholders, they may be diverted by the insiders for personal use or committed to unprofitable projects that provide private benefits for the insiders. As a consequence, outside shareholders have a preference for dividends over retained earnings.” Rafael LA PORTA, Florencio LOPEZ-DE-SILANES, Andrei SHLEIFER, Robert W. VISHNY, *Agency problems and dividend policies around the world*, in *The journal of finance*, v. 55, n. 1, 2000, p. 2.

reinvestimento. Essas teorias assumem, também, que os lucros da sociedade, tomados de maneira geral, não são garantidamente distribuídos entre todos os acionistas, de modo proporcional e justo, uma vez que administradores e controladores possuem poder e informação suficientes para conferir a si mesmos tratamento preferencial com relação à apropriação dos lucros sociais, por meio de: desvio de dinheiro e de bens; celebração de contratos com sociedades ligadas a eles; contratação de familiares e pessoas ligadas para cargos na sociedade; controle dos próprios salários e bônus; manipulação das demonstrações financeiras; controle da emissão de novas ações; controle sobre as estratégias de investimento da sociedade e de diversificação de seu risco; controle sobre a exposição pública da sociedade e de si mesmos na mídia; e mesmo roubo¹¹⁰.

Para Frank Easterbrook, há duas principais fontes de custos de agência relacionados à decisão de alocação do lucro social¹¹¹. A primeira é o custo de monitoramento dos administradores pelos acionistas, considerando que os interesses pessoais dos administradores podem divergir dos interesses dos acionistas e assumindo as dificuldades ocasionadas pelos problemas de ação coletiva, ou seja, pela desestimulante relação entre os custos do monitoramento para cada acionista individual em relação ao seu potencial benefício, descontada pela probabilidade de obtenção efetiva desse benefício¹¹². A segunda é o diferencial entre a aversão ao risco dos administradores e a dos acionistas. Os riscos patrimoniais e reputacionais dos administradores tendem a estar muito mais concentrados na sociedade que administram do que os riscos patrimoniais dos acionistas dessa mesma

¹¹⁰ LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER, VISHNY, *Agency problems and dividend policies around the world*, op. cit., pp. 2 e 3.

¹¹¹ EASTERBROOK, *Two agency-cost explanations of dividends*, op. cit.. Para outras análises da decisão de distribuição de dividendos, fundadas nos conflitos de agência, cf., por exemplo, Zsuzsanna FLUCK, *The dynamics of the management-shareholder conflict*, in *Review of financial studies*, v. 12, 1999, pp. 347 e ss., Zsuzsanna FLUCK, *Optimal financial contracts: debt versus outside equity*, in *Review of financial studies*, v. 11, 1998, pp. 383 e ss., Oliver HART e John MOORE, *A theory of debt based on inalienability of human capital*, in *Quarterly journal of economics*, v. 109, 1994, pp. 841 e ss., Michael JENSEN, *Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers*, in *American economic review papers and proceedings*, v. 76, 1986, pp. 323 e ss. e Michael JENSEN, William H. MECKLING, *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, in *Journal of financial economics*, n. 3, fasc. 4, out., 1976, pp. 305 e ss..

¹¹² “Let us suppose that managers are not perfect agents of the other participants in the corporate venture, but that they pursue their own interests when they can. Because the managers are not the residual claimants to the firm’s income stream, there may be a substantial divergence between their interests and those of the other participants. Managers, investors, and other participants will find it advantageous to set up devices, including monitoring, bonding, and *ex post* readjustments that give managers the incentive to act as better agents. The costs of monitoring, bonding, and the residual losses from slippage are agency costs borne by investors. One form of agency cost is the cost of monitoring managers. This is costly for shareholders, and the problem of collective action ensures that shareholders undertake too little of it. Although a monitor-shareholder would incur the full costs of monitoring, he would reap gains only in proportion to his holdings.” EASTERBROOK, *Two agency-cost explanations of dividends*, op. cit., pp. 652 e 653.

sociedade. Os acionistas, de fato, tendem a ter menor parcela relativa de seu patrimônio na sociedade em questão, tendo, em regra, seu risco distribuído entre várias sociedades e investimentos. Além disso, os acionistas, em regra, não possuem riscos reputacionais associados à sociedade¹¹³.

Nesse contexto, o autor propõe que a política de distribuição de dividendos pode servir como uma das formas de controle dos custos de agência. Sintetizando a conclusão de Easterbrook, Rafael La Porta, em trabalho conjunto com outros autores, determina como “[t]he role of dividends in an agency context” os seguintes: diminuir a quantidade de dinheiro que pode ser arbitrariamente utilizado pelos administradores e controladores, reduzindo o custo de subaproveitamento dos lucros sociais, e obrigando a sociedade a retornar mais frequentemente ao mercado para obter capital, aumentando as oportunidades de controle externo da atuação dos administradores e controladores¹¹⁴.

Com objetivo de aprofundar as conclusões a respeito do papel da distribuição de dividendos no contexto do choque entre os interesses de administradores, controladores e acionistas minoritários, Rafael La Porta, no mesmo trabalho conjunto mencionado anteriormente, procedeu à análise empírica de duas assunções teóricas.

A primeira assunção teórica é a de que a distribuição de dividendos é um resultado do nível de proteção legal efetiva dos acionistas. Essa assunção foi denominada pelos autores de “*outcome model*” e significa, basicamente, que a taxa de dividendos distribuídos é

¹¹³ “A second source of agency costs is risk aversion on the part of managers. The investors, with diversified portfolios of stocks, will be concerned only about any nondiversifiable risk with respect to any one firm’s ventures. Managers, though, have a substantial part of their personal wealth tied up in their firms. If the firms do poorly or, worse, go bankrupt, the managers will lose their jobs and any wealth tied up in their firms’ stock. Managers therefore will be concerned about total risk, and their personal risk aversion will magnify this concern. The risk-averse managers may choose projects that are safe but have lower expected return than riskier ventures. Shareholders have the opposite preference. Riskier ventures enrich shareholders at the expense of creditors (because shareholders do not pay any of the gains to bondholders, yet bondholders bear part of the risk of failure), and shareholders would want managers to behave as risk preferers.” EASTERBROOK, *Two agency-cost explanations of dividends*, op. cit., p. 653.

¹¹⁴ “In a word of significant agency problems between corporate insiders and outsiders, dividends can play a useful role. By paying dividends, insiders return corporate earnings to investors and hence are no longer capable of using these earnings to benefit themselves. Dividends (a bird in the hand) are better than retained earnings (a bird in the bush) because the latter might never materialize as future dividends (can fly away). Additionally, the payment of dividends exposes companies to the possible need to come to the capital markets in the future to raise external funds, and hence gives outside investors an opportunity to exercise some control over the insiders at that time.” LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER, VISHNY, *Agency problems and dividend policies around the world*, op. cit., p. 4.

equivalente à capacidade dos acionistas não-controladores, conferida por cada ordenamento, de extrair dividendos dos administradores e controladores.

A segunda, inversa, a de que a distribuição de dividendos é um substituto para a proteção legal efetiva dos acionistas. Essa assunção, denominada “*substitute model*”, sugere que a taxa de dividendos distribuídos é equivalente ao interesse dos administradores e controladores, interessados em obter capital no mercado futuramente, de criar uma reputação de bom tratamento aos sócios da sociedade que administram ou controlam.

No primeiro caso, quanto mais frágeis e menos efetivos os direitos dos sócios não-controladores, menores os dividendos, pois menor será a capacidade desses sócios de extrair os dividendos da sociedade. No segundo caso, quanto mais frágeis e menos efetivos os direitos dos sócios não-controladores, maiores os dividendos, pois maior será a necessidade dos administradores e controladores de convencimento do mercado a respeito do tratamento conferido pela sociedade aos seus sócios¹¹⁵.

A conclusão dos autores, após a análise de dados de 4000 companhias, de 33 países, com diferentes níveis de proteção dos acionistas não-controladores e diferentes níveis de efetividade de suas leis, foi a de que o “*outcome model*” prevalece sobre o “*substitute model*”. Ou seja, que sociedades que operam em países com melhor proteção aos sócios não-controladores pagam mais dividendos do que sociedades que atuam em ambientes com menor proteção aos sócios não-controladores.

Os dados obtidos mostraram, ainda, que nos países com melhor proteção, sociedades em crescimento pagam menos dividendos do que sociedades já consolidadas, o que demonstra que os sócios bem protegidos confiam na aplicação mais eficiente dos lucros reinvestidos, enquanto que sócios não-controladores menos protegidos tendem a extrair tanto dividendo quanto seja possível das sociedades.

¹¹⁵ Ou, por outro ângulo: no primeiro caso, quanto mais fortes e efetivos os direitos dos sócios não-controladores, maiores os dividendos, pois maior será a capacidade desses sócios de extração dos dividendos da sociedade; no segundo caso, quanto mais fortes e efetivos os direitos dos sócios não-controladores, menores os dividendos, pois menor será a necessidade dos administradores e controladores de convencimento do mercado a respeito do tratamento conferido pela sociedade aos seus sócios.

São resultados que, de maneira definitiva, comprovam que a abordagem fundada na teoria da agência é altamente relevante para a compreensão e para a definição da tutela jurídica relacionada à decisão de alocação do lucro social¹¹⁶.

Diante do universo de teorias e explicações para a decisão de distribuição de dividendos e, especialmente, diante da evidência de que essa decisão revela, em toda sua potência, o choque entre os interesses que convivem dentro e ao redor da organização societária, o papel assumido pelo direito foi o de tentar encontrar a solução que melhor acomodasse esses interesses. Diversas foram e são as fórmulas experimentais, de acordo com as épocas e ordenamentos, variando com relação à menor ou maior liberdade concedida aos administradores e à maioria assemblear sobre a decisão de utilização dos lucros social, assim como sobre as circunstâncias e limites da intervenção judicial sobre essa decisão¹¹⁷. O princípio geral vigente, na atualidade, parece ser o de que a repartição do lucro faz parte do funcionamento da sociedade e que a retenção deve partir da utilidade efetiva para a sociedade, sendo a má-fé dos administradores ou controladores punível por atentar contra direito societário fundamental dos sócios. De toda a forma, a utilidade da retenção e a avaliação da conduta dos administradores e controladores não solucionam a necessidade de apreciação subjetiva e valorativa da questão. As regras jurídicas que pretendem disciplinar o pagamento de dividendos partem, portanto, de uma única lógica,

¹¹⁶ “We distinguish two alternative agency models of dividends. In the first model, dividends are an outcome of effective legal protection of shareholders, which enables minority shareholders to extract dividend payments from corporate insiders. In the second, dividends are a substitute for effective legal protection, which enables firms in unprotective legal environments to establish reputations for good treatment of investors through dividend policies. Our data suggest that the agency approach is highly relevant to an understanding of corporate dividend policies around the world. More precisely, we find consistent support for the outcome agency model of dividends. Firms operating in countries with better protection of minority shareholders pay higher dividends. Moreover, in these countries, fast growth firms pay lower dividends than slow growth firms, consistent with the idea that legally protected shareholders are willing to wait for their dividends when investments opportunities are good. On the other hand, poorly protected shareholders seem to take whatever dividends they can get, regardless of investment opportunities. This apparent misallocation of investments is presumably part of the agency cost of poor legal protection” (LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER, VISHNY, *Agency problems and dividend policies around the world*, op. cit., p. 27). Para alguns dados estatísticos a respeito de governança corporativa e pagamento de dividendos, no ambiente brasileiro, cf. André CARVALHAL, *A influência da estrutura de governança corporativa no valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras de capital aberto*, in *RDM*, n. 133, 2004, pp. 81 e ss.. Ainda a respeito da influência da política de dividendos, e de normas legais relacionadas, na redução dos custos de agência, cf. Brian R. CHEFFINS, *Dividends as a substitute for corporate law: the separation of ownership and control in the united kingdom*, in *Washington and lee law review*, v. 63, 2006, pp. 1273 e ss., Lynne L. DALLAS, *Comment on Brian r. cheffins, dividends as a substitute for corporate law: the separation of ownership and control in the united kingdom*, in *Washington and lee law review*, v. 63, 2006, pp. 1339 e ss. e Zohar GOSHEN, *Shareholder dividend options*, in *Yale law journal*, v. 104, 1995, pp. 881 e ss..

¹¹⁷ Para uma visão geral da disciplina e da doutrina referente ao dividendo na Europa, cf. PITA, *Direito aos lucros*, op. cit., pp. 75 e ss.. Para um panorama da matéria nos Estados Unidos, cf. Jesse H. CHOPER e Melvin A. EISENBERG, *Corporations*, Thomson, Chicago, 2005, pp. 256 e ss..

intrinsecamente associada à sociedade (a partilha do lucro entre seus sócios e a resolução dos conflitos inerentes à organização societária), mas variam de acordo com as circunstâncias, com o período, objetivos políticos de cada país, estrutura específica de cada economia, estágio de desenvolvimento de cada mercado e do direito societário.

No caso brasileiro, a legislação adotou a rara alternativa do dividendo mínimo obrigatório legal, disciplina que, como visto anteriormente, consiste no incentivo explícito para a determinação *a priori* do dividendo a ser distribuído caso seja verificado lucro no exercício, somado a dispositivos de proteção dos acionistas em caso de redução desse dividendo mínimo obrigatório e à clara inclinação da lei de que a retenção do lucro social deve ser prévia e minuciosamente justificada. Como também discutido acima, essa solução foi uma reação urgente e incisiva de uma lei criada para desenvolver o mercado de capitais no País e para “recompôr a legítima imagem do acionista, desfigurada por golpes desferidos à luz da crua realidade, assegurando-lhe um de seus direitos intangíveis”¹¹⁸.

A alternativa do dividendo mínimo obrigatório buscou reforçar os direitos dos acionistas minoritários e, em teoria, contribuir para que as pessoas se sintam mais seguras para investir no mercado de capitais¹¹⁹. Apesar das inevitáveis críticas recebidas¹²⁰, o legislador de 1976 foi corajoso e eficaz, para os objetivos políticos da lei, ao positivar a

¹¹⁸ LEÃES, *Do direito do acionista ao dividendo*, op. cit., p. 8.

¹¹⁹ Não por acaso, a Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976, em seu art. 8º, *caput* e inc. V, dispõe que “Compete à Comissão de Valores Mobiliários: (...) V – fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar dividendo mínimo obrigatório”. (não destacado no original).

¹²⁰ “Trata-se de dispositivo que ensejou as mais vibrantes polêmicas quando divulgado através dos anteprojetos que antecederam à Lei n.º 6.404, pois consagra o direito ao dividendo, tornando obrigatória a sua distribuição pela companhia. Ver-se-á, contudo, que a solução legal não é exatamente essa, tendo oscilado entre vários critérios, sem definir-se conclusivamente, e, afinal, o dividendo obrigatório não passa de mais uma falácia. (...) [T]em-se que afinal de contas a lei não se definiu conclusivamente em favor do acionista, como estímulo ao mercado de capitais, nem completamente em favor da empresa, ficando a oscilar, pendularmente, entre as duas posições, inclinando-se, como se viu, muito mais para os controladores do que para os minoritários. Constituindo-se o sistema implantado agora um avanço em relação ao da legislação anterior, embora um tanto confuso e difuso, deixa, contudo, margem a dúvidas, na interpretação dos seus dispositivos, decorrentes sobretudo da falta de uma definição. (...) Numa tomada de posição, mesmo conciliadora, entre os chamados interesses da empresa e a necessidade de se revitalizar o nosso decadente mercado de capitais, tornava-se necessário definir, com precisão e clareza, a situação de cada uma das partes; de um lado, em relação à empresa, os limites das reservas; de outro, em relação aos investidores, os seus dividendos. Não foi isso, entretanto, o que ocorreu (...). Em consequência, ao invés de avanço, tudo indica ter havido um retrocesso nessa questão nevrálgica para o desenvolvimento das empresas e do mercado de capitais.” BULGARELLI, *Comentários à lei das sociedades por ações*, op. cit., pp. 52, 70 e 71. Cf., também, Fabio Konder COMPARATO, *Anteprojeto de lei de sociedade por ações*, in *RDM*, n. 17, 1975, pp. 119 e ss.. Ainda sobre a estrutura e as funções da lei de 1976, cf. também, Rubens REQUIÃO, *Anteprojeto de lei de sociedade por ações*, in *RDM*, n. 17, 1975, pp. 111 e ss. e Modesto CARVALHOSA, *A nova lei das sociedades anônimas – seu modelo econômico*, ed. 2, Paz e Terra, Rio de Janeiro, 1977.

regra do art. 202. A contrapartida evidente a essa proteção adicional aos investidores foi a redução da autonomia dos administradores e da maioria assemblear quanto à decisão de alocação dos lucros sociais. O sacrifício era pouco significativo em relação às mudanças que eram necessárias no direito societário nacional.

Nesses mais de 30 anos de vigência da Lei das Sociedades por Ações, o direito societário brasileiro evoluiu e o mercado de capitais desenvolveu-se muito. Nos últimos anos, por razões de toda a natureza, essa evolução e esse desenvolvimento se aceleraram, criando uma realidade societária sem precedentes no País. A disciplina legal do dividendo, entretanto, é a mesma de 1976, reforçada, em sua disposição de proteção aos acionistas minoritários, pela reforma de 2001. Embora não se questione que o direito societário brasileiro e o direito em geral ainda têm muito a melhorar, o fato é que o aprimoramento das regras legais passa pela continua revisão de sua adequação à realidade subjacente.

A disciplina do dividendo mínimo obrigatório não é exceção. Ao contrário. Precisamente porque se trata de regra drástica, criada com um explícito intuito, é que deve ser reexaminada, com objetivo de constatar eventuais limitações, excessos e redundâncias possivelmente geradas pelo descompasso entre a dinâmica da sociedade e a rigidez das normas positivadas. Para se proceder a esse exame, é preciso considerar de que forma o direito, o mercado e a economia mudaram e o rumo que tomarão daqui para frente. É diante, exatamente, da evolução do direito societário e do ambiente econômico, seja em suas regras, seja em sua prática, que se deve questionar a atual função da tutela do direito ao dividendo mínimo obrigatório, a extensão de sua eficácia e os eventuais custos gerados à companhia pelo seu atendimento.

Ocorre, primeiramente, que a existência e a intensidade do estímulo ao comportamento abusivo dos administradores e controladores, principal preocupação do direito quanto à utilização do lucro social, têm relação direta com o quadro de normas geral vigente e com a situação histórica que se presencia. Se há relativamente mais controle dos administradores e controladores pelos acionistas não-controladores, por vias de ameaça ou punição legislativa, ou por vias de ameaça ou punição do próprio mercado, a possibilidade de conduta em desalinhamento de interesses diminui¹²¹. No clássico caso

¹²¹ Cf. LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER, VISHNY, *Agency problems and dividend policies around the world*, op. cit., pp. 3 e 6. Os autores, na página 6 de seu artigo, comentam o caso em que Kirk Kerkorian,

Dodge v. Ford, por exemplo, muitas das exigências dos acionistas não-controladores tinham relação direta com a falta de oportunidade de serem ouvidos e de saberem com antecedência os planos de investimento da companhia¹²². Defeitos como esses, nas regras jurídicas, podem ser duplamente prejudiciais: de um lado, podem impedir que uma boa atitude dos administradores e controladores seja aceita pela sociedade, uma vez que o diálogo entre as duas partes não é garantido ou intermediado pela lei; de outro, podem desestimular os acionistas e investidores que não participam da decisão, sendo os resultados dessa decisão positivos ou não.

Desde a decisão do caso Dodge v. Ford, as normas legais e de mercado, entretanto, evoluíram, assim como a própria economia, de modo geral. É patente, por exemplo, o desenvolvimento, no mundo todo, inclusive no Brasil, dos mecanismos de governança corporativa e sua grande popularidade atual. Exemplo evidente é o sucesso do novo mercado da Bovespa.

A percepção de que o cumprimento de normas de governança reconhecidas pelo mercado, mesmo que nem sempre decorrentes de lei, leva ao efetivo incremento do valor da empresa, faz com que administradores e controladores tendam a seguir essas normas.

E, uma vez cumprindo-se tais normas, passa a ser mais custosa para administradores e controladores a adoção de comportamentos contrários ao interesse social ou que desagradem os acionistas minoritários. O maior monitoramento produzido pela adoção de mecanismos mais avançados de governança corporativa dificulta a adoção de políticas de dividendos que sejam abusivas em relação aos acionistas minoritários e facilita a aceitação por estes acionistas de decisões de autofinanciamento úteis para a sociedade. O risco mais claro de desvalorização das ações, em caso de comportamento abusivo, com implicações especiais para os administradores e controladores, serve para equilibrar a relação entre esses e os acionistas minoritários, inclusive com relação às decisões de partilha do lucro social.

um acionista com representativa participação no capital social da Chrysler Corporation, forçou esta companhia a distribuir dividendos, por meio de mecanismos intrassocietários, como a eleição de representantes no *board* da companhia, e o caso da Velcro Industries, que capitulou de sua política de retenção integral de lucros após ser decidido que a jurisdição competente para o julgamento do caso era a norte-americana e não a jurisdição de Curaçao, nas Antilhas Holandesas.

¹²² Cf., por exemplo, as correspondências enviadas pelos requerentes, acionistas minoritários da Ford Motor Company, a Henry Ford, em 28 de setembro e 11 de outubro de 1916, transcritas no relatório da decisão (Dodge et al. v. Ford Motor Company et al., 204 Mich. 459, 170 N.W. 668).

O mesmo efeito também é obtido, paralelamente, com o próprio desenvolvimento do mercado de capitais, que acaba por direcionar maior atenção e fiscalização sobre os agentes, a partir da multiplicação de investidores, do estímulo à atuação dos órgãos reguladores e do incremento da mídia especializada, por exemplo. Além disso, quanto mais as companhias enxergam no mercado de capitais um instrumento prático de captação de capital, mais elas se submetem a monitoramento.

Os novos investidores, no caso de emissão de novas ações, ou credores, no caso de emissão de títulos de dívida, assim como os agentes intermediários das operações de lançamento, são fiscalizadores ainda melhores do que os atuais acionistas, seja pela individualidade do negócio, seja porque evitam as questões de ação coletiva afeitas aos atuais sócios.

De modo análogo, quanto mais líquido for o mercado de capitais, mais acionistas possuirão a opção de venda das ações como forma de proteção contra comportamentos inadequado dos administradores. Com maior liquidez, a diminuição do valor das ações é um risco mais iminente para os administradores, que tenderão a se preocupar ainda mais com a satisfação dos acionistas¹²³.

Ainda, o incremento e a diversificação das possibilidades de investimento, tendência de qualquer economia no longo prazo, também podem contribuir para a flexibilização da disciplina do dividendo mínimo obrigatório, uma vez que, em ambientes com boa proteção aos acionistas não-controladores, estes são mais simpáticos à ideia de retenção dos lucros para investimento nas atividades da sociedade¹²⁴.

Não parece surpreendente, portanto, a conclusão de que, com mais regras legais e de mercado a proteger os acionistas e a alinhar os interesses de acionistas minoritários, controladores e administradores, gerando maior confiança mútua entre eles, confere-se maior liberdade às decisões de reinvestimento e maior clareza com relação às políticas de distribuição de dividendos. Quem ganha é a sociedade, que amplia a sua margem de

¹²³ EASTERBROOK, *Two agency-cost explanations of dividends*, op. cit., pp. 654 e ss..

¹²⁴ Cf. LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER, VISHNY, *Agency problems and dividend policies around the world*, op. cit., p. 6.

autonomia, em relação aos limites impostos pela lei, com a intenção generalista de proteção ao interesse público. O resultado pode ser o aumento da retenção de lucros, com sua aplicação mais eficiente para a sociedade e para os investidores, ou o aumento na distribuição de dividendos, se administradores e acionistas concordarem que essa é a melhor forma de aproveitamento do superávit de caixa¹²⁵.

No Brasil, o dividendo mínimo obrigatório, como está estabelecido hoje, sem dúvida, ajuda a proteger os acionistas minoritários contra abusos relacionados à alocação do lucro social. Essa proteção foi necessária, como se discutiu, e ainda parece ser útil no contexto atual, em que o mercado ainda está aprendendo a lidar com os direitos dos sócios e as responsabilidades dos administradores e controladores. Esse mecanismo é útil no Brasil também em razão da histórica concentração do controle societário.

Mas, olhando de perto, são regras rígidas, que comprometem parcelas significativas do lucro livre da sociedade. E as formas de redução dessas parcelas não são simples. Os valores para investimento não podem prejudicar o dividendo mínimo obrigatório. A redução *ad hoc* do dividendo mínimo obrigatório ou a retenção de todo lucro dependem da unanimidade e são, em regra, proibidos nas companhias abertas. A alteração do dividendo mínimo obrigatório no estatuto enseja direito de retirada. Enfim, se a sociedade precisar dessa parcela significativa, o processo de apropriação dela é muito custoso.

É possível que esse custo ainda seja útil e necessário para o ambiente societário brasileiro. Mas é possível, também, que seja a hora ou que venha a ser a hora, brevemente, de se rediscutir a disciplina do dividendo mínimo obrigatório. O desenvolvimento do mercado de capitais no País, e no mundo, e a própria evolução da lei societária trouxeram novas formas de proteção e diálogo entre acionistas minoritários, administradores e controladores. A adoção de regras cada vez mais avançadas de governança corporativa é uma realidade no Brasil, ainda que reduzida a poucas grandes companhias.

¹²⁵ Nesse sentido, é de imenso valor para este estudo a reportagem de capa da revista Capital Aberto, de julho de 2008: “cresce a fatia dos dividendos – com resultados melhores, empresas elevam a parcela do lucro distribuída aos acionistas”. A reportagem traz dados que comprovam não apenas o aumento absoluto do valor dos dividendos distribuídos pelas companhias abertas brasileiras, mas principalmente o aumento da parcela distribuída em relação ao lucro.

Além disso, a Lei das Sociedades por Ações prevê mecanismos legais que, associados à adoção de padrões relativamente elevados de governança corporativa e ao bom funcionamento do sistema judiciário (ou dos mecanismos de arbitragem), podem, em certas circunstâncias, suprir a função das regras do dividendo mínimo obrigatório.

Exemplos desses mecanismos são as regras sobre abuso de poder de controle (arts. 116 e 117), sobre quebra de deveres especiais dos administradores¹²⁶ (arts. 153 a 157) e sobre abuso de direito de voto e conflito de interesses (art. 115).

Essas regras, em um ambiente eficiente de resolução de conflitos e dentro de um mercado desenvolvido, tornam a disciplina do dividendo mínimo obrigatório, de certa forma, redundante. Ou, em uma visão ainda mais pessimista, transformam a regra do dividendo mínimo obrigatório em obstáculo para o melhor desempenho das companhias e do mercado, de modo geral. Indo-se além, pode-se defender, ainda, que a regra do dividendo mínimo obrigatório, como se encontra vigente atualmente, e no estágio de desenvolvimento do mercado de capitais, atua como desestímulo ao ativismo societário. Acostumados com o dividendo mínimo obrigatório e com as dificuldades inerentes à ação coletiva, agravada pela falta de cultura de ativismo no País, os acionistas minoritários deixam de verificar se parcela maior do lucro poderia ser paga como dividendo, ou reinvestida nas atividades da sociedade, ao simplesmente limitar o monitoramento ao cumprimento do mínimo obrigatório.

Particularmente importantes, nesse contexto, são as disposições do art. 198, do art. 202, *caput*, combinado com o inc. I, e dos §§ 2º e 3º do mesmo art. 202. Não se trata de nenhum absurdo imaginar que, por decisão da maioria ou da unanimidade dos acionistas, em cada exercício, o orçamento de capital ou as reservas estatutárias pudessem afetar o dividendo mínimo obrigatório, por exemplo. Ou que a unanimidade dos acionistas, em todas as companhias abertas ou fechadas, pudesse deliberar a retenção integral dos lucros

¹²⁶ A respeito dos deveres e obrigações especiais impostos aos administradores, cf., na doutrina nacional, por exemplo, Paulo Fernandes Campos Salles de TOLEDO, *O conselho de administração na sociedade anônima*, ed. 2, São Paulo, Atlas, 1999, Flávia PARENTE, *O Dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas*, Renovar, Rio de Janeiro, 2005, Renato Ventura RIBEIRO, *Dever de diligência dos administradores de sociedades*, Quartier Latin, São Paulo, 2006 e Marcelo Vieira von ADAMEK, *Responsabilidade civil dos administradores de s/a e as ações previstas na lei n.º 6.404/76 para efetivá-la*, dissertação de mestrado, Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2006, pp. 104 e ss.. Voltado especialmente aos administradores de companhias abertas: Nelson EIZIRIK, Ariádna B. GAAL, Flávia PARENTE, Marcus de Freitas HENRIQUES, *Mercado de capitais – regime jurídico*, Renovar, Rio de Janeiro, 2008, pp. 391 e ss..

sociais ou a distribuição inferior ao mínimo obrigatório. Ou, ainda, que fossem reduzidas as alíquotas determinadas no *caput*, combinado com o inc. I, do art. 202, da Lei das Sociedades por Ações, ou do § 2º, do mesmo dispositivo, por exemplo. É possível que modificações nesse sentido confeririam, no quadro atual, mais eficiência na alocação dos lucros sociais, sem qualquer incremento no risco de atuação abusiva por parte de administradores e controladores.

De todo modo, são reflexões ainda incipientes. Ideias que deverão se submeter a incontáveis debates e testes empíricos, assim como deverão aguardar os desdobramentos que serão trazidos pelo tempo, nos anos que virão, e que definirão os resultados desse paradoxal momento vivido pelo nosso mercado de capitais, iniciado com uma expansão sem precedentes, seguida de uma depressão proporcional, na esteira da maior recessão mundial das últimas décadas¹²⁷.

Pretendeu-se, com essa análise, apenas a identificação de pontos da lei societária que são mais sensíveis às mudanças trazidas pelo tempo que se passou desde sua positivação e, assim, inaugurar o debate a respeito de uma futura e eventual modificação nas regras de determinação do dividendo mínimo obrigatório, que possa conferir maior liberdade aos administradores e à maioria assemblear para decidir a respeito da distribuição de lucros.

*

¹²⁷ A propósito, não se pode deixar de consultar Paul KRUGMAN, *The return of depression economics and the crisis of 2008*, W. W. Norton & Company, Nova Iorque, 2009.

Capítulo III. – Titularidade do direito ao dividendo mínimo obrigatório

1. Art. 205, *caput*

O titular do direito ao dividendo mínimo obrigatório é, primordialmente, o acionista. Sendo o direito ao dividendo mínimo obrigatório e ao dividendo, de maneira geral, um desdobramento do direito essencial do acionista de participação nos lucros sociais, é natural que ele esteja associado à titularidade da ação e, portanto, à condição de sócio.

A titularidade da ação é formalizada pelo registro nos livros de registro de ações nominativas competentes da companhia, sejam eles escriturados pela própria companhia ou por instituição custodiante, eletrônicos ou não (art. 31).

O *caput* do art. 205 da Lei das Sociedades por Ações, por sua vez, estabelece que o dividendo será pago “à pessoa que, na data do ato de declaração do dividendo, estiver inscrita como proprietária ou usufrutuária da ação”. Esse dispositivo determina, portanto, quem será o titular do dividendo declarado. Ou seja, o titular do crédito decorrente da declaração, pela assembleia geral ou pelo órgão de administração competente, de distribuição de dividendos.

Conforme se verá mais adiante, a existência do direito ao dividendo mínimo obrigatório não depende da declaração de distribuição pela assembleia geral ou pelo órgão de administração competente, mas decorre da previsão legal ou estatutária que o determina e sujeita-se apenas à verificação das condições impostas por essa previsão. Genericamente, o titular do direito ao dividendo é o titular da ação. Especificamente, o titular do direito ao dividendo declarado é o titular da mesma ação, na data da declaração. Ciente de que a ação pode ser transferida entre diversos titulares ao longo do exercício social, a lei determinou que o pagamento dos dividendos deve ser feito a quem for o titular da ação na data da declaração. Essa determinação atende à necessidade prática de simplificação do processo de circulação das ações e considera que a importância representada pela expectativa de recebimento do dividendo mínimo obrigatório pode ser precificada e embutida no valor de

transferência da ação. Ela não significa, contudo, que só há direito do acionista ao dividendo mínimo obrigatório após a declaração.

A disposição legal quanto ao titular do dividendo declarado é clara, e as dúvidas que surgem a partir de sua aplicação dizem respeito, normalmente, ao momento da aquisição da ação, em relação à data de apuração e declaração do dividendo mínimo obrigatório, e às ações que fazem jus a este.

O *caput* do art. 205 da Lei das Sociedades por Ações é expresso ao determinar que o dividendo será pago à pessoa que for a proprietária da ação ou sua usufrutuária na data da assembleia geral que aprovou a distribuição dos dividendos. Isso significa, inicialmente, que as companhias não poderão determinar que farão jus aos dividendos apenas os titulares de ações adquiridas até certo dia, anterior à assembleia. Essa prática é comum, e faz sentido, com relação ao direito de voto, uma vez que atende a necessidades práticas relacionadas à preparação da assembleia. Mas ela não pode incluir o direito ao dividendo, em razão de expressa previsão legal em contrário.

Outra observação importante para a prática societária relaciona-se à determinação do início do direito do novo sócio ao lucro formado ou em formação.

Não é raro que as companhias confirmem o direito ao recebimento integral do dividendo anual a ações emitidas durante o exercício social. A distribuição igualitária dos dividendos do exercício entre as ações antigas e as novas ações emitidas nem sempre, entretanto, mostra-se coerente, sob uma perspectiva financeira.

Se um indivíduo, no dia anterior à assembleia geral ordinária, adquire uma ação que já estava em circulação no mercado há mais de um exercício social, é razoável que a este seja sempre conferido o direito ao recebimento integral do dividendo relativo à sua ação. Isso porque a contribuição financeira e não-financeira atrelada à ação adquirida já havia se incorporado à companhia e contribuído integralmente para a formação do lucro social daquele exercício.

Não é o que ocorreria, por exemplo, se o mesmo indivíduo adquirisse uma ação da companhia, emitida em aumento de capital ocorrido uma semana antes da assembleia geral

ordinária e várias semanas após o encerramento do último exercício social. Nesse caso, o valor da integralização da ação, ainda que totalmente quitado, não teria contribuído em nada para a formação do lucro social que será partilhado na referida assembleia geral ordinária.

O mesmo raciocínio valeria para se examinar a aquisição de nova ação emitida, ao longo do exercício social, no ano anterior à respectiva deliberação pela assembleia geral ordinária. Nessa hipótese, o valor pago na integralização da ação contribuiria parcialmente para a formação do lucro social daquele exercício.

É verdade que, nessas hipóteses, a determinação da importância exata da contribuição do novo titular da ação seria mais complexa e poderia variar caso a caso, podendo não ser meramente proporcional ao período transcorrido entre a integralização da ação e o encerramento do exercício. Razões diversas, como sazonalidade, a existência de operações específicas e lucrativas, financiadas pelo aumento de capital, entre outras, podem alterar a importância relativa da integralização das novas ações para a formação do lucro social. Até mesmo por essa razão, a disciplina mais adequada para a matéria é a dispositividade da decisão. De um lado, a lei não determina qualquer regra ou formalidade a respeito. De outro, o substrato econômico e financeiro da decisão de se atribuir ou não o direito de recebimento integral do dividendo às novas ações, adquiridas ao longo ou após o encerramento do exercício social, pode variar caso a caso.

Assim, a solução mais eficiente é a de que essa decisão caiba ao conselho de administração ou, na inexistência deste, à diretoria. A administração da companhia é o órgão mais competente para avaliar a importância relativa das novas ações para a formação do lucro social, assim como outras razões práticas que podem influenciar na decisão de se distribuir ou não os dividendos, igualmente, entre novas e velhas ações.

Essa decisão, de toda forma, deverá ser sempre justificada e informada aos acionistas. Especialmente porque, em alguns casos, ela pode representar diminuição significativa dos valores a serem recebidos pelos antigos acionistas da companhia. Ressalte-se, apenas, que isso não significa dizer que o dividendo é “adquirido” ou “declarado” dia a dia, mas apenas

que, na decisão una de declaração do dividendo, eles podem ser partilhados de forma a considerar, também, a contribuição efetiva de cada ação para a formação do lucro social¹²⁸.

Caso, contudo, a ação ainda não houver sido completamente integralizada, parte do dividendo que seria a ela distribuído pode ser destinada ao capital social. Essa solução é justa, pois respeita as efetivas contribuições de cada acionista ao capital social, respeita a sistemática de utilização do lucro social determinada pela lei e impede que seja retidos lucros genericamente, como ocorreria no caso de simples pagamento “*pro rata*” dos dividendos¹²⁹.

Por fim, também não há dúvida de que o titular dos dividendos atribuídos a certa ação é tão somente o proprietário daquela a ação ou usufrutuário. É claro que pode haver mais de um proprietário ou usufrutuário da mesma ação, como se verá abaixo, que partilharão os dividendos entre si. O que não possui qualquer cabimento é a pretensão de partilha dos dividendos entre o sujeito que foi titular da ação por uma parte do exercício e o sujeito que adquiriu essa ação posteriormente e se manteve com ela até a declaração do dividendo. Esse resultado, se desejado, pode ser obtido pelas partes contratualmente, inclusive por meio do usufruto, se assim desejarem. Porém, não há razão para a partilha do dividendo pelo simples fato de haverem dois ou mais sujeitos se sucedido na titularidade da ação¹³⁰, pois nada se alterou perante a companhia ou para o procedimento de formação do lucro social¹³¹.

¹²⁸ Cf., a respeito do entendimento da jurisprudência francesa sobre a aquisição dia a dia do dividendo (ou do direito ao dividendo), RIPERT, ROBLOT, (dir. Michel GERMAIN), *Traité de droit commercial*, op. cit., pp. 604 e 605.

¹²⁹ Modesto Carvalhosa defende que “[e]xistindo, na companhia, ações ainda não integralizadas, não cabe aos seus titulares o mesmo dividendo devido aos titulares de ações já integralizadas. Não há, no caso, igualdade de situação jurídica entre eles, o que justifica a desigualdade de tratamento. Assim sendo, as ações integralizadas recebem dividendos integrais do exercício; as ações não integralizadas recebem dividendos proporcionais ao montante das entradas efetudas”. CARVALHOSA, *Comentários à lei de sociedades anônimas*, v. 3, op. cit., p. 824.

¹³⁰ Domenico PETTITI, *Contributo allo studio del diritto dell'azionista al dividendo*, op. cit., pp. 25 e ss..

¹³¹ A esse respeito, o item 17 do Ofício Circular CVM/SEP/Nº001/2008 estabelece, especificamente para os casos de declarações tardias, retificadoras ou complementares de dividendos (ou outros proventos), devidos por companhias abertas, que “o pagamento deve ser feito às pessoas titulares das ações na data da declaração tardia, retificadora ou complementar, ou em outra data posterior, tornada pública de maneira concomitante com a declaração, e não aos titulares de ações ao tempo das declarações originárias.” A orientação da Superintendência de Relações com Empresas segue à risca a decisão tomada pelo Colegiado da Comissão, em 03 de maio de 2006, no âmbito do processo administrativo CVM n.º SP2004/038, e atende à interpretação literal do *caput* do art. 205. Além disso, essa orientação simplifica, sem nenhuma dúvida, o processo de troca de ações no mercado. Vale ressaltar, entretanto, que, ao generalizar as situações de declaração extemporânea, o referido ofício e a decisão administrativa que o lastreia reduzem, ainda que em prol do bom funcionamento do mercado de ações, a importância de distinções essenciais de cada uma das hipóteses. Uma

Quanto aos tipos de ação e à titularidade do dividendo mínimo obrigatório, vale, inicialmente, retomar o disposto no art. 15 da Lei das Sociedades por Ações. Esse artigo estabelece que as ações podem ser ordinárias, preferenciais, ou de fruição.

A ação ordinária sempre fará jus ao dividendo mínimo obrigatório, se este for previsto no estatuto social ou supletivamente regulado por lei, no caso de omissão estatutária.

As ações preferenciais nem sempre terão direito ao recebimento do dividendo mínimo obrigatório, calculado nos termos do art. 202 da Lei das Sociedades por Ações. O *caput* do referido art. 202 estabelece que, se o estatuto social for omissivo com relação ao dividendo obrigatório, os *acionistas*, sem qualquer distinção quanto ao tipo de ação possuída, terão direito a receber o dividendo calculado conforme o disposto em seu inciso I (metade do lucro líquido apurado, diminuído da importância destinada à constituição da reserva legal e da reserva para contingências, acrescido de eventuais reversões desta última reserva). Assim, se o estatuto social nada dispuser a respeito dos dividendos devidos às ações preferenciais, ou a certa classe de ação preferencial, então essas ações possuirão, além das demais vantagens que lhe forem atribuídas, o direito de receber o dividendo mínimo obrigatório, calculado de acordo com o disposto no art. 202, *caput*, I, da Lei das Sociedades por Ações.

Essa conclusão vale, especialmente, para os casos em que for atribuída às ações preferenciais, emitidas por companhias fechadas, apenas a vantagem do inc. II do art. 17 da Lei das Sociedades por Ações (prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele).

coisa é defender que o dividendo resultante de uma declaração tardia é do titular da ação ao tempo dessa declaração. Outra bem diferente é afirmar que o novo titular de uma ação possui o direito de receber dividendos complementares, decorrentes da correção de um erro cometido quando outro era o titular daquela ação, e não percebido por ninguém à época. A diferença fundamental entre as duas situações é que, na primeira, o titular original da ação provavelmente possui condições de considerar o valor dos dividendos a serem eventualmente declarados no preço de transferência da ação, enquanto que, na segunda, os dividendos complementares não foram, com toda probabilidade, computados no preço de transferência. A regra da titularidade do dividendo declarado nessas circunstâncias é de difícil determinação, sobretudo quando estão envolvidos outros valores a serem protegidos, como o funcionamento do mercado. A posição atual da CVM é a de preferir a estabilidade da interpretação literal do *caput* do art. 205 à determinação caso a caso da titularidade do dividendo resultante de declarações tardias, retificadoras ou complementares. Mas nada impede que seja dada solução judicial diversa para casos semelhantes, principalmente se se tratar de companhia fechada.

A conclusão vale, ainda, se o estatuto determinar apenas a prioridade na distribuição de dividendo, sem especificar a forma de cálculo do dividendo devido às ações preferenciais. Nessa hipótese, essas ações receberão o valor calculado de acordo com a regra para a apuração do dividendo mínimo obrigatório, estabelecido no estatuto social ou no art. 202, *caput*, I, se aquele for omissivo, porém, de forma prioritária, cumulativa ou não, conforme o caso.

Os dividendos das ações preferenciais não serão calculados de acordo com a regra estatutária ou legal para o cálculo do dividendo mínimo obrigatório apenas se o estatuto social dispuser de maneira diversa. Ressalve-se, contudo, que, para que sejam negociadas no mercado de valores mobiliários, as ações preferenciais, se não tiverem direito a voto, devem ter direito a pelo menos uma das preferências ou vantagens indicadas nos incs. I, II e III do §1º do art. 17 da Lei das Sociedades por Ações¹³².

O cálculo e o pagamento do dividendo devido às ações de fruição seguirão as mesmas regras que eram válidas para as ações amortizadas que as originaram.

Como se sabe, a ação de fruição nada mais é do que uma ação ordinária ou uma ação preferencial amortizada. A amortização, de acordo com o § 2º do art. 44 da Lei das Sociedades por Ações, “consiste na distribuição aos acionistas, a título de antecipação e sem redução do capital social, de quantias que lhes poderiam tocar em caso de liquidação da companhia”. As ações de fruição continuam a gozar integralmente dos direitos de voto e parcialmente dos direitos patrimoniais, a menos que o estatuto social ou a assembleia geral determinem de maneira diversa.

A participação nos dividendos, por exemplo, é, em regra, mantida. Se nada for disposto em contrário, pelo estatuto social ou pela assembleia geral, as ações de fruição continuam a participar da distribuição dos dividendos da mesma maneira que participavam as ações ordinárias ou preferenciais das quais aquelas decorreram. Se a ação integralmente amortizada era uma ação ordinária, então a ação de fruição resultante participará normalmente da distribuição do dividendo mínimo obrigatório, como se ação ordinária

¹³² É necessário mencionar, de todo modo, que a disciplina da lei para o cálculo e pagamento dos dividendos devidos às ações preferenciais poderia ser mais clara do que é. A redação do art. 17 é confusa, o que, na opinião de alguns doutrinadores, “[d]eixava dúvida (...) se as ações preferenciais têm direito ao dividendo mínimo obrigatório” (BULGARELLI, *Comentários à lei das sociedades por ações*, op. cit., pp. 70 e 71).

ainda fosse. O mesmo ocorre se a ação integralmente amortizada era uma ação preferencial, possuindo a ação de fruição, quanto aos dividendos devidos, as mesmas preferências e vantagens que eram conferidas àquela ação preferencial.

É preciso, ressalve-se, que o ato reflita expressamente a intenção da amortização e não do resgate¹³³. As duas operações são semelhantes em seus mecanismos, mas ocasionam consequências absolutamente diversas. Na amortização, o titular da ação continua a ser acionista; no resgate, ele deixa de ser acionista¹³⁴. Se a operação for declaradamente de amortização, então basta que a assembleia geral ou estatuto social não determine eventuais restrições aos direitos residuais das ações de fruição, para que elas mantenham os mesmos direitos de participação dos dividendos de que dispunham as ações antecessoras.

2.- A regra de igualdade de tratamento (art. 109, § 1º)

O art. 78, alíneas “a” e “b”, do Decreto-Lei n.º 2.627, de 26 de setembro de 1940¹³⁵, já previa a chamada regra da igualdade de tratamento, consignada atualmente no § 1º do art. 109 da Lei das Sociedades por Ações. Este dispositivo estabelece que “as ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares”.

Isso significa que os dividendos de ações da mesma classe deverão ser calculados e pagos de acordo com os mesmos parâmetros. Significa também, em sentido inverso, que as ações de classes diferentes poderão ser atribuídos dividendos diferentes, como pode ocorrer entre duas classes distintas de ações preferenciais. Essa possibilidade, porém, inexistia no caso das ações ordinárias, o que significa que não pode haver dois “dividendos

¹³³ “[U]ma vez que a substituição de ações totalmente amortizadas por ações de gozo ou fruição é uma *faculdade* que aos estatutos sociais ou à assembleia-geral extraordinária cabe exercer, se não houver uma disposição nesse sentido, admitindo que os direitos residuais do acionistas se representem por ações de fruição, a amortização integral corresponderá à operação de resgate.” LEÃES, *Do direito do acionista ao dividendo*, op. cit., p. 324.

¹³⁴ “o processo de amortização é, essencialmente, o mesmo do resgate. A diferença substancial está em que neste o acionista, recebendo o valor dos seus títulos e entregando-os à sociedade, é afastado. Acionista deixa de ser. Na amortização, entretanto, a despeito do reembolso e da restituição das ações à sociedade, ele dela não é expelido. Nela continua. Acionista não deixa de ser.” Waldemar FERREIRA, *Compêndio de sociedades mercantis*, ed. 3, v. II, Freitas Bastos, Rio de Janeiro, 1949, n. 337. Sobre o resgate acionário, cf., também, Fábio Konder COMPARATO, *Funções e disfunções do resgate acionário*, in *RDM*, n. 73, 1989, pp. 66 e ss..

¹³⁵ “Art. 78. Nem os estatutos sociais, nem a assembleia geral poderão privar qualquer acionista:

a) do direito de participar dos lucros sociais, observada a regra da igualdade de tratamento para todos os acionistas da mesma classe ou categoria;
b) do direito de participar, nas mesmas condições da letra a, do acervo social, no caso de liquidação da sociedade; (...).”

mínimos obrigatórios” distintos, de acordo com a classe da ação. Se as regras de cálculo do dividendo das ações preferenciais forem diversas das regras de cálculos dos dividendos das ações ordinárias, ter-se-á dividendo mínimo obrigatório apenas para as ordinárias, sendo os dividendos das preferenciais classificados em uma das opções previstas pelo art. 17 da Lei das Sociedades por Ações. Com relação às ordinárias, embora o art. 15, § 1º, permita a existência nas companhias fechadas de duas ou mais classes de ações ordinárias, o fato é que o art. 16 limita as hipóteses de diferenciação entre essas classes. As ações ordinárias podem ser separadas em classes diversas apenas em função da conversibilidade em ações preferenciais, exigência de nacionalidade brasileira do acionista ou direito de voto em separado para o preenchimento de determinados cargos de órgãos administrativos.

3.- Fragmentação do direito ao dividendo (art. 28)

O art. 18, do Decreto n.º 434, de 04 de julho de 1891¹³⁶, previa a possibilidade de fragmentar as ações em parcelas iguais, que poderiam exercer individualmente certos direitos, inclusive o direito ao dividendo, por força de seu § 3º.

Atualmente, a disciplina da fragmentação dos direitos inerentes à ação é diversa e mais razoável. O art. 28 da Lei das Sociedades por Ações determina que “[a] ação é indivisível em relação à companhia” e que “[q]uando a ação pertencer a mais de uma pessoa, os direitos por ela conferidos serão exercidos pelo representante do condomínio.

Isso significa que, embora o direito ao dividendo possa ser compartilhado por vários condôminos, perante a companhia atuará apenas o representante do condomínio¹³⁷. É a ele que a companhia pagará os dividendos e é ele quem poderá cobrar da companhia as providências relacionadas à apuração, declaração e pagamento do dividendo mínimo obrigatório.

¹³⁶ “Art. 18. O capital social deve ser dividido em ações.

§ 1º As ações se podem dividir em fracções de valor igual.

§ 2º As fracções, reunidas em numero que dê valor equivalente ao da acção, serão consideradas como formando uma acção e conferirão os direitos que teem por base a acção como unidade.

§ 3º O dono de cada fracção poderá exercer separadamente os direitos que não entram na definição do numero antecedente, como o da alienação e o de receber dividendos. (Lei n.º 3.150, de 1882, art. 7º; Decreto n.º 8.821, do mesmo ano, art. 8º; Decreto n.º 164, de 1890, art. 7º).”

¹³⁷ “Os verdadeiros titulares dos direitos subjetivos dos acionistas serão sempre os comproprietários da ação indivisa, inclusive do direito ao dividendo, embora o poder jurídico para exercê-lo caiba ao representante do condomínio.” LEÃES, *Do direito do acionista ao dividendo*, op. cit., p. 321.

Ressalte-se, somente, que fragmentação (cotitularidade de um direito consubstanciado na unidade da ação), objeto do presente item, é diferente de cessão do direito ao dividendo (transmissão do direito uno entre sujeitos de direito), matéria do item seguinte. De acordo com a lei vigente, o direito ao dividendo não pode ser fragmentado, ele é uno perante a sociedade e diante da ação que o consubstancia. Essa unidade de direito, contudo, pode ser, externamente à sociedade, partilhada entre diversos titulares. E como se verá a seguir, essa unidade poderá também, em sua inteireza, ser destacada dos demais direitos inerentes à ação e ser transmitida, isoladamente, a outro titular diverso do titular da ação.

4.- Cessão do direito ao dividendo ou titularidade derivada

O direito uno ao dividendo não pode ser fragmentado perante a sociedade, porém pode ser cedido, integralmente, entre sujeitos de direito. O direito ao recebimento dos dividendos cabíveis a determinada ação pode ser, portanto, alienado isoladamente.

Diversas são as operações possíveis¹³⁸. Por exemplo, a cessão do direito ao dividendo mediante usufruto da ação¹³⁹, o penhor ou caução dos dividendos¹⁴⁰, a dação do fluxo futuro de dividendos em pagamento, a penhora judicial¹⁴¹ e o fideicomisso.

¹³⁸ “Os direitos parciais ou elementares que integram a propriedade podem, como se sabe, achar-se em mãos de uma mesma pessoa ou pertencer a titulares diversos. São direitos elementares do proprietário os de usar, gozar e dispor da coisa (*ius utendi, ius fruendi, ius abutendi*) (...). Desmembrando um desses direitos, a propriedade subsiste com o seu conteúdo íntegro, por se tratar de um direito coletivo, isto é, um direito composto de alguns direitos, que assim se define não por causa dos direitos que compreende, mas por causa dos direitos que pode compreender. E da mesma forma que subsiste o direito da propriedade, não obstante a transmissão de parte de seu conteúdo, subsistem outrossim aqueles direitos parciais e elementares, embora pertencendo a titulares diversos. Ora, as ações emitidas pelas sociedades anônimas são suscetíveis de serem objeto de operações das mais variadas índoles, nas quais o direito de propriedade se fragmenta, ficando os diversos direitos que o compõem debaixo de titulares distintos.” LEÃES, *Do direito do acionista ao dividendo*, op. cit., p. 328.

¹³⁹ “Posto que o proprietário da ação é o titular do direito ao desfrute da mesma, natural que possa desarticulá-lo e constituir usufruto em favor de outrem.” LEÃES, *Do direito do acionista ao dividendo*, op. cit., p. 328. Para a análise mais detalhada da matéria, cf., por exemplo, Alberto ASQUINI, *Usufrutto di quote e azioni* in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, v. XLV, 1947, pp. 13 e ss., Fábio Konder COMPARATO, *Usufruto acionário e quase-usufruto. Limites aos direitos do usufrutuário*, in *Ensaio e pareceres de direito empresarial, Forense, Rio de Janeiro*, 1978, pp. 68 e ss., José Alexandre Tavares GUERREIRO, *O usufruto de ações ao portador e a posição da companhia emissora*, in *RDM*, n. 39, 1980, pp. 84 e ss. e Arnoldo WALD, *Do regime jurídico do usufruto de cotas de sociedade de responsabilidade limitada e de ações de sociedade anônima*, in *RDM*, n. 77, 1990, pp. 5 e ss..

¹⁴⁰ Sobre o assunto, cf., por exemplo, Tullio ASCARELLI, *In tema di diritto di voto con azioni date in pegno e di sindacati azionari*, in *Studi in tema di società*, Giuffrè, Milão, 1952, Tullio ASCARELLI, *Saggi di diritto commerciale*, Giuffrè, Milão, 1955, pp. 219 e ss., Giuseppe FERRI, *L'esercizio del voto nel pegno di azioni*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, v. XXXVI, 1938, Roberto SACCHI, *L'intervento e il voto nell'assemblea della s.p.a. – profili procedurali*, in *Il diritto attuale*, n. 9, Utet,

O art. 40 da Lei das Sociedades por Ações prevê, expressamente, a possibilidade de constituição de usufruto sobre ações. Esse artigo prevê, ainda, o fideicomisso, a alienação fiduciária em garantia e, genericamente, “quaisquer cláusulas ou ônus que gravarem as ações”. O art. 39 da mesma lei prevê o penhor ou caução da ação. A constituição de quaisquer direitos reais e ônus sobre as ações depende de averbação no livro próprio de registro de ações nominativas, seja ele físico, seja eletrônico, escriturado pela companhia ou pela instituição financeira custodiante.

Embora a lei, no caso do penhor ou caução, e do fideicomisso, refira-se à ação, não há razão para impedir que esses direitos reais ou ônus sejam impostos apenas sobre os dividendos. Ou seja, o direito de recebimento dos dividendos a serem, certa ou eventualmente, pagos pela companhia pode ser empenhado ou caucionado, com fundamento nos art. 1451 e seguintes do Código Civil, que regulam o penhor de direitos e títulos de crédito. Sendo o direito ao dividendo um direito passível de cessão e sendo o titular da ação a pessoa legítima para dispor desse direito, nada impede que ele o empenhe ou caucione, aplicando-se, inclusive, a regra do art. 1025 do Código Civil, caso os dividendos não sejam pagos, por insuficiência ou retenção do lucro social, e caso as partes não determinem de maneira diversa.

O mesmo vale para o fideicomisso (ou substituição fideicomissária), que pode ser estipulado apenas sobre o direito ao dividendo. A alienação fiduciária em garantia, contudo, deve recair necessariamente sobre a ação, pois se trata de instituto reservado aos bens móveis e infungíveis (art. 1361 do Código Civil).

Em decorrência do disposto nos arts. 39 e 40, o penhor ou caução do direito ao dividendo, assim como o fideicomisso, deve ser gravado no livro próprio de registro de ação nominativa, e os dados do beneficiário devem ser transmitidos e arquivados pela companhia, para fins de pagamento, registro e fiscalização.

Torino, 1990, pp. 130 e ss. e Mauro Bardawil PENTEADO, *O penhor de ações no direito brasileiro*, dissertação de mestrado, Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2006.

¹⁴¹ A respeito, cf. a reportagem “Medidas podem garantir ou impedir distribuição de resultados a acionistas”, publicada no jornal Valor Econômico, edição de 16 de novembro de 2007, sobre o bloqueio judicial de valores a serem distribuídos aos acionistas, para garantia do pagamento de dívidas com a Receita Federal e com o INSS, em discussão judicial. No mesmo sentido, vale destacar o disposto no art. 1026 do Código Civil: “Art. 1.026. O credor particular de sócio pode, na insuficiência de outros bens do devedor, fazer recair a execução sobre o que a este couber nos lucros da sociedade (...).”

No caso da alienação fiduciária em garantia da ação, o direito ao dividendo é transmitido ao credor juntamente com a propriedade resolúvel, a menos que as partes disponham em contrário. No penhor ou caução da ação, o direito ao dividendo mantém-se com o acionista, podendo as partes estipular diversamente. No fideicomisso da ação, o direito ao dividendo segue a ação, se o testador não dispuser de forma diferente.

Em qualquer um dos casos de cessão isolada do direito ao dividendo, o direito de voto permanece com o proprietário da ação. O direito de voto permanece atrelado à ação, podendo haver apenas limitadas concessões do devedor para o credor, conforme determinam os arts. 113 e 114 da Lei das Sociedades por Ações.

No caso do usufruto da ação, o exercício do direito de voto permanece com o acionista, podendo as partes, no entanto, regular a forma como o acionista exercerá esse direito (art. 114). Se nada for regulado no ato de constituição do usufruto, deverá haver prévio acordo entre credor e devedor a respeito da orientação do voto. Tanto o ato constitutivo, quanto eventuais acordos posteriores a respeito do voto deverão ser arquivados na companhia, para que o presidente da mesa, nas assembleias gerais, possa monitorar o cumprimento do acordo e negar o cômputo de voto que o ofenda.

Na hipótese de penhor ou caução do direito ao dividendo, por analogia à regra aplicável ao penhor ou caução de ações, podem devedor e credor acordar a respeito do voto que será proferido pelo primeiro (art. 114).

Evitando-se derivar para a profunda discussão a respeito da possibilidade de cessão isolada do direito de voto no ordenamento brasileiro¹⁴², fato é que a lei, ao regular os

¹⁴² A esse respeito, a opinião de Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho: “Essa dissociação entre a titularidade da ação e a legitimação do voto fere a sensibilidade da doutrina jurídica brasileira, que vai repetindo, tradicionalmente, só competir ao sócio ou ao acionista o exercício desse direito social. De nossa parte, não julgamos tal princípio logicamente inderrogável, nem vemos essa inderrogabilidade declarada na lei brasileira. Basta considerar, para esse efeito, a estipulação de direitos reais limitados sobre a ação, como o penhor ou o usufruto. Sem dúvida, o art. 113 da Lei nº 6.404/76 declara que ‘o penhor da ação não impede o acionista de exercer o direito de voto’. Mas acrescenta logo, como no direito anterior, ser lícito ‘estabelecer, no contrato, que o acionista não poderá, sem o consentimento do credor pignoratício, votar em certas deliberações’. A extensão dessas restrições contratuais de voto, combinada com uma procuração irrevogável – com fundamento nos arts. 683 e 684 do Código Civil de 2002 – pode caracterizar autêntica desvinculação entre a propriedade das ações e a titularidade do direito de voto, delas decorrente.” (*O poder de controle na sociedade anônima*, ed. 4, Forense, Rio de Janeiro, 2005, pp. 207 e 208).

limites dos acordos de voto com terceiros, credores de acionistas da companhia, o fez por uma simples razão: para disciplinar a difícil relação entre os direitos e deveres dos acionistas que se projetam para dentro da sociedade e aqueles que se projetam para fora dela. De um lado, devem ser protegidas as disposições contratuais celebradas entre acionista devedor e seu credor. De outro, é preciso manter em equilíbrio a organização societária. Os direitos patrimoniais dos acionistas, especialmente o direito aos dividendos, vivem na intersecção entre os dois mundos.

A lei, assim, entendeu incoerente o exercício do direito de voto por quem não representasse legitimamente os interesses e responsabilidades do acionista (o que não é o caso, diga-se de passagem, do procurador, que vota em nome e no interesse do outorgante; o credor votaria no lugar do acionista, mas em interesse próprio). Mostra-se lógico que os direitos políticos, que interferem no funcionamento orgânico da sociedade, não podem ser integralmente destacados da propriedade da ação, vez que é ela o vínculo primordial de ativação das responsabilidades. Não se trata a ação de mero título de crédito, caso em que se justificaria a concessão ao credor de todos os direitos necessários para a manutenção de seu crédito¹⁴³.

Uma coisa é redirecionar o recebimento dos frutos financeiros atrelados à ação. Dividendos, juros sobre capital próprio e outros resultados são apurados e devidos pela companhia. São produtos de uma operação por definição encerrada, ou a ser encerrada antes da consumação da relação externa entre credor e devedor. Do mesmo modo, é compreensível também que determinados ônus incidam, contratualmente, sobre o exercício pessoal dos direitos políticos de um acionista devedor, em matérias específicas, com o objetivo de propiciar instrumentos jurídicos estáveis o suficiente para fomentar a concessão de crédito e a celebração de certos negócios pragmaticamente necessários ao comércio. Agora, outra coisa é permitir que o direito de voto seja isolado e integralmente transferido a um não-sócio, que não apenas estará mais distante dos meios de monitoramento e coerção internos à estrutura societária, como também pode não possuir qualquer dos elementos de vontade necessários para o ingresso naquele contrato

¹⁴³ Nesse mesmo sentido, o art. 113 é especial e derroga, em parte, o disposto no art. 1454 do Código Civil, o qual dispõe que “[o] credor pignoratício deve praticar os atos necessários à conservação e defesa do direito empenhado”.

plurilateral e na instituição que se sustenta sobre ele¹⁴⁴. A um sujeito que não possui interesse em relação a todas as matérias sobre as quais incide seu direito adquirido de voto, mas especificamente sobre uma ou poucas matérias, sendo esse interesse, ademais, logicamente conflitante com o interesse social.

A proteção às relações externas, inclusive mediante a utilização da estrutura societária pode existir. Mas deve existir em coerência com o objeto da proteção. Inserir um não-acionista no universo de direitos dos sócios (e nem sempre no de responsabilidades) não apenas desnatura o instituto societário, como também desnatura a própria relação contratual originária. Se a intenção é a proteção de um contratante não acionista, que se protejam os interesses contratuais desse não-acionista, ainda que por meio da sociedade e de seus órgãos, mas sem interferência interna. Externamente. A orientação do voto, em matérias especificadas, relacionadas à relação contratual externa, pode ser condicionada às intenções do credor, em pleno atendimento à autonomia contratual. Esse condicionamento pode ser observado pela sociedade até o limite de seus interesses sociais. Quaisquer excessos deverão ser corrigidos pelo acionista contratante, seja perante a sociedade, em uma ponta, seja diante do credor, na outra. Não deve haver, nessas situações, salvo casos de irregularidade, contato direto de qualquer espécie entre interesses do credor e da sociedade.

Por fim, se as ações gravadas com usufruto forem alienadas, o usufruto segue as ações e os novos acionistas suportarão esse ônus¹⁴⁵. O usufruto, o penhor ou caução do dividendo e o fideicomisso sobre o dividendo não podem ser prejudicados por desdobramentos, grupamentos ou aglomerações em *units*. Devem ser mantidos indenés em sua representatividade, permanecendo associados ao usufruto, ao penhor ou caução do dividendo e ao fideicomisso sobre o dividendo todos os direitos de recebimento de dividendos associados às ações resultantes daquelas operações.

¹⁴⁴ “Ao contrário, entretanto, desse direito a voto, que, por ser um direito não-patrimonial, só ao acionista cumpre exercer, nada impede que o acionista atribua o exercício do direito ao dividendo ao credor pignoratício, podendo inclusive transmitir ao caucionário a totalidade ou parte dos dividendos produzidos pelas ações durante a vigência da operação.” LEÃES, *Do direito do acionista ao dividendo*, op. cit., p. 334.

¹⁴⁵ “Ora, no usufruto das ações cabe ao usufrutuário a titularidade do dividendo, em razão de ser este o fruto da coisa usufruída. E titular do direito ao dividendo continuará o usufrutuário ainda que se alienem as ações gravadas, estando os sucessivos adquirentes da nua-propriedade obrigados a permitir o gozo da coisa, por parte do titular do usufruto.” LEÃES, *Do direito do acionista ao dividendo*, op. cit., p. 330.

Igualmente, as ações emitidas em aumentos de capital realizados mediante aproveitamento de disponibilidades da sociedade, como reservas de lucros, por exemplo, serão automaticamente gravadas pelos mesmos ônus, a menos que as partes que os tenham constituído expressamente dispuserem em contrário (art. 169, § 2º)¹⁴⁶.

A lógica pode ainda ser aplicada no caso de fusão, cisão e incorporação. A conversão de ações de uma sociedade em ações de outra sociedade, ou o cancelamento de ações decorrentes dessas operações, não pode prejudicar o usufruto, o penhor ou caução do dividendo e o fideicomisso sobre o dividendo, que serão mantidos em relação a quaisquer ações resultantes, ou restantes.

É claro que, se as ações dadas em usufruto, empenhadas ou caucionadas e conferidas em fideicomisso forem diluídas por outras razões, como o não-acompanhamento pelo acionista de aumentos de capital mediante a conferência de novas disponibilidades à companhia, os credores ou favorecidos perderão representatividade em relação ao total de dividendos distribuídos pela companhia, sem que daí decorra, em princípio, nenhuma irregularidade.

5.- Cupões de dividendos (art. 26)

A lei n.º 8.021, de 12 de abril de 1990, em seu art. 1º, veda “o pagamento ou resgate de qualquer título ou aplicação, bem como dos seus rendimentos ou ganhos, a beneficiário não identificado”. Essa disposição extinguiu, no ordenamento brasileiro, as ações ao portador. Difícil afirmar, assim, que o art. 26 da Lei das Sociedades por Ações ainda esteja em vigor, uma vez que contraria lei especial. De fato, o *caput* desse artigo determina que “[a]os certificados das ações ao portador podem ser anexados cupões relativos a dividendos”. Sua revogação expressa, ou o ajuste de sua redação, apenas não ocorreu, ao

¹⁴⁶ Cf. LEÃES, *Do direito do acionista ao dividendo*, op. cit., p. 329. No mesmo sentido, o art. 113 do Decreto-Lei n.º 2.627, de 26 de setembro de 1940: “Art. 113. O aumento de capital pela incorporação de reservas facultativas ou de fundos disponíveis da sociedade, ou pela valorização ou por outra avaliação do seu ativo móvel ou imóvel, determinará a distribuição das ações novas, correspondentes ao aumento, entre os acionistas, em proporção do número de ações que possuírem. Parágrafo único. Às novas ações assim distribuídas estender-se-á o usufruto, o fideicomisso ou a cláusula de inalienabilidade a que porventura estivessem sujeitas as de que elas forem derivadas.”

que parece, pela mera desatenção dos legisladores, especialmente daqueles responsáveis pelas reformas de 1997 e 2001¹⁴⁷.

A revogação lógica do art. 26, entretanto, não impede a criação autônoma pelo mercado de cupões nominativos que consignem direito sobre fluxo futuro eventual e indeterminado de dividendos, os quais apostariam na estabilidade da economia e na confiabilidade da companhia à qual os títulos estariam ligados. O direito à totalidade ou a parcela dos dividendos a serem eventualmente pagos para determinada ação, em apenas um ou mais exercícios sociais, seria negociado destacadamente em relação à propriedade da ação. A circulabilidade de títulos dessa natureza seria tão extensa quanto a capacidade do mercado de criar soluções para manejar os interesses da companhia, dos acionistas e dos titulares dos títulos, sendo certo que os direitos destes últimos seriam os mais restritos possíveis, limitados, provavelmente, a poderes simples de fiscalização.

Sob a vigência do Decreto-Lei n.º 2.627, de 26 de setembro de 1940, a prática, ainda que com características muito menos pretensiosas, parecia ser natural¹⁴⁸. O fato de serem permitidas, naquela época, ações ao portador ou outros títulos e aplicações sem beneficiário identificado pode ter relação com a popularidade dos cupões de dividendos, mas certamente não é condição para que sejam utilizados pelo mercado ou em relações privadas.

Sob a vigência da lei atual, instituto que se assemelha a tais cupões, em seus objetivos de promover a circulação de direitos sobre os lucros anuais, são as partes beneficiárias. Diferem em sua natureza, entretanto, pois as partes beneficiárias, cuja emissão por companhias abertas é proibida pelo art. 47 da Lei das Sociedades por Ações, são estranhas

¹⁴⁷ “O legislador de 1997 perdeu a oportunidade de expressamente revogar o presente dispositivo, já que ações nominativas não podem ter cupões. De qualquer forma, está derogado o dispositivo por incompatibilidade com o ordenamento a partir da Lei n. 8.021, de 1990. (...) Reportamo-nos aos comentários ao art. 24, para demonstrar a inaptidão do legislador de 2001 para perceber que, no regime de nominatividade, não há possibilidade de emissão de cupões de ações ao portador, extintas pela lei 8.021, de 1990.” Modesto CARVALHOSA, *Comentários à lei de sociedades anônimas*, v. 1, ed. 5, Saraiva, São Paulo, 2007, p. 276.

¹⁴⁸ “Nessas condições, ocorrida a transferência dessa cédula de uma para outra esfera patrimonial de diferentes sujeitos, o titular do direito ao dividendo, correspondente a determinado período, não se confundirá mais com o titular da ação de que se destacou, por se tratar de um direito fracionário desta.” LEÃES, *Do direito do acionista ao dividendo*, op. cit., p. 326. Cf., também as pp. 325 a 327 da mesma obra. Ver, ainda, José Gabriel COELHO, *Títulos de dividendo e ações beneficiárias (jurisprudência crítica)*, sem editora, Lisboa, 1954.

ao capital social, enquanto que eventuais cupões de dividendos estariam sempre ligados a ações representativas do capital social¹⁴⁹.

*

¹⁴⁹ Sobre as partes beneficiárias, cf. Philomeno J. da COSTA, *As partes beneficiárias*, São Paulo, Saraiva, 1965.

Capítulo IV. – Apuração do dividendo mínimo obrigatório

1.- *Caput* e inciso I do *caput* do art. 202

A lei adota uma versão do sistema conhecido como *mandatory dividends*, em que os parâmetros quantitativos da distribuição periódica de dividendos se encontram previamente determinados em lei ou no estatuto social (*profit share contract*), dependendo, apenas subsidiariamente ou em condições específicas, da decisão discricionária da administração da companhia ou de deliberação da assembleia geral dos acionistas¹⁵⁰.

Como se viu anteriormente, a intenção principal da lei é estimular que as regras sobre a distribuição de dividendos estejam previamente esclarecidas pelo estatuto social, reduzindo os custos gerados por discussões e conflitos entre os interesses de cada um dos personagens interessados no lucro social, especialmente administradores, controladores e acionistas minoritários. Tanto assim, que no caso de omissão do estatuto social, ou seja, de não-definição prévia dessas regras, a lei automaticamente preenche a lacuna, estipulando com completude as regras aplicáveis: metade do lucro líquido apurado, diminuído da importância destinada à constituição da reserva legal e da reserva para contingências, acrescido de eventuais reversões desta última reserva. O comando é claro e pode ser conhecido, de antemão, pelos futuros acionistas.

A dispositividade, entretanto, é a regra da decisão sobre a política de dividendos, da qual a suplementação legal, em caso de omissão do estatuto social, é a exceção. Com acerto, o legislador conferiu à própria sociedade grande liberdade para desenhar a forma de distribuição de dividendos que melhor se adeque à sua realidade. Essa liberdade vem sendo utilizada no País com pouca criatividade, no entanto. A praxe brasileira, dominante nos estatutos sociais em vigor pelo País, vale-se da dispositividade do *caput* do art. 202, somada a conceitos construídos pelo mesmo dispositivo, para o caso de omissão estatutária, compondo uma fórmula híbrida de cálculo do dividendo mínimo obrigatório de cada exercício social.

¹⁵⁰ Cf. CARVALHOSA, *Comentários à lei de sociedades anônimas*, v. 3, op. cit., pp. 793 e ss..

Tal fórmula, repetida muitas vezes em todos os seus termos, prevê que o lucro líquido de cada exercício (arts. 189 a 191) deve ser ajustado “na forma da lei” e que os dividendos obrigatórios são o resultado da aplicação de determinada alíquota ao lucro líquido assim ajustado¹⁵¹. A “forma da lei” não pode ser outra senão aquela descrita no inc. I, do *caput*, do art. 202, da Lei das Sociedades por Ações¹⁵².

Nesse caso, ou no caso de omissão do estatuto social, inicia-se o cálculo dos dividendos a distribuir pela determinação do lucro líquido ajustado de acordo com o inc. I, do *caput* do art. 202, e considerado o disposto no art. 195-A da Lei das Sociedades por Ações¹⁵³:

$$BC = LL - RL - RC + RRC - RIC$$

BC, base de cálculo

LL, lucro líquido do exercício

RL, quota destinada à reserva legal

RC, destinação à reserva para contingências

RRC, reversão de reserva para contingências

RIC, destinação à reserva de incentivos fiscais¹⁵⁴

¹⁵¹ Normalmente, a alíquota eleita é a de 25%, o que talvez decorra da sugestão historicamente disposta na legislação das companhias, hoje consignada no art. 17, I, § 1º e no art. 202, § 2º, ambos da Lei das Sociedades por Ações. Cf., também, HARBICH, *Conceito e destinação do lucro na nova lei das sociedades por ações*, op. cit., p. 53.

¹⁵² Algumas companhias, especialmente entre as abertas, embora utilizem a regra tradicional para o cálculo do dividendo mínimo obrigatório, preveem, em políticas de governança ou outros compromissos informais equivalentes, o pagamento de dividendos diferenciados. A respeito, sobre os casos da Saraiva, Natura e CCR, cf. a anteriormente mencionada reportagem de capa da revista Capital Aberto, de julho de 2008: “cresce a fatia dos dividendos – com resultados melhores, empresas elevam a parcela do lucro distribuída aos acionistas”, especialmente a p. 22.

¹⁵³ Sobre a determinação da base de cálculo, ver Sérgio de IUDÍCIBUS, Elizeu MARTINS, Ernesto Rubens GELBCKE, *Manual de contabilidade das sociedades por ações – aplicável às demais sociedades*, ed. 6, Atlas, São Paulo, 2003, p. 309.

¹⁵⁴ Trata-se de reserva instituída pela Lei n.º 11.638, de 28 de dezembro de 2007, mediante a criação do art. 195-A da Lei das Sociedades por Ações, o qual concede à assembleia geral dos acionistas as faculdades (a) de “destinar para a reserva de incentivos fiscais a parcela do lucro líquido decorrente de doações ou subvenções governamentais para investimentos” e (b) de excluir referida parcela “da base de cálculo do dividendo obrigatório”. Cf., a respeito, Eduardo Secchi MUNHOZ, Bruno ROBERT, *A lei nº 11.638/07 e o cálculo do dividendo mínimo obrigatório*, in [-], Quartier Latin, São Paulo, 2009, no prelo.

Determinada a base de cálculo, sobre ela deve ser aplicada a alíquota especificada pelo estatuto social ou, no caso de omissão estatutária, a alíquota de 50%:

O resultado obtido é o montante do dividendo mínimo obrigatório devido aos acionistas. Contudo, o pagamento desse montante, como se verá no item seguinte, pode ser condicionado ao efetivo recebimento, pela sociedade, dos valores que compuseram o lucro social.

2.- Incisos II e III do *caput* do art. 202

Reside nos incs. II e III do art. 202 uma das grandes modificações promovidas pela Lei n.º 10.303, de 31 de outubro de 2001. Com a alteração, a quota destinada à reserva de lucros a realizar e a reversão dessa reserva deixam de influenciar a base de cálculo dos dividendos obrigatórios e passam a ser imputadas somente após a aplicação da alíquota sobre a base de cálculo¹⁵⁵. Referido dispositivo visa evitar que a companhia se onere desnecessariamente, ao distribuir como dividendo, lucros que não recebeu financeiramente. A nova redação permite, em conjunto com as novas disposições contidas

¹⁵⁵ Para ilustração, a opinião de Modesto Carvalhosa sobre o assunto: “Nesse sentido, a redação do art. 202 da Lei n.º 6.404, de 1976, estabelecia que, para apuração do dividendo obrigatório, o lucro líquido do exercício deveria ser diminuído dos ‘lucros a realizar transferidos para a respectiva reserva’. Em outras palavras, apurava-se, primeiramente, a parcela dos lucros não realizados financeiramente, destinando tal parcela à reserva de lucros a realizar, e, em seguida, calculava-se o valor dos dividendos obrigatórios, deduzindo de sua base de cálculo (lucro líquido ajustado) todo o montante que havia sido transferido para a referida reserva. No entanto, tal procedimento permitia a existência de situações em que o valor do dividendo obrigatório era diminuído, pela constituição de reserva de lucros a realizar, apesar de a companhia possuir lucros financeiramente realizados em montante suficiente para o pagamento do dividendo obrigatório que seria devido caso sua base de cálculo não houvesse sido previamente reduzida. Para corrigir tal situação, a nova redação deste art. 197 determina que somente podem ser destinados à reserva de lucros a realizar os valores correspondentes ao montante do dividendo obrigatório que exceder a parcela realizada do lucro líquido do exercício. Ou seja, deve-se apurar, em primeiro lugar, o valor do dividendo mínimo obrigatório, sem que de sua base de cálculo seja previamente deduzido o montante dos lucros não realizados financeiramente. Nesse sentido, foi também alterada a redação do art. 202 pela Lei n.º 10.303, de 2001, como referido, para excluir da composição do lucro líquido ajustado a quantia correspondente aos lucros não realizados.” CARVALHOSA, *Comentários à lei das sociedades por ações*, v. 3, op. cit., p. 754.

no art. 197 da mesma lei, já consideradas as modificações implementadas pela Lei n.º 11.638, de 28 de dezembro de 2007, que a companhia distribua como dividendo tão somente aquilo de que realmente disponha financeiramente, sem, contudo, prejudicar o direito quantitativo total dos acionistas ao dividendo obrigatório previamente estipulado no estatuto social ou na lei¹⁵⁶.

De fato, conforme a redação do art. 197 da Lei das Sociedades por Ações, a assembleia geral poderá¹⁵⁷ destinar à reserva de lucros a realizar¹⁵⁸, ainda que parcialmente, o saldo positivo resultante da subtração do dividendo obrigatório do período (calculado na forma apresentada no item anterior e identificado como DD') pela parcela do lucro realizado no período¹⁵⁹. De acordo com o inc. III do art. 202, entretanto, a retenção dos dividendos declarados é essencialmente temporal, devendo durar apenas até que a situação se reverta e o saldo a realizar seja recebido pela companhia. Assim, os valores mantidos na reserva de lucros a realizar que já houverem sido realizados deverão ser diretamente acrescidos aos próximos dividendos a serem distribuídos¹⁶⁰. Portanto:

¹⁵⁶ “A lei de sociedade por ações regula a reserva de lucros a realizar (art. 197) como instrumento para evitar que a companhia tenha que recorrer a empréstimos para pagar o dividendo obrigatório.” BULHÕES PEDREIRA, *Finanças e demonstrações financeiras da companhia*, op. cit., p. 430.

¹⁵⁷ Como ensina Comparato, essa faculdade não pode ser limitada, nem suprimida pelo estatuto social (A constituição da reserva de lucros a realizar e o dividendo mínimo obrigatório, in *Novos ensaios e pareceres de direito empresarial*, op. cit., p. 163).

¹⁵⁸ Para um estudo específico a respeito dos lucros a realizar, cf. a tese de doutorado de Luiz Carlos Derbli BITTENCOURT, realizada sob a orientação de Fabio Konder Comparato: *Lucros a realizar das sociedades anônimas na perspectiva da teoria do patrimônio*, tese de doutorado, Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 1984.

¹⁵⁹ Ressalvando-se apenas que as reservas de lucros a realizar constituídas anteriormente à vigência da Lei n.º 10.303, de outubro de 2001 não deverão ser imputadas diretamente aos dividendos a serem distribuídas, mas alocadas na base de cálculo dos dividendos, conforme a sistemática antiga. Por esse motivo, o Ofício-Circular/CVM/SNC/SEP n.º 01/2005, de 25 de fevereiro de 2005, alerta que “deve haver adequada segregação dos montantes que compõem os saldos da reserva de lucros a realizar constituídos antes e após a vigência da Lei n.º 10.303/01.”

¹⁶⁰ “Essa reserva é constituída como uma destinação dos lucros do exercício, sendo, todavia, optativa sua constituição. O objetivo de constituí-la é evidenciar a parcela de lucros ainda não realizada financeiramente (apesar de contábil e economicamente realizada) pela companhia e também não distribuir dividendo obrigatório, fixado como porcentagem do lucro do exercício, sobre essa mesma parcela. Como a contabilidade considera, para a apuração do lucro, não somente os fatos financeiros, mas também os econômicos, dificilmente todo o lucro apurado da companhia resulta em um aumento correspondente em seu ativo circulante. Isso é mais verdade quando a perda do poder aquisitivo da moeda é reconhecida nas demonstrações contábeis. (...) [A] nova redação da Lei n.º 6.404/76 alterou o procedimento de cálculo da Reserva de Lucros a Realizar, o qual passa a ser em função do dividendo obrigatório e não mais das diversas reservas de lucro. A Reserva de Lucros a Realizar será constituída quando não existirem lucros realizados suficientes para o pagamento do dividendo obrigatório. Portanto, antes do cálculo da Reserva de Lucros a Realizar, os dividendos mínimos obrigatórios devem ser calculados, pois são parâmetros a serem utilizados no cálculo da reserva. A parcela do lucro do período que pertencer ao dividendo obrigatório mas que ainda não tiver sido financeiramente realizada será lançada para a Reserva de Lucros a Realizar, para quando financeiramente realizada (integral ou parcialmente), em períodos posteriores, possa então ser distribuída como dividendos” (IUDÍCIBUS, MARTINS, GELBCKE, *Manual de contabilidade das sociedades por ações* –

Há, por fim, uma aparente contradição entre o inc. III do art. 202 e o § 2º do art. 197, que deve ser resolvida. O inc. III do art. 202, de um lado, prevê a possibilidade de utilização da reserva de lucros a realizar para a absorção de prejuízos futuros. O § 2º do art. 197, de outro lado, decreta que “[a] reserva de lucros a realizar somente poderá ser utilizada para pagamento do dividendo obrigatório”.

A lei não deixa claro, portanto, qual a natureza dessa reserva¹⁶¹. Mais importante, não ficam claras quais as utilizações possíveis dos valores registrados na reserva de lucros a realizar. Não há como negar que a reserva é constituída por lucros. Mas também não se pode afirmar que são simplesmente lucros sociais, indistintos e genéricos. São lucros residuais, que já ultrapassaram todas as etapas de retenção obrigatórias por lei e que não interferem na parcela destinada ao reinvestimento pelo estatuto social ou pela assembleia geral. Ou seja, são lucros que não poderiam e não deveriam ter qualquer outra destinação senão a sua distribuição como dividendos aos acionistas. Apenas não o foram por uma razão prática, de proteção final à liquidez e solvabilidade da companhia. É um claro regime de exceção. É precisamente por isso que o § 2º do art. 197 é enfático quanto ao destino dos valores registrados nessa reserva.

aplicável às demais sociedades, op. cit., p. 302). Os mesmos autores, a partir da página seguinte, tratam de diversas hipóteses de não realização e realização do lucro, como por exemplo, as relacionadas a certos tipos de ganhos cambiais, ao aumento do valor do investimento em coligadas e controladas, quando avaliado pelo método de equivalência patrimonial, e ao lucro em vendas a prazo.

¹⁶¹ Para IUDÍCIBUS, MARTINS e GELBCKE, “a alteração da forma de cálculo da Reserva de Lucros a Realizar em função dos dividendos não implica que essa reserva seja de dividendos, mas sim de lucros” (*Manual de contabilidade das sociedades por ações – aplicável às demais sociedades*, op. cit., pp. 302 e 303).

Mas por que o inc. III do art. 202 prevê a possibilidade de absorção de prejuízos de exercícios futuros pelos lucros registrados na reserva de lucros a realizar? Aparentemente, porque a lei entende que a absorção de prejuízos é um evento distinto dos demais eventos que envolvem a destinação dos valores registrados nas reservas contábeis. Enquanto que a absorção de prejuízos por lucros acumulados, registrados em reservas distintas, é automático, decorrendo simplesmente de disposição legal e da verificação de determinados acontecimentos, as demais alocações dos valores registrados nessas reservas dependem da ação dos administradores ou da assembleia geral. A lei apenas não foi expressa com relação a essa orientação. A absorção de prejuízos incide sobre todas as reservas da sociedade, mesmo a reserva de capital¹⁶², observada determinada hierarquia. É um evento de categoria superior, cuja ocorrência não está incluída no espectro de poderes dos administradores e dos acionistas, e que não depende, portanto, da decisão desses. Assim, quando o § 2º do art. 197 proíbe a utilização da reserva de lucros a realizar para outros fins que não o pagamento do dividendo mínimo obrigatório, quer ele dizer que os administradores ou a maioria dos acionistas não podem dispor desses valores discricionariamente. Não podem “decidir” destiná-los para outro fim. A absorção dos prejuízos, por ser acontecimento de categoria diferente, não precisava ser reiterada ou ressalvada em um dispositivo que trata apenas das destinações submetidas à discricionariedade dos administradores e acionistas.

Essa é, ademais, uma interpretação lógica, que atende a diversos aspectos principiológicos da Lei das Sociedades por Ações. Em especial, é uma interpretação que evita a subversão do sistema do dividendo mínimo obrigatório, ao não permitir a influência da maioria ou dos administradores sobre os valores que constituem esse dividendo. De fato, a apuração do dividendo mínimo obrigatório é resultado praticamente automático da aplicação de normas legais ou estatutárias, havendo raras oportunidades de intervenção dos administradores ou dos acionistas no cálculo do montante definido pela lei ou pelo estatuto social. Mesmo quando há possibilidade de intervenção, ela é restrita e condicionada, às vezes implicando apenas a suspensão do pagamento, outras dependendo não da maioria, mas da unanimidade dos acionistas.

¹⁶² Especificamente sobre a disciplina da reserva de capital, cf. Luiz Gastão Paes de Barros LEÃES, *Reserva de capital*, in *Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas*, RT, São Paulo, 1989, pp. 168 e ss..

Portanto, os valores destinados à reserva de lucros a realizar não poderão, por exemplo, ser utilizados em aumentos de capital, resgate, reembolso ou compra de ações, entre outras operações equivalentes. E esses valores não podem, principalmente, ser utilizados em investimentos da companhia. As únicas utilidades possíveis para esses valores são a distribuição como dividendos e a absorção de prejuízos de exercícios futuros. Ao permitir que os valores registrados na reserva de lucros a realizar pudessem ser utilizados para a absorção de prejuízos, a lei optou por proteger a continuidade da atividade empresarial e o interesse social, de maneira geral, prioritariamente em relação ao direito dos acionistas ao dividendo. A lei entendeu que a compensação de prejuízos é, nessa específica circunstância, mais importante do que a satisfação dos acionistas quanto aos dividendos não pagos, em razão da não-realização dos lucros. Em benefício da proteção do direito ao dividendo mínimo obrigatório, a lei poderia até ter determinado que os valores registrados na reserva de lucros a realizar seriam utilizados para absorção de prejuízos de exercícios futuros apenas se as demais reservas de lucros fossem insuficientes para esse fim. Dessa forma, poderia se evitar que administradores e controladores esvaziem a reserva de lucros a realizar, que eventualmente seria distribuída como dividendos aos acionistas, e mantenham intactas reservas assembleares¹⁶³ e estatutárias, cuja utilização está sob seu integral controle. Como, no entanto, essa ressalva não consta da lei, eventuais condutas abusivas por parte dos administradores e controladores deverão ser apuradas exclusivamente de acordo com as normas gerais de conduta e abuso de poder de controle.

3.- § 1º do art. 202

O primeiro parágrafo do artigo 202 da Lei das Sociedades por Ações reafirma o caráter dispositivo da disciplina do dividendo mínimo obrigatório. Esse parágrafo permite que a equação de cálculo do dividendo obrigatório assuma qualquer formato, parametrizado pelos lucros anuais da companhia, pelo montante de seu capital social, ou por qualquer outra grandeza social, tenha ela caráter de fluxo ou de estoque, seja ela fixa ou flexível, submetida em maior ou menor escala ao risco daquela empresa.

¹⁶³ Ou “assembleais”, como prefere Tullio Ascarelli (ASCARELLI, *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*, op. cit., p. 443). A esse exato respeito, conferir também a nota de rodapé n.º 28, à página 24 da obra de Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França: *Invalidade das deliberações de assembléia das s/a*, Malheiros, São Paulo, 1999.

A manipulação dessa equação, cuja mobilidade é garantida pela lei, pode servir à criação de modelos mais sedutores de investimento ou de estruturas com maior especificidade para empreendimentos determinados. São poucas, entretanto, as inovações brasileiras a esse respeito.

Há dois limites principais para essa liberdade. O primeiro são as restrições com relação à origem dos dividendos, que só podem ser pagos à conta de lucro líquido do exercício, de lucros acumulados, de reservas de lucros e, no caso de ações preferenciais, de reservas de capital (art. 201). O segundo diz respeito à proteção dos acionistas minoritários. Seja qual for a fórmula de cálculo imaginada, esta deve constar do estatuto social com precisão e minúcia, permitindo sua plena compreensão e sua previsibilidade pelos acionistas da companhia e pelos investidores interessados. Não pode, ademais, subsistir forma de cálculo do dividendo obrigatório que sujeite os acionistas minoritários ao arbítrio da administração da companhia ou dos controladores. Ou seja, a existência e importância dos componentes do cálculo do dividendo mínimo obrigatório ou das condições que influenciam sua apuração e pagamento não podem estar sob comando determinante dos administradores e controladores. Uma vez determinada a fórmula do cálculo do dividendo mínimo obrigatório, esta não pode ser modificada pelos administradores e controladores, sem que se incorra nas consequências previstas em lei, nem suas variáveis podem depender puramente da vontade daqueles. A intenção da lei foi a de garantir que o resultado da fórmula prevista no estatuto social seja consequência tão somente de fatores empresariais e não da vontade, ou dos interesses individuais, dos administradores e controladores¹⁶⁴.

É anulável a disposição do estatuto social que, embora pretenda regular a determinação do dividendo mínimo obrigatório, não o faça com precisão e minúcia, ou que sujeite os acionistas minoritários ao arbítrio dos órgãos da administração ou da maioria. Se anulada a referida disposição, e até que a assembleia geral decida pela implementação de regra que a substitua, deve-se entender que o estatuto social é omissivo a respeito, aplicando-se o disposto no art. 202, *caput*, da Lei das Sociedades por Ações.

¹⁶⁴ Cf., sobre a matéria e sobre a capacidade da CVM de determinar a alteração do estatuto social de uma companhia aberta, as decisões proferidas pelo Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários no processo administrativo n.º RJ2001/12367, em 26 de abril de 2002 (Livraria do Globo S.A.), e no processo administrativo n.º RJ2001/3270, cujos votos foram apresentados e discutidos nas reuniões de 04 de dezembro de 2001, 19 de fevereiro de 2002 e 29 de setembro de 2002 (Companhia Siderúrgica Belgo Mineira).

4.- § 2º do art. 202

Caso venha a ser inserida regra de cálculo do dividendo obrigatório em estatuto social anteriormente omissa a esse respeito, referida regra deve estabelecer o pagamento de dividendos anuais no mínimo iguais a 25% do lucro líquido ajustado de cada exercício social¹⁶⁵.

A disposição protege os acionistas que aderiram às regras e aos riscos de uma companhia cuja obrigação, por força da aplicação supletiva do *caput* do art. 202 da Lei das Sociedades por Ações, era a de distribuir 50% do lucro líquido ajustado, contra repentino corte de suas expectativas de retorno.

A partir de uma análise superficial do dispositivo, pode-se imaginar que uma segunda alteração do estatuto social, subsequente, já não mais se enquadraria na hipótese do parágrafo em comento, estando a companhia livre para reduzir a alíquota de cálculo do dividendo obrigatório a quaisquer valores. Essa conclusão, entretanto, retiraria todo o sentido da existência da regra do § 2º do art. 202. Por extremo que possa parecer, o que a lei estabelece, portanto, é que, se o estatuto social de certa companhia for omissa quanto à determinação do dividendo mínimo obrigatório, essa companhia não poderá, nunca, alterá-lo de modo a permitir que o dividendo mínimo obrigatório seja inferior a 25% do lucro líquido ajustado¹⁶⁶. Uma solução adequada para essa situação, embora não encontre fundamento explícito no dispositivo, seria a de que entre a vigência da primeira alteração do estatuto social (a que introduz a disciplina do dividendo mínimo obrigatório) e a vigência da alteração estatutária seguinte (a que reduz o dividendo mínimo obrigatório a valores inferiores a 25% do lucro líquido ajustado), deve decorrer ao menos um exercício

¹⁶⁵ Ressalvado o disposto no artigo 296, § 4º, da Lei das Sociedades por Ações. A respeito desse artigo, cf. Fábio Konder COMPARATO, *Comentários às disposições transitórias da nova lei de sociedades por ações*, Forense, Rio de Janeiro, 1978, pp. 33 e ss..

¹⁶⁶ “Assim é que, nos termos do art. 202, § 1º, da lei, é expressamente assegurada essa *liberdade estatutária* para a fixação do dividendo obrigatório, desde que este seja regulado ‘com precisão e minúcia’, e não sujeito ‘os acionistas minoritários ao arbítrio dos órgãos de administração ou da maioria’. Se entretanto o estatuto for omissa, prevalecerá a regra legal supletiva que determina se atribua aos acionistas, a título de dividendo obrigatório, 50% do lucro líquido do exercício. Caso, no futuro, a Assembléia queira introduzir, no estatuto omissa, norma expressa sobre a matéria, já não disporá da liberdade acima consignada, uma vez que estará obrigada a estabelecer um dividendo obrigatório que ‘não poderá ser inferior a 25% do lucro líquido’ (art. 202, § 2º).” Luiz Gastão Paes de Barros LEÃES, *Dividendo obrigatório e participação dos administradores nos lucros da companhia*, in *Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas*, op. cit., p. 201 (estudo também publicado em *Pareceres*, v. 2, op. cit., pp. 47 e ss.).

social inteiro, de modo a conferir previsibilidade aos atuais acionistas e aos acionistas futuros. Além disso, em qualquer dos casos, a redução do dividendo mínimo obrigatório enseja o direito de retirada, de acordo com o disposto no art. 137, combinado com o inc. III do art. 136, da Lei das Sociedades por Ações.

5.- § 3º do art. 202

O terceiro parágrafo do art. 202 da Lei das Sociedades por Ações permite, em certas companhias, que a assembleia geral decida pela distribuição de dividendos em montante inferior ao definido como mínimo obrigatório, ou pela retenção de todo o lucro líquido. Essa decisão pode ser aprovada apenas pela unanimidade dos acionistas presentes.

A regra geral é a de que gozam dessa prerrogativa apenas as companhias fechadas. Mas há exceções. As companhias que obtiveram o registro de companhia aberta exclusivamente para a captação de recursos por meio da emissão de debêntures não conversíveis em ações também possuem a prerrogativa estabelecida pelo § 3º do art. 202. No entanto, não possuem a mesma prerrogativa as companhias fechadas que forem controladas por companhias abertas, a menos que a companhia controladora tenha obtido o registro de companhia aberta exclusivamente para a captação de recursos por meio da emissão de debêntures não conversíveis em ações.

O exame da racionalidade desse dispositivo permite chegar a conclusões importantes para a disciplina do dividendo mínimo obrigatório. A redação do parágrafo e de seus incisos apresenta uma estrutura complexa, escolhida pelo legislador, ao que parece, para evitar o enfrentamento de difíceis questões relacionadas à decisão de alocação do lucro social.

A mais importante delas é se a totalidade dos acionistas pode decidir pela distribuição de dividendo menor do que o obrigatório ou pela retenção de todo o lucro social. A lei não é clara a esse respeito, mas não parece lógico proibir que a totalidades dos sócios de uma companhia decida, em determinado exercício, pelo reinvestimento integral do lucro social ou em parcela maior do que permitiria o dividendo mínimo obrigatório previsto. A restrição à autonomia dos poderes dos sócios quanto à execução do contrato de sociedade não pode ser tão extensa a ponto de proibir essa decisão. Se todos os sócios decidem nesse

sentido, não há prejuízo possível a nenhum dos valores, públicos ou privados, que a lei visa proteger, nem ao regular o funcionamento das sociedades. Não decorre dessa conclusão nem mesmo o risco de desestímulo ao investimento no mercado de capitais, pois basta que um único sócio dissinta da decisão, ou mesmo se abstenha, estando ou não presente na assembleia geral, para que não se constitua a unanimidade. Defender a impossibilidade da distribuição de dividendos inferiores ao mínimo obrigatório ou a da retenção de todo o lucro social, quando decididas pela unanimidade dos acionistas, seria exacerbar a função da tutela do direito ao dividendo mínimo obrigatório para além do próprio interesse daqueles que a lei visa proteger. O direito ao dividendo, como se defendeu anteriormente neste estudo, é disponível. Por lei, e por lógica, o que não é disponível é o direito do sócio de participação nos lucros sociais. Abrir mão do dividendo mínimo obrigatório não significa renunciar ao direito essencial de participar nos lucros da sociedade. E assim deve ser, pois a regra é que os sócios, e os administradores, são as pessoas que podem determinar com maior acuidade a melhor alocação do lucro social. As restrições impostas a essa decisão servem para proteger a sociedade, os acionistas minoritários e o mercado. Se não há prejuízo para nenhuma dessas partes, não há razão para se impedir a materialização da vontade unânime dos sócios.

Nem sempre, entretanto, é possível reunir a totalidade dos sócios em assembleia geral. Consciente disso, a lei, em um segundo passo, ratificando a posição de que a decisão de retenção de parcela maior ou da integralidade do lucro social pode ser de grande importância para a companhia e de que ela cabe, primordialmente, aos sócios, determinou que essa decisão pode ser tomada pela unanimidade daqueles que comparecem à assembleia. Assim, a lei não apenas possibilitou que a decisão fosse tomada pelos interessados em sua aprovação, como também garantiu a possibilidade de veto a qualquer acionista que enxergasse nessa decisão uma afronta suficientemente grande a seus interesses, a ponto de justificar o comparecimento à assembleia geral para manifestar sua contrariedade¹⁶⁷.

Considerando, entretanto, que a realidade não é exatamente a mesma quando se trata de uma típica companhia aberta, a lei criou uma nova exceção. Com relação às companhias

¹⁶⁷ Sobre a retenção da totalidade do lucro social, com fundamento no § 3º do art. 202, deliberada pela unanimidade dos presentes à assembléia geral, cf., por exemplo, a Apelação Cível n.º 15729, julgada em 31 de março de 1981, pela 8ª Câmara Cível do Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, envolvendo a Red Indian S.A. Indústrias e Comércio, Carlos Gomes Monteiro e outros.

abertas, salvo as especificadas no inc. I do § 3º do art. 202, a lei levou em consideração, mais uma vez, a lógica da ação coletiva. Os acionistas detentores de pequenas participações societárias possuem pouco incentivo para participar das assembleias e lutar para a imposição de sua opinião, em face do potencial de ganho individual¹⁶⁸. Essa realidade é ainda mais verdadeira nas companhias abertas, em que o número de acionistas de cada companhia tende a ser maior e as respectivas participações societárias menores, em relação às companhias fechadas. Por essa razão, a lei, no caso das companhias abertas típicas, reduziu ainda mais os custos em que o acionista minoritário deve incorrer para defender o seu direito ao dividendo. Nessas companhias, eles nem mesmo precisam comparecer à assembleia geral ordinária, pois não existe o risco de que se delibere pelo pagamento a menor do dividendo mínimo obrigatório ou pela completa retenção do lucro.

No caso das companhias fechadas, além do mais, para que se distribuam dividendos inferiores ao mínimo obrigatório ou para que se retenha a totalidade do lucro social, ainda que a decisão seja aprovada pela unanimidade dos presentes, é necessário que haja justificativa para essa retenção. Mesmo havendo a previsão do poder individual de veto dos acionistas, de acordo com a sistemática atual da lei, sintetizada no § 6º do art. 202, todo o lucro social não destinado deve ser distribuído aos acionistas como dividendo¹⁶⁹. A justificativa deixará de ser necessária, seja nas companhias fechadas, seja nas abertas, apenas se a totalidade dos acionistas da companhia, com e sem direito de voto, expressamente aprovarem a distribuição de dividendo inferior ao obrigatório ou a retenção de todo o lucro líquido¹⁷⁰.

¹⁶⁸ Tratando-se de eleições políticas, estimou-se, por exemplo, que a probabilidade de que um indivíduo sofra um acidente no caminho até o local de votação é maior do que a chance de que seu voto faça diferença na eleição. A respeito das razões da ação coletiva, incentivos e desincentivos para o voto, cf. Dennis MUELLER, *Public choice III*, Cambridge University Press, Cambridge, 2003.

¹⁶⁹ Nesse sentido, Modesto Carvalhosa afirma que: “A competência da assembleia geral das companhias fechadas de deliberar, por unanimidade e sem oposição, a não-distribuição parcial ou total do dividendo obrigatório não se inclui entre os seus poderes discricionários. Já que a lei adotou o regime do *statutory dividends*, retirou da assembleia geral competência para fixar esses dividendos. Apenas permitiu, como exceção, que nas companhias fechadas a assembleia geral decidisse por unanimidade e sem oposição pela não-distribuição parcial ou total do dividendo legal ou estatutariamente fixado. Ao fazê-lo, a assembleia estará subtraindo um direito contratual do acionista. Não pode legitimamente assim deliberar sem que haja motivo relevante oponível ao direito ao dividendo obrigatório, estatutária ou legalmente assegurado. E a causa não pode ser outra que não a da situação financeira desfavorável. Em absoluto pode a assembleia preterir, v. g., necessidade de reinvestimento ou qualquer outro motivo que leve a companhia a se apropriar do lucro líquido em prejuízo dos acionistas.” (*Comentários à lei de sociedades anônimas*, v. 3, op. cit., p. 799).

¹⁷⁰ Cf. CARVALHOSA, *Comentários à lei de sociedades anônimas*, v. 3, op. cit., p. 800.

Com a ressalva prevista no inc. II do § 3º do art. 202, a lei buscou impedir, por exemplo, que todo o lucro social produzido por uma companhia fechada operacional seja retido, prejudicando a distribuição de dividendos aos acionistas da companhia aberta controladora. Pode-se contra-argumentar que os lucros retidos na controlada são refletidos no resultado da controladora via aumento do valor do investimento. Mas, ainda que os valores finais coincidissem, o fato é que esse resultado converte-se, em regra, em lucro não realizado, o que, como visto, pode ser deduzido do montante do dividendo mínimo obrigatório devido.

6.- §§ 4º e 5º do art. 202

Visão comum entre os doutrinadores é a de que o § 4º do art. 202 da Lei das Sociedades por Ações concede aos administradores o poder extraordinário de vetar a distribuição dos dividendos obrigatórios, caso considerem e justifiquem que essa distribuição seria, nos termos da lei, “incompatível com a situação financeira da companhia”. Caberia à assembleia geral ordinária, subsidiada por parecer do conselho fiscal, caso em funcionamento, tão somente homologar a não-distribuição, e aos acionistas, se for o caso, o direito de ação contra os administradores¹⁷¹.

A análise cuidadosa da expressão utilizada pelo legislador no início do dispositivo leva, entretanto, a outra conclusão. Diz o terceiro parágrafo do art. 202 que o dividendo “não será obrigatório” no exercício social em que os órgãos da administração informarem à assembleia geral ordinária ser ele incompatível com a situação financeira da companhia.

A não-obrigatoriedade implica, logicamente, a possibilidade. E a decisão sobre a materialização ou não da possibilidade é dada à assembleia geral, que, portanto, por maioria, poderá optar pela distribuição do dividendo mínimo obrigatório, ou parte dele, a despeito dos avisos da administração e, talvez até, do conselho fiscal. Nessa hipótese, os acionistas que votaram de forma favorável à distribuição assumem a responsabilidade pela decisão.

¹⁷¹ “Tanto nas companhias abertas como nas fechadas, a lei atribui competência ao órgão de administração para *decidir* pela não-distribuição de dividendo obrigatório, simplesmente *informando* à assembleia geral da incompatibilidade da situação financeira com tal distribuição. Se isso ocorrer, não tem a assembleia competência para deliberar em contrario. Cabe-lhe apenas homologar a decisão da administração.” CARVALHOSA, *Comentários à lei de sociedades anônimas*, v. 3, op. cit., p. 797.

Essa é a solução mais coerente com o sistema da lei e mais adequada para o funcionamento da sociedade. Não faz sentido retirar da assembleia dos acionistas todo o poder sobre a destinação do lucro social distribuível e transferi-lo para o órgão de administração. Esse lucro distribuível é destinado aos acionistas, pois não foi absorvido por qualquer das destinações legais, estatutárias ou assembleares. E na sistemática da lei, o conjunto dos acionistas é o destinatário, por excelência, do lucro distribuível e das decisões que a lei permite que sejam tomadas sobre esse lucro. Assim, se o dividendo mínimo obrigatório for maior do que a parcela realizada do lucro do exercício, de acordo com o art. 197, cabe à assembleia geral decidir se a diferença entre aquele e esta será distribuída assim mesmo, ou se será retida na reserva de lucros a realizar. Do mesmo modo, é a assembleia geral que determina, nos termos do art. 195-A, se os valores destináveis à reserva de incentivos fiscais comporão ou não a base de cálculo do dividendo mínimo obrigatório. Igualmente, por fim, o pagamento de dividendo inferior ao obrigatório ou a retenção de todo o lucro social, nas hipóteses em que são permitidos pela lei, cabe, nos termos do § 3º do art. 202, à assembleia geral e não aos órgãos de administração.

No caso do § 4º do art. 202, cumpre aos órgãos de administração, e ao conselho fiscal, apenas a função de fornecer informação adequada para a formação da opinião da assembleia geral. A redação do dispositivo também é clara a esse respeito, ao dispor que o dividendo não será obrigatório no exercício em que “os órgãos da administração informarem à assembleia geral” ser ele incompatível com a situação financeira da companhia.

Os órgãos de administração, diante da lei brasileira, não podem servir como fiscais das decisões da assembleia geral, especialmente com relação à destinação do lucro social. A motivação e os riscos dessa decisão são absolutamente relacionados com a função que a sociedade representa para seus sócios, e o controle de suas consequências é atribuído, principalmente, às regras de abuso do direito de voto e abuso do poder de controle. Além do mais, conferir aos administradores o poder de vetar a distribuição do dividendo mínimo obrigatório em situações que, de acordo com sua própria avaliação, essa distribuição é incompatível com a situação financeira da companhia, seria reabrir espaços para o comportamento oportunista, e para a defesa abusiva dos interesses individuais dos administradores, que a mesma lei procurou a todo custo evitar. Ainda mais

especificamente, interpretar o § 4º do art. 202 dessa maneira seria ignorar o § 1º do mesmo artigo, o qual dispõe que os critérios para a determinação do dividendo mínimo obrigatório não pode sujeitar os acionistas minoritários “ao arbítrio dos órgãos de administração”.

Todos os lucros que, sob a justificativa prevista no § 4º do art. 202, deixarem de ser distribuídos pela assembleia geral deverão, por força do § 5º do mesmo art. 202, ser registrados em reserva especial, e, se não absorvidos por prejuízos de exercícios posteriores, deverão ser distribuídos como dividendos tão logo permita a situação financeira da companhia.

Ocorre, nesse caso, exatamente o mesmo que se verifica quanto aos valores destinados para a reserva de lucros a realizar. As únicas destinações possíveis para os valores registrados na reserva especial de que trata o § 5º do art. 202 são a absorção de prejuízos de exercícios futuros e a sua distribuição como dividendos. Esses valores não podem ser utilizados em aumentos de capital, resgate, reembolso ou compra de ações, entre outras operações equivalentes. Esses valores não podem, principalmente, ser utilizados para a realização de investimentos¹⁷².

Conforme analisado no item 2 deste capítulo IV, a lei, dessa forma, de um lado, prioriza a adequada continuidade das atividades empresariais, ao possibilitar o não-pagamento dos dividendos quando a situação financeira da companhia é incompatível, sem, de outro, incluir entre os poderes dos administradores e da maioria o de decidir sobre matéria que a lei havia cuidado especificamente de afastar de suas esferas de discricionariedade¹⁷³.

¹⁷² Nesse sentido, cf. a ótima decisão da CVM nos processos administrativos CVM n.º RJ2007/10879 e RJ2007/13216, julgados em 24 de outubro de 2008 (Centrais Elétricas Brasileiras S.A. – Eletrobrás). Em seu voto, o diretor relator, Marcos Barbosa Pinto, conclui que “a retenção de dividendos para realizar investimentos é incompatível com o art. 198 da Lei n.º 6.404/76” e complementa que: “[n]a minha opinião, esse artigo deixa claro que a administração não pode reter, nem manter retidos, dividendos obrigatórios para fazer frente a investimentos, nem mesmo quando esses investimentos constam de orçamento de capital aprovado previamente pela assembleia geral. (...) Note-se que o art. 198 se aplica tanto à distribuição dos dividendos obrigatórios do exercício em questão quanto aos retidos anteriormente. Afinal, o § 5º do art. 202 deixa claro que os dividendos obrigatórios retidos devem ser pagos ‘assim que o permitir a situação financeira da companhia’ e o art. 198 veda retenções para investimento ‘em prejuízo da distribuição do dividendo obrigatório’, sem fazer distinção entre dividendos do exercício ou retidos anteriormente”.

¹⁷³ Ao contrário do que ocorre no direito norte-americano, a aplicação da regra da decisão empresarial (*business judgement rule*) em matéria de distribuição de dividendo possui, no Brasil, espaço de aplicação reduzido, diante da disciplina do dividendo mínimo obrigatório. No caso do §§ 4º e 5º do art. 202, especificamente, a regra da decisão empresarial sequer se aplica. Por uma razão muito simples: as decisões de não-pagamento do dividendo mínimo obrigatório, com fundamento nesses dispositivos legais, e de

Essa conclusão não apenas é coerente com a redação do § 5º do art. 202, como é a mais lógica diante do sistema criado pela lei para tutelar o dividendo mínimo obrigatório. Não existe razão que justifique tratamento diverso para os valores registrados na reserva de lucros a realizar e na reserva especial do § 5º do art. 202. O dividendo mínimo obrigatório é fruto praticamente espontâneo da aplicação das regras legais ou estatutárias sobre o lucro social do exercício. O valor apurado já considera, necessariamente, todas as precauções legais e não pode ser prejudicado por nenhuma decisão, fundamentada ou não, de reinvestimento. Trata-se de um valor final, que cabe apenas aos acionistas e mais a nenhum outro fim, a menos que os próprios acionistas, sob condições absolutamente restritas, decidam de maneira diversa. Por unanimidade dos acionistas, ou, apenas nas companhias fechadas, por unanimidade dos presentes à assembleia geral ordinária, o valor que seria distribuído como dividendo mínimo obrigatório pode ser reinvestido na companhia. Por maioria, a lei permite apenas que o pagamento do dividendo mínimo obrigatório seja suspenso e exige, para isso, que a condição financeira da companhia não permita o seu pagamento parcial ou integral. O montante já foi determinado, ainda que continue a constar do patrimônio líquido da companhia, bastando a realização de certa parcela de lucros ou a reversão da situação financeira adversa, para que sejam declarados e pagos¹⁷⁴.

Os §§ 4º e 5º do art. 202, são, assim, nada mais do que a generalização da regra específica dos incs. II e III do *caput* do mesmo artigo. Ambas se sustentam em princípios

manutenção dos valores registrados na reserva especial do § 4º do art. 202, em exercícios subsequentes, cabe à assembleia geral e não aos administradores. A estes cumpre apenas subsidiar a decisão dos acionistas com sua opinião e com documentos que a fundamentem. O que ocorre muitas vezes na prática é que, uma vez retidos os valores do dividendo mínimo obrigatório de certo exercício na reserva especial, a questão nem mesmo é incluída nas assembleias gerais subsequentes, mantendo-se essa situação até o momento em que os administradores decidam distribuir aqueles valores. De acordo com a lei, entretanto, os acionistas poderão discutir a manutenção ou a distribuição dos valores registrados na reserva especial do § 4º do art. 202 em qualquer assembleia geral ordinária (art. 132, II, *in fine*) ou em qualquer assembleia geral extraordinária que, porventura, venha a incluir a matéria em sua ordem do dia. A respeito da aplicação da *business judgement rule* nas decisões relacionadas à distribuição de dividendos, cf. o fundamental *Gottfried v. Gottfried*, (73 N.Y.S.2d 692), julgado pela suprema corte do estado de Nova Iorque em 3 de setembro de 1947. Na doutrina norte-americana, ver, por exemplo, Randall K. JUSTICE, *The duty of corporate directors to pay dividends*, in *Kentucky law journal*, v. 87, 1999, pp. 231 e ss..

¹⁷⁴ Nelson Eizirik entende que se trata de hipótese em que o dividendo é declarado, mas seu pagamento não é feito. Embora não haja diferenças práticas importantes, quanto aos efeitos, não parece ser essa a melhor leitura da situação prevista nos §§ 4º e 5º do art. 202. Isso porque, os valores não pagos pela companhia permanecem retidos em reserva de lucros, não se caracterizando como passivos exigíveis, ao contrário do que ocorre com os dividendos efetivamente declarados. Nelson EIZIRIK, *Dividendos. Pagamento in natura ou parcelado em moeda corrente*, in *Temas de direito societário*, Renovar, Rio de Janeiro, p. 258.

de preservação da atividade social e de máxima proteção possível ao dividendo mínimo obrigatório¹⁷⁵.

7.- § 6º do art. 202

O § 6º do art. 202 da Lei das Sociedades por Ações determina que “os lucros não destinados nos termos dos arts. 193 a 197 deverão ser distribuídos como dividendos”. O dispositivo, inserido pela Lei n.º 10.303, de 31 de outubro de 2001, determina que todo o lucro do exercício remanescente, após a constituição das reservas contábeis e de outras destinações específicas, na forma da lei, deverá ser distribuído aos acionistas como dividendos. Não há mais, portanto, retenção injustificada de lucros e o controle de abuso por parte dos acionistas controladores ou dos administradores passa a ser ainda mais rígido¹⁷⁶.

O comando espelha entendimento antigo da Comissão de Valores Mobiliários, contrário à retenção de lucros sem necessidade específica e previamente demonstrada aos acionistas, e favorável à idéia de que a disciplina do dividendo mínimo obrigatório encerra

¹⁷⁵ Em sentido diverso, IUDÍCIBUS, MARTINS, GELBCKE, *Manual de contabilidade das sociedades por ações – aplicável às demais sociedades*, op. cit., pp. 303 e 306.

¹⁷⁶ Pela importância da matéria, vale mencionar os trechos abaixo, que sintetizam a recepção da doutrina à inserção do sexto parágrafo ao art. 202 da Lei das Sociedades por Ações. “Com a introdução do parágrafo 6º, no art. 202, o legislador deixa explicitado que após terem sido feitas as apropriações dos lucros, que são admitidas nos arts. 193 a 197 da lei, todo o lucro que remanescer deve ser distribuído aos acionistas como dividendo. Reforça-se, assim, o direito que têm os acionistas minoritários das companhias de participar dos resultados de cada exercício social que remanescerem após terem sido feitas as retenções admitidas em lei ou no estatuto social” (Luiz Leonardo CANTIDIANO, *Reforma da lei das s.a. comentada*, Renovar, Rio de Janeiro, 2002, p. 232). “(...) o § 6º do art. 202, introduzido pela Lei n.º 10.303/2001, determina que os lucros não destinados nos termos dos arts. 193 a 197 deverão ser distribuídos como dividendos. Tal dispositivo impede a reiterada prática por parte das companhias de reter lucros injustificadamente, sob a conta usualmente denominada “lucros acumulados”. No entendimento da CVM, como a lei societária não previa a existência de tal conta, a parcela do lucro do exercício que excedesse o dividendo obrigatório e não pudesse ser enquadrada em nenhuma das destinações previstas nos arts. 193 a 197 da Lei das S/A (reserva legal, reservas estatutárias, reservas para contingências, retenção de lucros prevista em orçamento de capital aprovado em assembléia geral e reserva de lucros a realizar) deveria ser distribuída aos acionistas a título de dividendo. Entretanto, grande número de companhias distribuía aos acionistas apenas o dividendo obrigatório, ainda que as reservas previstas na lei e no estatuto social não absorvessem todo o montante do lucro do exercício, retendo o excesso na referida conta de ‘lucros acumulados’. Assim, o dispositivo ora comentado veio consagrar o referido entendimento da CVM, obrigando as companhias a distribuírem, como dividendo, todo o lucro que exceder às retenções legalmente previstas. Como se verifica, trata-se de norma que visa a reforçar o direito do acionista de receber dividendos, na medida em que toda e qualquer retenção de lucros terá de ser adequadamente justificada na assembléia geral ordinária” (Nelson EIZIRIK, Modesto CARVALHOSA, *A nova lei das s/a*, Saraiva, São Paulo, 2002, pp. 363 e 364). “(...) o § 6º do art. 202 da Lei 6.404/76, que foi incluído pela Lei n.º 10.303/01, obriga que todo o resultado do exercício das companhias abertas ou fechadas tenha destinação para reservas ou que seja pago como dividendos” (IUDÍCIBUS, MARTINS, GELBCKE, *Manual de contabilidade das sociedades por ações – aplicável às demais sociedades*, op. cit., p. 307).

um sistema fechado, cujo fundamento é o de que a distribuição é a regra, enquanto que a retenção é a exceção¹⁷⁷. De fato, o § 6º do art. 202 veio para arrematar a disciplina do dividendo mínimo obrigatório, tornando-a mais coesa e completa. O que já era deduzido das regras e dos princípios estabelecidos na lei¹⁷⁸ tornou-se expresso com o novo

¹⁷⁷ A esse respeito, são particularmente claros os trechos transcritos a seguir, extraídos do Parecer CVM/SJU n.º 073, de 17 de novembro de 1980, subscritos por Paulo Bauler e Paulo César Aragão, na época, respectivamente, advogado e superintendente da extinta Superintendência Jurídica da CVM: “[j]á vimos que a Lei n.º 6.404/76 abriu, segundo disposto nos artigos precedentes, às companhias, as mais diversas possibilidades de retenção dos lucros sociais, de acordo com suas necessidades ou mesmo suas conveniências, segundo deliberação de seu órgão máximo. Não bastasse isso, o presente artigo 196 abre mais ainda essas possibilidades permitindo a retenção do correspondente à prévia previsão em orçamento de capital. O reverso da medalha desses permissivos legais vem a ser, justamente, a idéia espalhada ao longo desses artigos, de que os lucros podem ser retidos na companhia sim, mas desde que bem delineada a sua finalidade, com contornos próprios e específicos, conforme aprovado pela assembléia geral. Ora, se a lei estabelece o cumprimento de requisitos, fixando detalhes de execução do permissivo, é evidente que, fora deles, nada é dado à companhia reter. Ou seja, a filosofia que orientou toda a parte de retenção dos lucros está em que se, de um lado, ela é ampla, de outro, devem ser obedecidos parâmetros de apropriação que não deixem margem a dúvidas quanto à aplicação dos valores respectivos. Além disso, é por demais óbvio, cumpre à sociedade anônima distribuir aos seus acionistas, como dividendo, não mais obrigatório por decorrência de sua fixação mínima, mas por ser decorrência natural da própria razão de ser dos investimentos em sociedades anônimas. (...) [É] consequência lógica, que não precisa estar expressa em dispositivo legal pois própria do conceito de sociedade anônima, que todo o lucro excedente das necessidades da companhia, conforme entendido por sua assembléia geral, deva ser revertido aos seus acionistas. Se a companhia não necessita reter lucros, ou por ter suas reservas básicas já plenas, ou porque simplesmente foi entendido de que é desnecessário manter outras reservas de lucros, nada mais resta a sociedade anônima que entregar o lucro excedente a quem de direito – seus acionistas. (...) É preciso que os administradores e acionistas controladores entendam que o lucro pertence sempre ao acionista, na proporção de seus investimentos. (...) A retenção dos lucros na companhia é algo que limita a percepção dos lucros pelo acionista, quando necessária à sobrevivência ou desenvolvimento da empresa. Não vem a ser a retenção a regra geral, com a distribuição do dividendo uma exceção para ser cumprida. Ao contrário, a exigência básica é que todo o lucro seja distribuído, sendo exceção e limitação a isso, a retenção obrigatória ou necessária. (...) Está, pois, absolutamente enganada a companhia se pensa que pagando ao acionista o dividendo obrigatório ou mínimo, ela se desobriga de distribuir mais dividendos. Tal só ocorre se os lucros do exercício forem suficientes apenas para cobrir as suas necessidades de retenção, sejam elas legais, de sobrevivência econômica, de desenvolvimento empresarial, tudo conforme o exigido por lei ou assim entendido pelos próprios acionistas em assembléia geral. (...) A CVM jamais pretendeu que a companhia distribuisse a totalidade dos lucros. Mesmo porque, além de economicamente aberrante, seria mais estimular o descumprimento da Lei n.º 6.404/76 que cabe a ela vigiar. O que a CVM muito justamente deseja é que as companhias cumpram a lei (que aliás, é tal qual esta Comissão, desenvolvimentista das empresas, portanto a seu favor), e retenham todo o lucro que desejarem para seus investimentos de sobrevivência e desenvolvimento, mas que distribuam todo o lucro que puderem aos seus acionistas, uma vez reservadas as parcelas dos lucros a elas fundamentais. (...) Assim, se as companhias só puderem distribuir o dividendo estatutário, paciência, mas se, ao contrário, puderem reservar todo o necessário à sua vida empresarial e, além disso, levar ao acionista um dividendo superior ao mínimo, é o mais desejado por esta Comissão de Valores Mobiliários. (...) Na existência de lucro não destinado, de acordo com os artigos 193 a 200 da Lei 6.404/76, verifica-se a presunção de que o saldo remanescente não seja fundamentalmente necessário a permanecer com a companhia e, conseqüentemente, dever ser distribuído aos acionistas a título de dividendos de bonificação em dinheiro”.

¹⁷⁸ “Todo o capítulo XVI da Lei n.º 6.404/76, inovador e revolucionário em relação aos ditames do antigo Decreto-lei n.º 2.627/40, foi orientado pela preocupação do legislador em relação aos destinos a serem dados, pela administração da Companhia, aos resultados do exercício, notadamente os que se traduzem em lucros. Basicamente, quatro foram as suas preocupações: a) Os lucros do exercício devem ter destinação específica, por proposta da administração, de acordo com a aprovação consciente da Assembléia Geral; b) Esses lucros devem ser apropriados de acordo a preservar o capital social, bem assim a manter as necessidades de giro da empresa e a possibilidade de sua expansão, como, também, a remunerar a aplicação de capital dos seus acionistas; c) Os acionistas minoritários, que não participam das decisões quanto à destinação de lucros, não podem ter prejudicado seu direito à remuneração do capital que empregaram na Companhia, por retenção de

parágrafo. A Lei das Sociedades por Ações toma partido e deixa claro que o lucro só poderá ser retido se houver efetiva necessidade e se essa necessidade for, fundamentadamente, levada ao conhecimento prévio dos acionistas. Não há mais meio termo: ou os lucros possuem destinação certa e necessária ou eles devem ser distribuídos aos acionistas, como dividendos. A regra é a de que o lucro não previamente destinado, com justificativa e detalhamento de sua aplicação, é considerado lucro não necessário para o adequado desenvolvimento da atividade empresarial. De acordo com a lei, os administradores e controladores são capazes de prever a necessidade de reinvestimento e qual a proporção adequada para a companhia entre lucros a serem distribuídos e lucros a serem retidos. Se a previsão abarcar parcela menor do que aquela que restar do lucro social distribuível, após destacado o dividendo mínimo obrigatório, então o resíduo do lucro social deverá também ser distribuído como dividendo adicional. O lucro é dos sócios e, na falta de destinação específica, deve ser por eles apropriado imediatamente, na forma de dividendos. Com isso, o legislador quis solucionar, tanto quanto possível, os problemas de utilização irregular ou ineficiente do lucro não-distribuído pelos administradores ou controladores, em nome da companhia, além de reduzir os esforços de fiscalização por parte dos acionistas minoritários. Não há parcela livre do lucro, que poderá ser utilizada de forma plenamente discricionária por administradores ou controladores. Não há, em teoria, lucro retido, cuja destinação os acionistas minoritários, e o mercado, não conheçam de antemão. É apenas o cumprimento das detalhadas propostas de aplicação do lucro retido que deve ser controlado. A lei optou por destinar os excessos de lucro aos acionistas, para que estes invistam ou consumam da forma como preferirem, dentro de suas esferas patrimoniais individuais, a deixar grande margem de liberdade para que administradores e controladores decidam a aplicação de capital de terceiros.

*

lucros superior às reais necessidades da empresa; d) Os investidores em ações devem ter sempre uma visão clara da política de destinação dos lucros pela companhia, pois tal vem a ser um dos principais indicadores a orientar suas aplicações em tal ou qual empresa.” Parecer CVM/SJU n.º 073, de 17 de novembro de 1980.

Capítulo V. – Declaração do dividendo mínimo obrigatório

1.- Origem (art. 201, *caput*)

De acordo com a Lei das Sociedades por Ações, em seu art. 201, “[a] companhia somente pode pagar dividendos à conta de lucro líquido do exercício, de lucros acumulados e de reserva de lucros; e à conta de reserva de capital, no caso das ações preferenciais de que trata o § 5º do art. 17”. A distribuição de dividendos está, em regra, condicionada à existência de lucros, como forma de proteção ao capital social e do interesse dos diversos credores da sociedade. De modo geral, portanto, apenas pode ser distribuído, e dessa maneira deixar a esfera patrimonial da sociedade, o excedente resultante do funcionamento empresarial, mantendo-se intacto o sistema jurídico-patrimonial fundamental, necessário para a continuidade da empresa.

Fica claro, assim, que o lucro de um exercício também não poderá ser distribuído, caso não seja suficiente para compensar e superar prejuízos acumulados em exercícios sociais anteriores.

Como se viu, a atividade empresarial é contínua, sendo a divisão em exercícios sociais mera ficção jurídica, com finalidade organizacional. A exceção é o pagamento de dividendos devidos a ações preferenciais com prioridade na distribuição de dividendo cumulativo, fixo ou mínimo, que poderá ser feito com valores registrados em reserva de capital¹⁷⁹. Essa exceção é prevista no final do *caput* do art. 201, havendo, porém, uma flagrante desatualização na redação do dispositivo. O texto faz menção às “ações preferenciais de que trata o § 5º do art. 17”, quando o correto seria o § 6º do mesmo artigo, em consequência das modificações e do reordenamento promovido pela Lei n.º 10.303, de 31 de outubro de 2001. O dividendo mínimo obrigatório, contudo, apenas poderá ser extraído das contas de lucro da sociedade. Trata-se o art. 201, ademais, de dispositivo que se apoia em definições de outros dispositivos da lei societária e de outras leis. Conforme discutido anteriormente, o que constitui lucro, ou mais especificamente, quais os valores

¹⁷⁹ De acordo com a Exposição de Motivos da lei, “[e]ssa vantagem pode ser útil para facilitar ao empresário a colocação das ações da companhia; e embora seja exceção ao princípio geral de que os dividendos somente podem ser distribuídos à conta de lucros ou reservas de lucros (art. 202), não prejudica os credores, que são garantidos pelo capital social, e não pelas reservas de capital”.

que podem, de acordo com a legislação, preencher as contas de lucro da sociedade, é resultado da interação de diversas normas, de natureza societária, fiscal e contábil, variável, em maior ou menor medida, de acordo com ordenamento e época. O sistema do art. 201 é estável, extraindo os significados, relativamente mais variáveis, dos dispositivos legais que comandam a formação e a contabilização societária do lucro.

Como se verá com mais detalhes em itens específicos, a responsabilidade pela observância das regras de origem dos dividendos é dos administradores e dos fiscais da companhia, com possíveis implicações penais expressamente previstas em lei, podendo haver solidariedade dos acionistas em caso de má-fé, efetiva ou presumida.

2.- Periodicidade: dividendos anuais, semestrais e intermediários (art. 204)

O art. 204 da Lei das Sociedades por Ações confere grande liberdade à companhia e grande poder aos administradores, com relação ao fluxo de pagamento do dividendo mínimo obrigatório e de outros dividendos, em cada exercício social. De fato, a lei, de um lado, estabeleceu disciplina rígida para a composição do dividendo e para assegurar o dividendo mínimo obrigatório, mas flexibilizou, de outro lado, o tempo da distribuição desses dividendos. Ou seja, uma vez determinados e respeitados os limites máximos, para a formação do lucro distribuível, e os mínimos, para distribuição aos acionistas, o legislador entendeu conveniente deixar sob a discrição dos administradores e acionistas a decisão sobre o momento do pagamento dos dividendos ao longo do exercício social, ou dentro do prazo estabelecido pela lei ou pela assembleia geral (art. 205, § 3º).

Mais uma vez, a lei reconheceu que não se pode segmentar, de fato, o contínuo funcionamento da empresa, cuja lucratividade, ou não, pode ser avaliada a qualquer momento de sua existência, com base em períodos de observação distintos¹⁸⁰. Para

¹⁸⁰ Em sentido divergente, porém ainda sob a vigência do Decreto-Lei n.º 2.627, de 26 de setembro de 1940, que previa apenas o pagamento de dividendos intermediários com base em balanço semestral, Leães afirmou que: “[o] decreto-lei n.º 2.627 não permite, pois, a distribuição de lucros adiantados e provisórios, nem de lucros que venham a ser apurados por balanços que sejam levantados em períodos que não equivalham ao semestre ou ao ano social. E a razão é simples: o lucro de balanço é um conceito *si et in quantum*, contingenciado por um fator legal: o critério de exercício. Irrelevante argumentar que, a rigor, o termo anual ou semestral vem constranger em um esquema fixo uma múltipla realidade econômica, e ignorar a substancialidade ou materialidade do lucro, que independeria do levantamento de balanço. Efetivamente, o lucro é uma entidade substancial que existe independentemente do balanço, e a fixação de termos peremptórios para a redação dos balanços não corresponde à realidade econômica, variável nos vários casos e até em cada caso específico, pois os ciclos econômicos da produção de redito de uma certa empresa pode

conciliar essa realidade, com a segurança jurídica que inspira as regras relacionadas à formação do lucro social e à distribuição de dividendos, o art. 204 estabeleceu a disciplina para os chamados dividendos intermediários¹⁸¹. O texto desse dispositivo e sua organização permitem a identificação de quatro formas de declaração e pagamento de dividendos intermediários, além do dividendo anual, ordinário. São elas: dividendos intermediários semestrais, pagos com base no lucro do semestre (*caput*); dividendos intermediários genéricos, pagos em período inferior a um semestre, com base no lucro do referido período (§ 1º); dividendos intermediários genéricos, pagos a qualquer momento, com base em lucros acumulados (§ 2º); e dividendos intermediários genéricos, pagos a qualquer momento, com base em reservas de lucros (§ 2º).

Os dividendos intermediários semestrais, pagos com base no lucro do semestre, dependem de prévia previsão estatutária ou legal, balanço específico e podem ser declarados pelos órgãos de administração (conselho de administração ou diretoria, na ausência daquele), caso o estatuto social o permita. A assembleia geral, nos termos de lei ou do estatuto social, também poderá declará-los. O balanço especificamente levantado não precisa ser aprovado pela assembleia geral e nem ser publicado, a menos que o estatuto social ou lei especial disponham em contrário. No caso das companhias abertas, entretanto, o balanço deve ser encaminhados para disponibilização eletrônica pela Comissão de Valores Mobiliários.

Os dividendos intermediários genéricos pagos em período inferior a um semestre, com base no lucro do referido período, dependem, igualmente, de prévia previsão estatutária ou legal, balanço específico e, por coerência, também podem ser declarados pelos órgãos de administração (conselho de administração ou diretoria, na ausência daquele) ou pela assembleia geral, nos termos de lei ou do estatuto social. O balanço especificamente levantado não precisa ser aprovado pela assembleia geral e nem ser publicado, a menos que o estatuto social ou lei especial disponham em contrário, reiterando-se a ressalva feita no parágrafo anterior quanto às companhias abertas. Nesse caso, contudo, como a

oscilar por razões práticas de natureza que não cabe aqui discutir, mas facilmente perceptível. Porém, a lei, por razões óbvias, não pode ser assim concebida sem um mínimo de certeza, e a duração anual ou semestral estandardizada não se afeiçoa necessariamente à efetiva cadência das operações e aos ciclos operativos, mas corresponde à solução que a lei deu aos conflitos de interesses que vem à tona ao ensejo da determinação e distribuição do lucro. LEÃES, *Do direito do acionista ao dividendo*, op. cit., pp. 50 e 51.

¹⁸¹ Há, na doutrina, distinção entre “dividendos intermediários e “dividendos intercalares” (CARVALHOSA, *Comentários à lei de sociedades anônimas*, v. 3, op. cit., p. 809). O art. 204, contudo, não faz essa distinção, razão pela qual este trabalho adotará apenas a denominação “dividendos intermediários”.

periodicidade da declaração e do pagamento é livre, o valor total distribuído como dividendo não pode ultrapassar, em cada semestre, o montante registrado nas reservas de capital da companhia. A lei cria, assim, um anteparo adicional para a distribuição desses dividendos, com o objetivo de proteger o capital social e os interesses dos diversos credores da companhia. Fica claro, portanto, que a lei permite a distribuição de dividendos com base em lucros apurados pelos ITR's das companhias abertas, por exemplo, desde que atendidos os requisitos do art. 204¹⁸².

Como se viu anteriormente, desde a introdução do § 6º do art. 202, pela Lei n.º 10.303, de 31 de outubro de 2001, não há mais a possibilidade da existência de lucros acumulados sem destinação específica. Ou os lucros retidos estão registrados em reserva com fim determinado ou estão associados ao cumprimento do orçamento de capital. Deixaram de existir, portanto, os chamados lucros acumulados genéricos. Assim, a disposição do § 2º do art. 204 que autoriza a declaração de “dividendos intermediários, à conta de lucros acumulados”, deixa de ter sentido no ordenamento vigente. Mesmo que se considere que a expressão “lucros acumulados” pode se referir também aos lucros acumulados em certo período, dentro do exercício social¹⁸³, ainda assim a disposição seria desnecessária, por redundância com a regra do § 1º do mesmo art. 204.

¹⁸² A constatação é significativa, pois a discussão a respeito da utilização dos resultados intermediários é vasta no ambiente societário nacional e atualíssima na jurisprudência administrativa. Embora não haja maiores questionamentos com relação à utilização desses resultados no pagamento de dividendos intermediários (em razão, exclusivamente, da maior clareza da lei nesse ponto e não pela menor complexidade da matéria), os debates referentes aos programas de recompra de ações, com utilização de resultados intermediários, estão longe de ser unânimes. Durante o todo o ano de 2008, especialmente nos últimos meses do segundo semestre, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, a Superintendência de Relações com Empresas da mesma Comissão e a Procuradoria Federal Especializada produziram uma excelente discussão a respeito da utilização do lucro social em formação em programas de recompra de ações, no âmbito da análise do processo administrativo CVM n.º RJ2008/4587 (Redecard S.A.) e, principalmente, do processo administrativo CVM n.º RJ2008/2535 (São Carlos Empreendimentos e Participações S.A.). Os argumentos, pontos de vistas e conclusões variaram amplamente entre os diretores, superintendente e procuradores. Entre os diretores, há voto, no caso do processo administrativo CVM n.º RJ2008/2535, do diretor relator Sérgio Weguelin, apresentado em 22 de julho de 2008, e esclarecido em 25 de novembro de 2008; do diretor Eli Loria, apresentado na reunião do Colegiado de 19 de agosto de 2008; do diretor Marcos Barbosa Pinto, de 7 de outubro de 2008, retificado parcialmente em 4 de novembro de 2008; e do diretor Eliseu Martins, apresentado em 25 de novembro de 2008.

¹⁸³ Nesse caso, a expressão “lucros acumulados” equivaleria à expressão “saldo de lucros”, contida na alínea “b” do § 1º do art. 30 da Instrução CVM n.º 10, de 14 de fevereiro de 1980: “Art. 30. A companhia não poderá negociar com as próprias ações. § 1º Nessa proibição não se compreendem: (...) 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”. A respeito desta última expressão, o diretor Marcos Barbosa Pinto, da Comissão de Valores Mobiliários, afirmou, em voto proferido no âmbito do processo administrativo CVM n.º RJ2008/2535, datado de 7 de outubro de 2008, que “a lei não diz a data em que o saldo de lucros deve ser apurado. No regime legal, portanto, esse saldo de lucros pode ser apurado em qualquer balanço levantado pela companhia, seja ele trimestral, semestral ou do exercício. Portanto,

Os dividendos intermediários genéricos, pagos a qualquer momento, com base em reservas de lucros, dependem de levantamento de balanço específico, que só pode ser anual ou semestral, e podem ser declarados pelos órgãos de administração ou pela assembleia geral, conforme disposto pelo estatuto social.

Entretanto, diferentemente dos demais casos examinados neste item, o balanço que suporta a declaração e o pagamento desses dividendos deve ser previamente aprovado pela assembleia geral dos acionistas. Isso porque a declaração e o pagamento dos dividendos será feita contra reservas de lucros. E, de acordo com a lei, o preenchimento das reservas de lucros depende de aprovação da assembleia geral. O art. 204 autoriza a delegação para os órgãos de administração apenas do poder de declarar os dividendos intermediários e não do poder de determinar a destinação do lucro social. Afinal, a delegação do poder de determinar a destinação do lucro social, sem exame específico pelos acionistas dos propósitos das destinações, atentaria contra todo o sistema criado pela lei para a proteção da distribuição do dividendo mínimo obrigatório.

Além disso, os dividendos intermediários pagos com base em reservas de lucros não podem ser considerados, ao final do exercício, como parte do dividendo mínimo obrigatório. A menos que o estatuto social disponha de maneira diversa, o dividendo mínimo obrigatório é extraído do lucro social do exercício. Se houver distribuição intermediária de valores constantes nas reservas de lucro, os acionistas receberão esses valores e mais o dividendo mínimo obrigatório, integralmente. Os lucros constantes das reservas de lucros já foram, em exercícios anteriores, descontados da base de cálculo do dividendo mínimo obrigatório ou diretamente do montante distribuível. Sua reversão ocorrerá apenas nos casos de constatação de que os valores não são necessários para a companhia ou se a situação financeira que impediu o pagamento dos dividendos se modificou. Em uma e outra hipótese, o valor em questão deve destinar-se aos acionistas, na forma de dividendos, seja por força das regras dos arts. 197, § 2º ou 202, §§ 4º e 5º, seja por força do disposto no § 6º do art. 202.

interpretando a lei em seus estritos termos, não encontro suporte para a tese (...) de que, para os fins do art. 30, só conta o saldo de lucros apurado ao final do exercício.”

De maneira geral, para o pagamento de qualquer dos tipos de dividendo intermediário, é necessário, evidentemente, que haja lucro efetivo. A responsabilidade, na maioria dos casos, recairá sobre o órgão de administração que aprovou a declaração desses dividendos. Se não há aprovação específica pela assembleia geral, não há, em princípio, como responsabilizar os acionistas e obrigá-los a devolver os dividendos recebidos¹⁸⁴. A eventual má-fé dos acionistas ou de parte dos acionistas deverá ser provada.

A possibilidade de declaração do dividendo intermediário pelos órgãos de administração, a propósito, é exceção à regra de que cabe apenas à assembleia geral declarar a distribuição de dividendos. Essa exceção, no entanto, não representa nenhuma incoerência ou dificuldade para a disciplina jurídica do dividendo mínimo obrigatório. O poder concedido aos administradores é significativo, porém muito bem cercado pela lei. A discricionariedade dos órgãos de administração incide apenas sobre o tempo do pagamento do dividendo mínimo obrigatório ou sobre a possibilidade de pagamento de dividendos adicionais ao mínimo obrigatório. Não há, ou é muito baixo, o risco de que a regra do art. 204 venha a ser utilizada por administradores e acionistas controladores com o objetivo de prejudicar o direito dos acionistas ao dividendo mínimo obrigatório. Especialmente porque as regras de responsabilidade nesse caso são muito claras. Sendo a decisão de declaração tomada pelo órgão de administração, sobretudo se se tratar de balanço específico não aprovado pela assembleia geral, toda a responsabilidade pelo pagamento de dividendos fictícios ou por condutas abusivas será claramente identificável como sendo dos administradores. Além disso, para todos os casos, o art. 204 exige que haja previsão estatutária ou legal, para que os órgãos de administração possam declarar a distribuição de dividendos intermediários, legitimando plenamente a transferência do poder de decisão sobre o fluxo do pagamento de dividendos. Vale lembrar, a propósito, que a recompra de ações é, igualmente, forma de distribuição de caixa aos acionistas, não sendo, contudo, matéria privativa da assembleia geral¹⁸⁵.

¹⁸⁴ Os lucros intermediários são tidos pela doutrina brasileira, de forma praticamente unânime, como definitivos e não provisórios. Nesse sentido, por exemplo, Leães afirma que “no caso, não se trata de dividendos adiantados e provisórios (*‘acconti dividendo’*), mas de dividendos *definitivos*, distribuídos semestralmente, pois as perdas sucessivas, que eventualmente ocorram, não poderão certamente ser compensadas com os lucros já distribuídos de maneira irrevogável, à vista de balanço devidamente levantado”. LEÃES, *Do direito do acionista ao dividendo*, op. cit., p. 49.

¹⁸⁵ A matéria não consta do rol taxativo do art. 122 da Lei das Sociedades por Ações. No caso das companhias abertas, há previsão específica, no art. 1º da Instrução CVM n.º 10, de 14 de fevereiro de 1980, sobre o poder do conselho de administração para autorizar a recompra de ações: “Art. 1º Poderão adquirir ações de sua emissão, para efeito de cancelamento ou permanência em tesouraria, e posteriormente aliená-

A distribuição de dividendos intermediários, mesmo com base em lucros semestrais ou apurados em períodos inferiores, também não afeta a formação da reserva legal ou de outras eventuais destinações obrigatórias, da mesma forma que não afeta, via de regra, o dividendo mínimo obrigatório. Contabilmente, essas distribuições devem ser registradas como contas redutoras do lucro do exercício. Assim, a conta do lucro final do exercício não é afetada, e todas as destinações anuais continuam a ser feitas sobre o valor total do lucro social apurado no exercício. Ocorre, apenas, que a parcela já distribuída como dividendos intermediários não estará mais disponível para a partilha.

Os riscos residuais, naturalmente, além da má-fé dos administradores, são a perda imprevisível de capital e o erro nas projeções financeiras. Nessas hipóteses, restará, após a provável desaprovação das contas anuais, apenas apurar as responsabilidades, normalmente dos administradores, e cobrar as compensações. Como dito acima, as regras de responsabilização são claras para essas situações e há fortes desincentivos para a atuação abusiva ou simplesmente temerária por parte dos administradores.

Em todo caso, é recomendável que a decisão de distribuição de dividendos intermediários, à conta de lucros semestrais ou de períodos inferiores, seja sempre suportada por estimativas e projeções da administração, ou até mesmo por segregação contábil de ativos, que indiquem ou assegurem que essa distribuição não afetará as destinações obrigatórias do lucro social, especialmente a formação da reserva legal e o pagamento do dividendo mínimo obrigatório¹⁸⁶.

las, as companhias abertas cujo estatuto social atribuir ao conselho de administração poderes para autorizar tal procedimento.”

¹⁸⁶ Para o caso de aquisição de ações de emissão da própria companhia, com base em saldo intermediário de lucros, o diretor Marcos Barbosa Pinto, da Comissão de Valores Mobiliários, no âmbito do mesmo processo administrativo CVM n.º RJ2008/2535, em voto de 7 de outubro de 2008, sugere que a Comissão institua uma “salvaguarda, qual seja, que as recompras aprovadas com base em balanço trimestral ou semestral sejam suportadas por estimativas e projeções da administração que indiquem que a recompra não prejudicará eventual dividendo mínimo ou fixo dos preferencialistas, nem o dividendo obrigatório.” Em adendo, apresentado no dia 4 de novembro de 2008, o mesmo diretor complementa sua sugestão, afirmando que “[o] que pode ocorrer, isso sim, é uma possível perda de capital para a companhia no momento da distribuição dos dividendos obrigatórios, fixos ou mínimos ao final do exercício, semelhante à que ocorreria caso a companhia tivesse distribuído dividendos intermediários ou intercalares e, ao final do exercício, apurasse prejuízo. Para tomar precauções contra essa hipótese, mantenho a recomendação que fiz em meu voto: que a recompra seja amparada em projeções que indiquem que a recompra e o pagamento dos dividendos obrigatórios, fixos ou mínimos ao final do exercício, não ultrapassarão o saldo de lucros ou reservas.” Em sentido semelhante, o diretor Eliseu Martins, em voto de 25 de novembro de 2008, no âmbito do mesmo processo, afirmou, a respeito da possibilidade de aquisição de ações de emissão da própria companhia, com base em saldo intermediário de lucros, que considera “determinadas prudentes condicionantes como vitais

3.- Procedimento: fases preparatória, constitutiva e integrativa

A operação de transformação de parcela do lucro obtido por uma companhia, em determinado exercício social, em crédito efetivamente devido aos acionistas, transformando-os em típicos credores, configura verdadeiro procedimento, com etapas progressivas interdependentes, tempo certo, agentes determinados e funções estabelecidas, tudo em harmonia com o funcionamento do sistema societário.

Participam com maior importância desse procedimento os administradores e a assembleia geral dos acionistas. Em regra, os primeiros protagonizam apenas as fases preparatória e constitutiva, durante as quais, sinteticamente, são elaborados os documentos e a proposta de destinação do lucro social, para serem submetidos à assembleia dos acionistas. Esta, por sua vez, comanda, normalmente, a fase integrativa, que homologa e dá plena eficácia aos documentos preparados pela administração, encerrando o procedimento de declaração dos dividendos do exercício social. Como se viu, no entanto, no caso dos dividendos intermediários, a homologação pode ser delegada aos órgãos de administração.

De forma mais detalhada, as três referidas fases desdobram-se nas seguintes etapas, quando se trata de dividendos mínimos obrigatórios, distribuídos ordinariamente: encerramento contábil do exercício social; elaboração de projeto de demonstrações financeiras; discussão e aprovação pela administração do projeto de demonstrações

para que isso possa ser feito”, apontando como tais prudentes condicionantes, as seguintes: “a. [é] necessário que sejam segregados os valores que, caso fosse final de exercício social, teriam que ficar apartados para cobertura de reservas necessariamente constituíveis e dividendos obrigatoriamente exigíveis, como: - reserva legal, - reservas estatutárias, conforme as disposições relativas à sua constituição e utilização previstas no Estatuto Social, - reserva de lucros a realizar, - dividendos fixos ou mínimos, inclusive cumulativos, - dividendo mínimo obrigatório; b. [é] necessário que eventuais outras retenções necessárias sejam consideradas para que o valor a ser utilizado para pagamento dos dividendos e das ações a recomprar esteja totalmente lastreado em lucros realizados (financeiramente disponíveis ou muito proximamente disponíveis); c. [t]ambém é necessário que se considerem o passado da companhia quanto ao comportamento típico do resultado na fase restante do exercício social e uma projeção para o resultado do exercício social em andamento a fim de que seja evidenciada toda a prudência que se espera da administração de uma companhia aberta nessa situação. Se não divulgada essa projeção, deve o Conselho de Administração declarar ter recebido todos esses dados e declarar-se confortável quanto à utilização dos valores pretendidos para a aquisição das ações próprias; d. [n]ão é admissível, em hipótese alguma, qualquer utilização do resultado do exercício em andamento por conta de valores projetados de resultado”. Em conclusão, o diretor Eliseu Martins afirmou: “consideradas essas prudentes ações e projeções, considero como passível de aceitação a utilização de parte do resultado de um exercício em andamento para aquisição de ações de emissão da própria companhia”; e recomendou “que sejam realizados estudos a fim de alterar a Instrução CVM 10/80 para prever essas prudentes ações e projeções expressamente na norma”.

financeiras; discussão e elaboração pela administração de proposta de destinação do lucro do exercício, o que inclui a proposta de distribuição de dividendos; discussão pelo conselho fiscal, com auxílio dos auditores independentes, se for o caso, e eventual elaboração de parecer ou voto do órgão ou de membros isolados; publicação do projeto de demonstrações financeiras e disponibilização aos acionistas de todos os documentos pertinentes; exame pelos acionistas dos citados documentos; convocação da assembleia geral ordinária; e deliberação sobre as contas apresentadas, incluindo a proposta de distribuição de dividendos.

4.- Documentos da administração: reflexo, identificação e fiscalização

Os documentos da administração, de acordo com o art. 133 da Lei das Sociedades por Ações, são compostos pelo relatório da administração sobre os negócios sociais e os principais fatos administrativos do exercício findo; pelo projeto de demonstrações financeiras (arts. 176 e seguintes); pelo parecer dos auditores independentes, se houver; pelo parecer do conselho fiscal, incluindo-se os votos dissidentes, conforme o caso; e pelos demais documentos que possuam relação com a ordem do dia.

O conjunto desses documentos possui três funções básicas: refletir a realidade da companhia, em todos os seus aspectos, especialmente os financeiros e societários; identificar a opinião dos órgãos de administração e dos agentes fiscalizadores da companhia a respeito da condução das atividades sociais; e fornecer subsídio para o exercício do direito de fiscalização dos sócios.

A razão primordial da elaboração e da apresentação dos documentos da administração não é, portanto, a constituição de direitos ou de obrigações. Fundamentalmente, esses documentos servem como instrumentos para as decisões dos sócios e dos investidores. Não constituem, ainda, típica declaração de vontade de seus emissores, nem mesmo com relação aos documentos produzidos exclusivamente pelos administradores. Mas também não podem ser considerados, de outro lado, meros relatórios técnicos, sem efeito jurídico. Muito ao contrário. Não apenas a sua elaboração e produção decorrem de estritas exigências legais, quanto à sua existência e forma, como também o seu conteúdo implica diversas consequências de direito para a sociedade, administradores e demais emissores. Em especial, os documentos da administração materializam a prestação de contas dos

administradores, quanto à gestão do patrimônio dos acionistas. Além disso, esses documentos demonstram também as intenções e opiniões dos administradores a respeito da condução das atividades empresariais. Ou seja, em escala simbólica, porém muito significativa, os documentos da administração indicam o perfil da sociedade e refletem as expectativas e riscos a que estão submetidos os seus sócios ou a que se submeterão os adquirentes de suas ações. Nessa medida, os documentos da administração, principalmente as demonstrações financeiras, incluídas a proposta de destinação do lucro social e as notas explicativas, e o relatório dos administradores são vetores das atividades e da vontade dos administradores. Configuram, desse ponto de vista, sob forma atípica, com efeitos jurídicos limitados, declaração de vontade dos administradores, vinculando-os ao seu conteúdo, para fins de apuração ou de limitação de responsabilidades.

Parte do significado jurídico dos documentos da administração é ativada com a mera disponibilização de seu conteúdo aos sócios ou ao público. A mera publicação do balanço, por exemplo, pode ter efeitos sobre o mercado e sobre a companhia, mesmo antes de submetido ao exame e aprovação da assembleia dos acionistas. Os administradores, evidentemente, desde logo são responsáveis pelos documentos preparados e disponibilizados.

Outros efeitos, diferentemente, podem ser deflagrados apenas com a deliberação da assembleia dos acionistas, aprovando as demonstrações financeiras e tornando-as definitivas¹⁸⁷. Lembrando-se que, a respeito dos dividendos intermediários, declarados

¹⁸⁷ A respeito, cf. o que ensina o Prof. Leães, primeiramente descrevendo o pensamento de Francesco Messineo, para apará-lo, em seguida: “Com efeito, os gestores da sociedade redigem apenas um *projeto* de balanço, como diz MESSINEO em estudo clássico, que somente se torna um verdadeiro “balanço”, no sentido jurídico do termo, após a aprovação da assembleia. Sustenta o jurista italiano que, na espécie, a função do órgão administrativo é tão somente informativa ou certificadora; razão por que, a seu ver, esse projeto de balanço não “cria” uma situação, mas simplesmente a torna manifesta. Seria, assim, um documento derivado, dependente ou reflexo, que *descreve* uma situação contábil pré-constituída, mas da qual não assume a paternidade. Não consubstancia, portanto, uma declaração de vontade, na medida em que tal expressão só tem valor técnico quando implica uma função *dispositiva*, de constituir, modificar ou extinguir uma relação jurídica ou um direito subjetivo. Caberia, pois, afastar a idéia de que os administradores, em apresentado o balanço (projeto), tenham a intenção de emitir uma declaração de tal índole, que, caso tivesse esse caráter, se endereçaria necessariamente à assembleia-geral, que, por ser outro órgão da mesma sociedade, e não um terceiro perante os diretores, não poderia ser a destinatária de uma manifestação volitiva emitida pela sociedade de si para si mesma. Seria o balanço antes uma declaração *reprodutiva*, porque vinculada aos elementos contábeis que reproduz, e uma declaração de *ciência ou de fato*, porque limitada a representar um estado pretérito das coisas na sua exata realidade, sem procurar modificá-lo por meio do negócio jurídico a que se dá vida com a declaração de vontade.” (...) “Ora, como nos esforçamos em demonstrar nas páginas anteriores, o balanço de exercício tem por finalidade precípua a representação da situação reditual da empresa, mais do que a simples demonstração do quadro patrimonial da sociedade. Ademais ao erigir o balanço com tal escopo predominante, a diretoria, tendo em vista que a ela cabe o

pelo órgão de administração responsável, embora não caiba à assembleia dos acionistas intervir diretamente nessa decisão, pode esta controlar as consequências da distribuição intermediária, por meio da aprovação anual das contas.

Como instrumentos para o exercício do direito fundamental de fiscalização dos sócios, os documentos da administração são peças fundamentais do mecanismo de proteção do direito do acionista ao dividendo mínimo obrigatório. Afinal, fornecem os meios, praticamente únicos, com os quais os acionistas verificam a exatidão do procedimento de formação do lucro social, ponderam sobre a proposta de utilização desse lucro e decidem a respeito do montante e do tempo de distribuição dos dividendos.

5.- Proposta sobre a destinação do lucro líquido do exercício

O art. 192 da Lei das Sociedades por Ações determina que “[j]untamente com as demonstrações financeiras do exercício, os órgãos da administração da companhia apresentarão à assembleia geral ordinária (...) proposta sobre a destinação a ser dada ao lucro líquido do exercício”.

Trata-se, portanto, de documento adicional às demonstrações financeiras, a ser preparado e apresentado, anualmente, pelo conjunto de administradores da companhia à assembleia geral ordinária dos acionistas.

Embora não seja essa a prática mais observada entre as companhias brasileiras, a proposta sobre a destinação do lucro líquido do exercício deve ser disponibilizada aos acionistas nos mesmos prazos e meios previstos no art. 133 da Lei das Sociedades por Ações. Essa conclusão decorre da análise conjunta dos arts. 192, 132, II, e 133, V, da lei societária. O art. 192 determina a elaboração e apresentação à assembleia geral da proposta de destinação do lucro líquido do exercício. O art. 132, II, determina que uma das matérias típicas da competência da assembleia geral ordinária é a deliberação “sobre a destinação do lucro líquido do exercício”. E o art. 133, V, determina que a companhia deve

comando da política econômica da sociedade, lhe subministra uma determinada feição, que reflete tanto a política do balanço quanto a política de dividendos que preconiza sejam adotadas pela empresa, e que deverão ser chanceladas pela assembléia, juntamente com o balanço. (...) Sem ir tão longe, temos que, visto por esse aspecto, não há como negar seja o balanço (projeto) *também* uma declaração de vontade, com função constitutiva.” LEÃES, *Do direito do acionista ao dividendo*, op. cit., pp. 62 e 63.

disponibilizar, e avisar os acionistas sobre a disponibilização, “[os] demais documentos pertinentes a assuntos incluídos na ordem do dia”. Ora, a proposta sobre a destinação do lucro líquido do exercício é um documento, de acordo com o art. 192, e é pertinente aos assuntos incluídos na ordem do dia de qualquer assembleia geral ordinária, de acordo com o art. 132, II. Além do mais, a prévia disponibilização da proposta sobre a destinação do lucro líquido do exercício é absolutamente coerente com o sistema de proteção dos direitos dos acionistas organizado pela lei. Nada mais natural que os acionistas examinem, com antecedência, a sugestão de alocação do lucro líquido dada pelos administradores da companhia. Sendo a partilha do lucro social assunto dos mais sensíveis dentro da organização societária, como visto ao longo de todo este estudo, não faz nenhum sentido que os acionistas tomem conhecimento das sugestões de seus administradores apenas durante a assembleia, ficando privados de refletirem sobre a proposta pelo mesmo tempo que terão para refletirem a respeito das demonstrações financeiras e do relatório da administração, por exemplo.

Como se trata de documento autônomo, a proposta deve ser disponibilizada aos acionistas, mesmo que esteja integralmente refletida no projeto de demonstrações financeiras (art. 176, § 3º). Uma das funções desse documento é conferir ainda mais clareza aos acionistas sobre a utilização do lucro social, evidenciando fatos que poderiam ser negligenciados pelo exame, relativamente mais complexo, do projeto de demonstrações financeiras.

Mais do que isso, muito embora a lei não o exija expressamente, a proposta deve ser, tanto quanto possível, detalhada quanto às razões das sugestões feitas pela administração, especialmente em relação à distribuição de dividendos. A lei, com efeito, não preveria a elaboração de um documento específico que simplesmente descrevesse a conclusão dos administradores quanto à utilização do lucro líquido do exercício, sem fundamentos e efeitos que pudessem ser ponderados pelos acionistas, antes de deliberarem a respeito de sua aprovação ou desaprovação.

Assim como as demonstrações financeiras apresentadas pelos administradores, a proposta de destinação do lucro líquido do exercício não serve, fundamentalmente, para constituir direitos ou obrigações. Antes, é um documento que resulta das obrigações impostas aos administradores da companhia, relacionadas à necessidade de prestação de

suas contas aos acionistas e ao exercício dos direitos de fiscalização destes. A proposta, no entanto, também pode produzir efeitos jurídicos importantes, na medida em que reflete informações a respeito do passado, presente e futuro da companhia, como a própria política de distribuição de dividendos, influenciando as decisões dos acionistas e do mercado, a partir de sua disponibilização pública. Por isso, os princípios que regem a responsabilidade dos administradores estendem-se também à elaboração e apresentação da proposta sobre a destinação do lucro líquido do exercício, localizando-a em uma categoria superior a um mero documento gerencial, ainda que não chegue a ser, por exemplo, uma típica manifestação de vontade.

Por fim, a existência da proposta de destinação do lucro líquido do exercício e a disciplina dada pelo art. 192 ratificam a competência da assembleia sobre a destinação do lucro líquido do exercício. Sem prejuízo de derrogações específicas, como a capacidade delegada aos órgãos de administração para declaração de dividendos intermediários, e de destinações automáticas, determinadas em lei, à assembleia geral é assegurada a prerrogativa de decidir, anualmente, fundada nas opiniões dos administradores, conselheiros fiscais e auditores externos, sobre a utilização do lucro social disponível.

6.- Efeitos jurídicos da declaração dos dividendos

De acordo com os incs. I e II do art. 132 da Lei das Sociedades por Ações, entre as matérias objeto da assembleia geral ordinária, estão, respectivamente: “tomar as contas dos administradores, examinar, discutir e votar as demonstrações financeiras” e “deliberar sobre a destinação do lucro líquido do exercício e a distribuição de dividendos”. Trata-se, portanto, de dois conjuntos de deliberações distintos, um referente à prestação de contas dos administradores e às demonstrações financeiras por eles apresentadas e outro referente à decisão sobre a destinação do lucro líquido do exercício e sobre a distribuição de dividendos.

No primeiro conjunto de deliberações, os acionistas examinam as atividades desempenhadas pelos administradores ao longo do exercício social e examinam as demonstrações financeiras.

A prestação de contas dos administradores é realizada com a apresentação do projeto de demonstrações financeiras, mas também com a discussão de quaisquer outros documentos e informações relacionadas ao exercício social, apresentados pelos administradores, acionistas, conselheiro fiscal, auditor independente ou outro agente societário.

Isso significa que a deliberação a respeito das demonstrações financeiras está associada à deliberação sobre a prestação de contas dos administradores, mas não se confunde integralmente com ela. Ou seja, pode haver aprovação das demonstrações financeiras, mas não aprovação das contas dos administradores. Assim como pode haver aprovação das contas, sem aprovação das demonstrações financeiras. Tanto é dessa forma, que o art. 134, § 3º, da Lei das Sociedades por Ações é expresso ao exigir, para a exoneração da responsabilidade dos administradores e fiscais, a aprovação, sem reserva, “das demonstrações financeiras e das contas”¹⁸⁸. De fato, as demonstrações financeiras podem estar em perfeita ordem, mas a conduta de um dos administradores não, em razão, por exemplo, de contratação efetuada por esse administrador ao longo de exercício, em situação de conflito de interesse. De igual modo, a conduta de todos os administradores pode ter sido regular ao longo do exercício, mas as demonstrações financeiras foram apresentadas com um erro formal, que impediu sua aprovação imediata pela assembleia.

O que ocorre normalmente, contudo, é que tanto as contas quanto as demonstrações financeiras são aprovadas sem reserva, sendo essa decisão refletida em ata como uma única deliberação, por razões compreensíveis de simplificação. Em alguns casos, além do mais, há efetiva confusão entre as matérias de cada deliberação, não sendo possível a desaprovação de uma sem o comprometimento da outra. Tudo a depender do caso concreto.

¹⁸⁸ “A distinção entre (a) deliberação sobre prestação de contas e (b) deliberação sobre demonstrações financeiras é confirmada pela redação da lei que, no item III do artigo 122, declara competir privativamente à assembleia geral ‘tomar, anualmente, as contas dos administradores, e deliberar sobre as demonstrações financeiras por eles apresentadas’, e no artigo 133 se refere, em itens distintos, ao ‘relatório da administração sobre os negócios sociais e os principais fatos administrativos do exercício findo’ (I) e à ‘cópia das demonstrações financeiras, tomada de contas dos administradores e seus efeitos. Necessidade de prévia anulação da deliberação que aprovou as contas dos administradores para a propositura de ação de responsabilidade, in Rodrigo R. Monteiro de CASTRO, Leandro Santos de ARAGÃO (orgs.), *Sociedade anônima – 30 anos da lei 6.404/76*, Quartier Latin, São Paulo, 2007, p. 44.

Mas, uma vez aprovadas as contas e as demonstrações financeiras, fato é que estarão exonerados de responsabilidade os administradores e fiscais, salvo erro, dolo, fraude ou simulação, conforme determina o mencionado art. 134, § 3º.

A aprovação das demonstrações financeiras possui, também, o efeito de transformar o projeto apresentado pelos administradores em documento efetivo da companhia, com integral significado jurídico¹⁸⁹. Antes da aprovação, as demonstrações financeiras disponibilizadas pelos administradores possuem efeitos jurídicos reduzidos, ligados especialmente à responsabilidade dos administradores relacionada à divulgação de informações gerais da companhia. Após a aprovação pela assembleia geral, as demonstrações financeiras passam a ser os números oficiais e finais da companhia, para todos os efeitos¹⁹⁰. Mais ainda, a aprovação do projeto de demonstrações financeiras reflete, de acordo com o art. 134, § 4º, e com o art. 176, § 3º, da Lei das Sociedades por Ações, a aprovação da proposta dos administradores para a partilha do lucro social¹⁹¹, modificada ou não pela assembleia geral¹⁹², integrando a essa deliberação também as deliberações sobre a destinação do lucro líquido do exercício e sobre a distribuição de dividendos.

¹⁸⁹ “Após a realização dessa série de atos, intercorrentes, cujos efeitos reciprocamente se integram, é mediante a aprovação por parte da assembléia que o balanço se aperfeiçoará, adquirindo a sua forma definitiva e a sua plena eficácia jurídica (...)” LEÃES, *Do direito do acionista ao dividendo*, op. cit., p. 68.

¹⁹⁰ “O balanço é um ato jurídico e não simples ato material. De balanço, a rigor, só se pode falar depois que o titular do patrimônio balanceado – pessoa física ou jurídica – o aprova, obedecidas as formalidades legais. Antes disso, o que há é um projeto ou uma minuta de balanço, sem valor contábil ou existência jurídica.” Fáblio Konder COMPARATO, *Natureza jurídica do balanço*, in *Ensaio e pareceres de direito empresarial*, Forense, Rio de Janeiro, 1978, p. 30. Para um aprofundamento sobre a natureza e as funções das demonstrações financeiras, cf., também, Pier Giusto JAEGER, *Il bilancio d’esercizio delle società per azioni*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, n. 27, ed. 2, Giuffrè, Milão, 1979, Guido ROSSI, *Utile di bilancio: riserve e dividendo*, Giuffrè, Milão, 1957, Luiz Gastão Paes de Barros LEÃES, *Direito comercial: textos e pretextos*, José Bushatsky, São Paulo, 1976, pp. 141 e ss. e BULHÕES PEDREIRA, *Finanças e demonstrações financeiras da companhia*, op. cit..

¹⁹¹ “A conta de Dividendos a Pagar terá lançamento pelos dividendos aprovados pela Assembléia e, muitas vezes, já creditados aos acionistas correspondentes. São valores líquidos e certos. A conta de Dividendos Propostos será registrada pelo valor proposto pela Administração da empresa na data do Balanço, como parte da destinação proposta para os lucros. Segundo a Lei n.º 6.404/76, a Administração deverá determinar sua proposição de destinação do resultado, inclusive dividendos, destinação essa que deverá ser contabilizada no próprio Balanço, no pressuposto de sua aprovação pela Assembléia. Posteriormente, mediante sua aprovação pelos acionistas na Assembléia, tais dividendos propostos, inclusos na provisão, serão transferidos dessa conta para a de Dividendos a Pagar. Se a Assembléia alterar o valor dos dividendos ou de qualquer outra obrigação, ou, ainda, se modificar o montante de lucro por alteração no valor das participações, das despesas ou das receitas, deverá obrigatoriamente republicar suas demonstrações conforme preceitua o art. 134 da Lei das Sociedades por Ações.” IUDÍCIBUS, MARTINS, GELBCKE, *Manual de contabilidade das sociedades por ações – aplicável às demais sociedades*, op. cit., pp. 258 e 259.

¹⁹² “Nessas condições, se porventura a assembléia não aprovar a proposta de destinação dos lucros, tal como se apresenta no balanço e na demonstração de resultados, terá que haver uma retificação dos resultados, que se efetuará, de resto, na altura em que se encontra a escrituração, já que deter a contabilidade da empresa até a aprovação do balanço seria inviável.” LEÃES, *Do direito do acionista ao dividendo*, op. cit., p. 121.

O segundo conjunto de deliberações recai sobre a partilha do lucro líquido do exercício, incluindo a distribuição de dividendos. A lei identifica, mais uma vez, duas deliberações distintas. Nesse caso, no entanto, a sobreposição entre as matérias é ainda maior. A relação entre a distribuição de dividendos, especificamente, e a decisão geral sobre a destinação do lucro líquido serão, na maior parte das ocorrências, indissociáveis¹⁹³. Essa indissociabilidade decorre, principalmente, da interdependência entre as duas matérias, que partem de um mesmo fundo social, constituído pelo lucro líquido. Não é impossível, contudo, que se verifique autonomia entre cada tipo de deliberação no caso concreto, inclusive para fins de verificação de invalidade, anulabilidade e nulidade¹⁹⁴. A autonomia, ou seja, o desdobramento de uma deliberação em outras, independentes, pode-se dar até mesmo dentro da decisão sobre a destinação do lucro líquido, que pode ser partilhado entre diversas finalidades.

Como se pode notar, portanto, entre as matérias tratadas neste item, podem ser identificados conjuntos distintos de deliberações. Essa distinção consta da própria Lei das Sociedades por Ações e mostra-se coerente com a realidade, na medida em que cuidam de assuntos de naturezas diferentes, que podem se basear em direitos e fatos diferentes. Entretanto, são assuntos limítrofes, que na maioria das vezes se sobrepõem, impossibilitando o isolamento entre si. Em grande parte dos casos, as deliberações sobre a aprovação das contas, das demonstrações financeiras, da destinação do lucro social e da distribuição dos dividendos, são feitas em uma única votação, fundada exclusivamente nas demonstrações financeiras. Nesses casos, conforma-se uma deliberação una, dificilmente desmembrável, para fins de aplicação de regras de invalidade, anulabilidade e nulidade,

¹⁹³ “The last set of significant corporate actions comprises those that bear on the flow of equity capital into and out of the corporations. These actions assume three interrelated forms: (1) actions to reduce or increase legal capital, (2) new issues of shares, and (3) distributions of capital by means of share repurchases and dividends. Because these actions are inseparable in many jurisdictions, we must consider them together as they relate to the interests of, respectively, shareholders as a class, minority shareholders, and corporate creditors.” Reinier R. KRAAKMAN et al., *The anatomy of corporate law – a comparative and functional approach*, Oxford University Press, Nova Iorque, 2004, pp. 145 e 146.

¹⁹⁴ É claro que, em caso de nulidade ou anulação da própria assembléia-geral, em razão de defeito na convocação, por exemplo, todas as deliberações tomadas serão afetadas, inclusive a de distribuição de dividendos, independentemente de conexão direta das matérias, mas em razão da ausência de efeitos de atos que condicionam a existência dessas deliberações. Nesse sentido, a Apelação Cível n.º 13.393-1, julgada em 13 de agosto de 1981, pela 5ª Câmara Cível do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, em que são apelantes e reciprocamente apeladas Comercial Trussardi S/A e Yara Trussardi (acórdão comentado na RDM, n. 47, 1982, pp. 61 e ss.).

por exemplo¹⁹⁵. A diferenciação formal entre a assembleia que aprova o balanço e que aprova a repartição dos lucros, como proposta por alguns doutrinadores, parece de difícil encaixe no ordenamento brasileiro, podendo ser verificada em apenas algumas ocorrências concretas¹⁹⁶. De igual forma, ambas as deliberações analisadas neste item assumem caráter de negócio jurídico, caracterizando-se como declarações de vontade e não meras declarações de ciência ou de verdade, e podendo produzir efeitos jurídicos isoladamente ou de maneira unificada¹⁹⁷.

A declaração dos dividendos, especificamente, é a decisão do órgão competente, tomada de forma isolada ou em conjunto com outras decisões, que determina o montante a ser distribuído como dividendo aos acionistas e, sendo o caso, também a fonte, o tempo de pagamento e outros aspectos que forem cabíveis. A declaração ocorre apenas no momento da deliberação de aprovação tomada pelo órgão responsável e não, evidentemente, com a mera apresentação da proposta de destinação do lucro líquido pelos administradores. A competência para a declaração dos dividendos é, em princípio, da assembleia geral dos acionistas (art. 132), mas pode ser delegada ao conselho de administração, por lei ou pelo estatuto social, no caso de dividendos intermediários (art. 204). A esse respeito, vale ressaltar que das matérias privativas da assembleia geral, listadas de maneira taxativa no art. 122 da Lei das Sociedades por Ações, consta apenas a tomada anual de contas dos administradores e a deliberação sobre as demonstrações financeiras, mas não a decisão sobre a distribuição de dividendos.

¹⁹⁵ “Por derradeiro, cabe advertir que, em aprovando o balanço, assembléia declara o ativo e o passivo sociais, sanciona a gestão dos diretores e delibera acerca da distribuição e atribuição dos lucros de exercício. Trata-se, por certo, de deliberações logicamente distintas, mas que formam um único ato, tendo entre si uma íntima ligação, de tal sorte que uma deliberação não pode existir sem a outra, ou produzir efeito sem a outra, a ponto da nulidade de uma deliberação advir a nulidade da outra, ou o vício ou defeito de uma ter, sobre a outra, certa influência, constituindo, destarte, todas elas, uma unidade jurídica inseparável. A deliberação ordinária, que aprova o balanço e a conta de lucros e perdas, simultaneamente decide a respeito da destinação dos lucros de exercício e aprova a obra coletiva dos diretores.” LEÃES, *Do direito do acionista ao dividendo*, op. cit., p. 70.

¹⁹⁶ LEÃES, *Do direito do acionista ao dividendo*, op. cit., p. 68 e ss.

¹⁹⁷ “A maioria da doutrina não coloca a questão nos termos em que a analisamos no texto, preferindo, ver se o direito do sócio ao lucro ou ao dividendo nasce com a deliberação de aprovação das contas ou com a deliberação de aplicação dos resultados. Conclui que o primeiro acto é uma declaração de ciência, sendo o segundo uma declaração negocial fonte de direitos e obrigações. Em nosso entender, essa maneira de analisar a realidade é errada: a deliberação que aprove as contas pode ser uma declaração de ciência e, apesar disso, ser um acto jurídico produtor dos efeitos jurídicos que a lei ou o contrato lhe imputarem; por outro lado, a deliberação de aplicação de resultados pode ser uma declaração negocial constitutiva de direitos e obrigações e, apesar disso, não ser constitutiva do direito ao lucro ou ao dividendo, bastando que esse efeito seja imputado pela lei a outro acto ou facto.” PITA, *Direito aos lucros*, op. cit., pp. 61, nota de rodapé 1. Cf. também LEÃES, *Do direito do acionista ao dividendo*, op. cit., pp. 68 e 69.

A declaração do dividendo tem como efeito fundamental transformar o direito do acionista ao dividendo em crédito, líquido e certo, contra a companhia. O acionista, após a declaração pelo órgão competente, passa a ser credor da companhia e o montante a ser distribuído é extraído do patrimônio líquido da companhia, tornando-se passivo exigível. Deixa de haver, portanto, para a satisfação do direito do acionista ao dividendo, a necessidade de apuração do valor devido e das condições de pagamento, facilitando, processualmente, a sua cobrança¹⁹⁸.

7.- Direito do acionista ao dividendo mínimo obrigatório não declarado

A declaração do dividendo mínimo obrigatório pela assembleia geral ou pelo órgão de administração competente quantifica o direito do acionista e determina a forma de satisfação desse direito, mas não é condição para a existência do direito do acionista a esse dividendo. Esse direito do acionista decorre da norma legal ou estatutária que o preveja, e sua existência depende apenas da verificação das condições impostas pela lei ou pelo estatuto social. Se não houver lucro, do exercício ou acumulado, por exemplo, não há condições fáticas para a existência do direito do acionista ao dividendo mínimo obrigatório naquele exercício. Não há, portanto, direito do acionista ao dividendo, pois não há a possibilidade de existência do dividendo. O mesmo ocorre se alguma das condições determinadas em lei ou regularmente previstas pelo estatuto social não for verificada. A declaração do dividendo mínimo obrigatório é, assim, mero procedimento de determinação do direito do acionista. É um meio de materialização do direito e não de sua constituição, não podendo ser tida, ou estipulada, como condição para a existência do referido direito.

A não-declaração do dividendo mínimo obrigatório, injustificada, é uma afronta ao direito que o acionista detenha, por lei ou pelo estatuto social. Ainda que o direito ao dividendo mínimo obrigatório seja um direito condicionado, sua proteção estende-se por

¹⁹⁸ “C’est la décision de l’assemblée générale de distribuer tout ou partie des bénéfices sous forme de dividendes qui confère à ceux-ci l’existence juridique. Il faut considérer chaque actionnaire à partir de cette décision de répartition, comme *créancier du dividende*. Jusque-là, la collectivité des associés était titulaire d’une créance globale correspondant au passif interne dont la société est tenue envers ses membres; la décision de mise en distribution individualise le droit de chacun et le rend exigible à l’époque fixée, pour le montant fixe. L’actionnaire, créancier de la société, peut donc *produire au redressement ou à la liquidation judiciaire* pour le montant du dividende et Il peut, quand le jour de la mise en paiement est arrivé, faire courir les intérêts moratoires.” RIPERT, ROBLOT, (dir. Michel GERMAIN), *Traité de droit commercial*, op. cit., p. 605. Cf., a respeito da cobrança judicial do dividendo declarado, CARVALHOSA, *Comentários à lei de sociedades anônimas*, v. 3, op. cit., pp. 822 e 823.

todo o procedimento de formação e partilha do lucro social, visando garantir que não haja abuso ou utilização irregular de lucros por administradores ou acionistas, controladores ou não. Assim, todos os instrumentos de defesa dos direitos dos acionistas, internos, administrativos ou judiciais, servem à proteção do direito ao dividendo mínimo obrigatório, em qualquer momento daquele procedimento, seja para verificar a formação dos lucros, seja para obrigar a declaração do dividendo¹⁹⁹.

Na prática, a declaração do dividendo mínimo obrigatório representa, também, a certificação, pela assembleia geral ou pelos administradores, de que as condições para a distribuição daqueles dividendos foram verificadas. Especialmente porque, normalmente, essas declarações são acompanhadas do levantamento ou da aprovação de demonstrações financeiras, as quais subsidiam a distribuição dos dividendos. É claro que a distribuição de dividendos depende de fatos favoráveis refletidos nas demonstrações financeiras e é claro que a legitimidade das demonstrações financeiras depende de deliberação dos administradores ou da assembleia geral, conforme o caso. Isso não significa, entretanto, que o direito do acionista ao dividendo mínimo obrigatório passa a existir apenas após a certificação, pelos administradores ou pela maioria, de que as condições necessárias foram verificadas. Por uma razão muito simples: os administradores ou a maioria podem simplesmente não emitir essa certificação. Em conduta flagrantemente irregular, os administradores podem não elaborar as demonstrações financeiras, ou a assembleia geral ordinária pode não ser convocada ou a maioria dos acionistas pode simplesmente não votar a aprovação das demonstrações financeiras. Ou, ainda que seja convocada a assembleia geral ordinária e aprovadas as contas e as demonstrações financeiras, assim mesmo a maioria dos acionistas pode deixar de votar a destinação dos lucros ou, especificamente, a distribuição dos dividendos. Não deixará de existir, por essas razões, o direito do acionista ao dividendo mínimo obrigatório. As evidentes irregularidades contidas em qualquer uma daquelas hipóteses podem ser combatidas com fundamento em diversos direitos garantidos aos acionistas, entre eles o direito ao dividendo determinado em lei ou no estatuto social.

Ressalte-se, apenas, que a conclusão de que a existência do direito do acionista ao dividendo mínimo obrigatório não depende da declaração não implica afirmar que o

¹⁹⁹ A respeito da aplicação das regras de abuso de poder de controle às decisões relacionadas à partilha do lucro social, com análise pontual da jurisprudência nacional sobre a matéria, cf. COMPARATO, SALOMÃO FILHO, *O poder de controle na sociedade anônima*, op. cit., pp. 395 e ss..

acionista possuirá sempre, independentemente de declaração, um direito genérico ao dividendo. Conforme esclarecido acima, o direito ao dividendo mínimo obrigatório e sua proteção ao longo do exercício social decorrem da lei ou do estatuto social, assim como ocorre com o direito dos preferencialistas ao recebimento de dividendos fixos ou mínimos. Se não houver previsão legal ou estatutária determinando a distribuição de dividendos, ainda que condicionada, a existência desse direito dependerá da declaração. Nesse caso, subsistirá apenas o direito amplo do sócio de participação nos lucros sociais, dependendo a distribuição de parcela desses lucros aos sócios, como dividendo, de decisão eventual do órgão competente²⁰⁰.

Uma vez reunidas as condições necessárias e, portanto, existente o direito ao dividendo mínimo obrigatório, a declaração pode ser substituída pela renúncia a esse direito ou pela suspensão de sua satisfação. Conforme discutido anteriormente, os acionistas, atendidas determinadas condições, podem renunciar ao direito ao dividendo mínimo obrigatório, decidindo por reaplicar a parcela correspondente do lucro social na companhia. Em outras hipóteses, especificamente reguladas pelo art. 202, §§ 4º e 5º, da Lei das Sociedades por Ações, a declaração pode ser suspensa até que a má situação financeira da companhia seja revertida.

8.- Haveres sociais e dividendos

Haveres sociais e dividendos não se confundem. O primeiro conceito diz respeito à parcela do patrimônio da sociedade cabível a cada sócio, em caso de dissolução parcial ou total da sociedade. O segundo refere-se à parcela do lucro produzido pela sociedade reservada para distribuição periódica aos sócios, sem prejuízo à continuidade normal da empresa e sem afetação das participações societárias. A distinção entre ambos os conceitos é evidente, mas a ressalva é necessária, pois em algumas situações os respectivos valores podem se sobrepor.

Economicamente, os valores distribuíveis como dividendos, registrados em conta de lucro do exercício ou reservas de lucros, compõem, em teoria, o valor da ação. Sendo assim, se o dividendo não houver sido declarado, o preço da ação refletirá esse fato em seu

²⁰⁰ Cf. Alfredo LAMY FILHO, *Temas de s.a.*, Renovar, Rio de Janeiro, 2007, pp. 237 e 238.

valor, ajustando, por consequência, o valor dos haveres sociais. Nesse caso, na hipótese de necessidade de apuração de haveres sociais, especialmente no caso de exercício do direito de retirada, o eventual direito do acionista ao dividendo estará diluído dentro do valor dos haveres, não havendo que se falar, normalmente, em dois valores devidos pela companhia. Se, diversamente, o dividendo já houver sido declarado, mas ainda não pago, então dois valores serão devidos ao acionista que se retira: o valor dos haveres sociais e o valor do crédito decorrente da declaração dos dividendos. Isso porque, após a declaração, o valor a ser distribuído deixa de constar do patrimônio líquido da companhia e passa a figurar em seu passivo, deixando de influenciar da mesma forma a avaliação dos haveres sociais.

Essa é, ao menos, a regra geral, cujo fundamento é a garantia de que o sócio que, por qualquer razão, deixa a sociedade não seja tolhido de seus direitos patrimoniais, em razão de meras manobras contábeis ou societárias²⁰¹.

Em cada caso concreto, a manutenção desse fundamento pode exigir soluções diversas, a depender de fatores como os métodos de avaliação determinados pela lei ou pelo estatuto social para cada situação e eventuais diferenças econômicas entre o recebimento dos dividendos, diretamente, ou computados no preço da ação.

No caso de litígios societários envolvendo a apuração judicial dos haveres sociais, por exemplo, o pagamento correto e tempestivo dos dividendos legal ou estatutariamente devidos, ainda que não declarados, pode ser essencial para a adequada proteção dos interesses de sócios minoritários. Controladores e administradores podem retardar a declaração do dividendo intencionalmente, de maneira a reduzir os recursos financeiros disponíveis, à sua contraparte, para o financiamento do litígio.

*

²⁰¹ Ver, a respeito, Modesto CARVALHOSA, *O dissidente é sócio e não mero credor*, in *Revista dos tribunais*, n. 528, 1979, pp. 47 e ss..

Capítulo VI. – Retenção regular de lucros sociais

1.- Dedução dos prejuízos acumulados e provisão para o imposto sobre a renda (art. 189)

O capítulo XVI da Lei das Sociedades por Ações trata das diversas destinações possíveis, obrigatórias ou facultativas, que podem ser dadas ao resultado obtido pela companhia em cada exercício. A utilização do lucro social, como visto ao longo de todo este estudo, sujeita-se a complexas regras jurídicas, que visam a proteção do funcionamento da organização societária, e resulta da interação dos diversos interesses que convivem no âmbito da companhia. O lucro social pode ser distribuído aos acionistas na forma de dividendo, juros sobre capital próprio ou mediante recompra de ações. O lucro social pode, também, ficar retido dentro da companhia, para reaplicação na atividade empresarial, para compensar perdas prováveis ou para assegurar a integridade do capital social. Naturalmente, quanto maior a retenção, menor a parcela distribuível para os acionistas. Daí a razão do presente capítulo e do capítulo seguinte: examinar as hipóteses que autorizam, e as que não autorizam, a retenção do lucro social e, portanto, a diminuição da parcela distribuível do lucro social.

Entre as retenções regulares, há aquelas obrigatórias, por força de lei, e as facultativas. As obrigatórias são tidas pela lei como essenciais para a proteção de todo o sistema societário e não dependem da vontade dos acionistas ou dos administradores. As facultativas conferem à companhia a flexibilidade necessária para a utilização do lucro social remanescente da forma mais adequada para cada caso específico. As retenções são reguladas pela lei dentro de um sistema sucessivo, sendo cada uma delas, ou cada um dos grupos, descontada do lucro social em etapas subsequentes.

A primeira das retenções a ser estudada é a determinada pelo art. 189 da Lei das Sociedades por Ações: a dedução de prejuízos acumulados e a provisão para o imposto sobre a renda. Tecnicamente se trata de uma dedução e não propriamente de uma retenção. De todo modo, é a primeira redução do lucro social obtido pela companhia em dado

exercício. O lucro social deve ser utilizado, primeiramente, para a absorção de prejuízos acumulados em exercícios anteriores. Não poderá, portanto, haver distribuição de lucros aos acionistas, ou qualquer outra utilização do lucro social, antes de compensados os prejuízos acumulados. A regra impede a perenização da situação deficitária da companhia e ressalta a proteção dos interesses de seus diversos credores externos. Do mesmo montante obtido como resultado do exercício deverá, então, ser extraída a parcela que representa a estimativa calculada pela companhia do valor que será devido a título de imposto sobre a renda.

2.- Participações de empregados, administradores e partes beneficiárias (art. 190)

Sobre o lucro remanescente, após as deduções determinada pelo art. 189, serão calculadas e reduzidas do lucro social as participações estatutárias de empregados, administradores e partes beneficiárias, conforme determina o art. 190 da Lei das Sociedades por Ações.

Essas participações devem estar reguladas no estatuto social²⁰² e serão extraídas do lucro social remanescente sucessivamente e na ordem estabelecida no art. 189. Ou seja, em primeiro lugar será calculada e extraída a participação de empregados. Sobre o lucro remanescente, após deduzida a participação de empregados, será calculada e extraída a participação dos administradores. Sobre o lucro remanescente, após a dedução das participações de empregados e administradores, será calculada e extraída a participação das partes beneficiárias²⁰³.

De acordo com o parágrafo único do art. 190, ao cálculo e pagamento das participações estatutárias referidas aplicam-se as regras do art. 201 da Lei das Sociedades por Ações. Assim, tais participações poderão ser pagas não apenas com a utilização do lucro social do exercício, mas também mediante aproveitamento de reserva de lucros, ficando o pagamento em desacordo com essa regra sujeito à disciplina dos parágrafos do mesmo dispositivo.

²⁰² Ressalve-se que o parágrafo único do art. 47 da Lei das Sociedades por Ações veda a emissão de partes beneficiárias por companhias abertas.

²⁰³ CARVALHOSA, *Comentários à lei de sociedades anônimas*, v. 3, op. cit., p. 744.

Embora o art. 190 não preveja expressamente, há ainda que ser considerado o cálculo e o pagamento das participações no lucro das debêntures que gozam desse direito, conforme previsto nos arts. 56 e 187, IV, da Lei das Sociedades por Ações. O estatuto social e os documentos de emissão das debêntures deverão determinar a ordem de cálculo da participação das debêntures, diante da organização do art. 190²⁰⁴. O fato de não haver menção da participação das debêntures no art. 190, entretanto, pode sugerir que o cálculo deva ser feito sobre o lucro remanescente após a dedução de todas as participações expressamente previstas no art. 190. Ainda que se considere a omissão como mera falha do legislador, parece mais adequado que se respeite a ordem expressa e literal contida na lei.

Com relação, especificamente, à participação dos administradores, a Lei das Sociedades por Ações, em seu art. 152, determina que os administradores poderão receber a participação estatutária apenas se o estatuto social estabelecer dividendo mínimo obrigatório equivalente ou superior a 25% do lucro líquido e desde que esse dividendo seja integralmente pago aos acionistas no exercício em questão²⁰⁵.

O dispositivo alinha, de maneira engenhosa, os interesses dos administradores e dos acionistas, protegendo o instituto do dividendo mínimo obrigatório, nos termos sugeridos pela lei, contra comportamentos abusivos e oportunistas dos administradores²⁰⁶. Poderão fazer jus à participação estatutária nos lucros apenas os administradores de companhias, cujos estatutos sociais prevejam fórmula de cálculo que confira aos acionistas dividendo mínimo obrigatório pelo menos igual a 25% do lucro líquido, respeitados, ainda, os limites superiores determinados no próprio § 1º do art. 152. Ressalte-se que o referido § 1º do art. 152 refere-se ao “lucro líquido”, calculado de acordo com o disposto no art. 190, e não ao

²⁰⁴ Sobre a emissão de debêntures e sua disciplina na Lei das Sociedades por Ações, cf., por exemplo, José Tadeu DECHIARA, *Comentários aos arts. 52 a 74*, in Geraldo de Camargo VIDIGAL, Ives Gandra da Silva MARTINS (org.), *Comentários à lei das sociedades por ações-lei 6.404/76*, v. 5, Instituto dos Advogados de São Paulo, São Paulo, 1986, pp. 39 e ss., Nelson EIZIRIK, *Emissão de debêntures*, in *RDM*, n. 101, 1995, José Alexandre Tavares GUERREIRO, *Problemas atuais das debêntures*, in *RDM*, n. 52, 1983, pp. 128 e ss., Edmur de Andrade Nunes PEREIRA NETO, *Aspectos jurídicos da emissão de debêntures conversíveis em ações*, dissertação de mestrado, Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 1986 e LEÃES, *Comentários à lei das sociedades anônimas*, v. 2, op. cit., pp. 3 a 160.

²⁰⁵ Para reflexões mais aprofundadas sobre a remuneração dos administradores, cf. os seguintes estudos publicados pelo prof. Leães: *Da remuneração dos membros dos conselhos de administração*, in *Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas*, RT, São Paulo, 1989, pp. 179 e ss. e *Remuneração dos administradores*, in *Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas*, op. cit., pp. 144 e ss..

²⁰⁶ A respeito do intrincado tema da participação dos administradores nos lucros das companhias, envolvendo importantes questões de incentivos, eficiência, riscos e monitoramento, cf. a obra de Lucian Bebchuck e Jesse Fried: *Pay without performance: the unfulfilled promise of executive compensation*, Harvard University Press, Cambridge, 2004.

lucro líquido ajustado, calculado de acordo com o disposto no art. 202, I. Mas não basta. Para que os administradores recebam a participação estatutária em determinado exercício social, o dividendo mínimo obrigatório deve ser integralmente pago aos acionistas nesse mesmo exercício²⁰⁷.

Assim, caso haja retenção de lucros ou de dividendos, fundada no inc. II do *caput* do art. 202 ou no § 4º do mesmo artigo, por exemplo, será vedado o pagamento de participação nos lucros para os administradores. Se, de outro lado, a decisão de distribuição a menor do dividendo mínimo obrigatório for deliberada nos termos do § 3º do art. 202, não haverá razão para o não-pagamento da participação dos administradores, a menos que a própria assembleia geral disponha em contrário, pois o dividendo mínimo obrigatório foi atribuído, porém renunciado pelos acionistas, sem interferência dos administradores²⁰⁸.

3.- Reservas de lucros obrigatórias

A Exposição de Motivos da Lei das Sociedades por Ações sintetiza muito bem uma das facetas da função da disciplina legal das reservas contábeis dentro do sistema societário, ao dispor que “[a] proteção do direito dos acionistas minoritários de participar, através de dividendos, nos lucros da companhia, exige a definição de regime legal sobre formação de reservas, que limite a discricionariedade da maioria nas deliberações sobre a destinação dos lucros”. As reservas contábeis, que, de acordo com a lei, podem ser de capital, de reavaliação ou de lucros, assumem diversos papéis na estrutura societária, desde garantir a integralidade do capital social até apartar valores para a aplicação futura na

²⁰⁷ Em sentido contrário, cf. LEÃES, *Dividendo obrigatório e participação dos administradores nos lucros da companhia*, op. cit., p. 198 e ss. (estudo também publicado em *Pareceres*, v. 2, op. cit., pp. 47 e ss.). De acordo com Leães, as limitações contidas nos §§ 1º e 2º do art. 152 são aplicáveis apenas à participação estatutária dos administradores no lucro e não a participação *extra-estatutária*, deliberada em assembleia geral. Diante da atual disciplina legal é difícil aceitar, entretanto, que a assembleia geral possa deliberar o pagamento de parte do lucro social aos administradores, sem que haja previsão estatutária. Tratar-se-ia de utilização do lucro líquido para fins que não a distribuição aos acionistas como dividendo, sem prévia e específica destinação, o que desrespeita frontalmente o disposto no § 6º do art. 202 da Lei das Sociedades por Ações.

²⁰⁸ Sobre o assunto, e também em sentido contrário, cf. o já mencionado estudo do prof. Leães: *Dividendo obrigatório e participação dos administradores nos lucros da companhia*, op. cit., p. 198 e ss., especialmente p. 208 (também publicado em *Pareceres*, v. 2, op. cit., pp. 47 e ss.). Para Leães, “a deliberação da Assembleia-Geral orientada no sentido de distribuir dividendo inferior ao obrigatório, ou a retenção de todo o lucro, como faculta o art. 202, § 3º, da Lei 6.404, não tem o efeito de subtrair dos administradores o seu direito (expectativo) de participar dos lucros, mas, por certo, impede que nasça o direito expectado de participação estatutária.”

atividade da companhia. Independentemente de sua função, entretanto, o preenchimento das reservas contábeis implica, na maioria dos casos, retenção de parte do lucro social²⁰⁹. Assim, o correto regramento das reservas contábeis, especialmente das reservas de lucros, é fundamental para a manutenção do sistema, criado pela lei, que visa equilibrar as diversas pretensões que recaem sobre o fluxo de caixa livre da companhia²¹⁰.

Como se viu ao longo deste trabalho, o lucro social é vertido para três principais conjuntos de destinações: o primeiro inclui as destinações obrigatórias, criadas por lei com o intuito de conferir segurança à operação empresarial; o segundo engloba as destinações discricionárias internas, decididas pelos administradores e acionistas, relacionadas ao reinvestimento dos lucros ou proteção contra perdas previsíveis; e o terceiro refere-se às destinações discricionárias externas, entre as quais estão a distribuição de dividendos, a recompra de ações e o pagamento de participações no lucro a empregados, administradores, partes beneficiárias e debenturistas.

A parcela do lucro social que é retida na companhia, por obrigatoriedade legal ou decisão discricionária, é mantida, em regra, em reservas contábeis de lucros relacionadas a

²⁰⁹ “Como se sabe, as reservas, ou fundo de reservas, são quotas do patrimônio, acrescidas ao valor nominal do capital social, destinadas a aumentar o potencial econômico das empresas, reforçando-lhes a solidez e a estabilidade. Criadas quer por exigências de lei, quer por força de disposição estatutária, constituem-se, via de regra, através de lucros líquidos apurados no exercício social, devendo ser postas em evidência no balanço patrimonial, como reforço do capital declarado e incremento do patrimônio líquido da sociedade.” LEÃES, *Do direito do acionista ao dividendo*, op. cit., p. 200. Sobre a disciplina das reservas contábeis na Lei das Sociedades por Ações, cf., além das demais obras citadas neste item, Hilário Benedito GARCIA, *Reservas, reserva de lucros e provisões*, in *RDM*, n. 39, 1980, pp. 96 e ss. e Antônio Lopes de SÁ, *As reservas na atual lei das s/a*, IOB, São Paulo, 1978.

²¹⁰ “Para avaliar, rigorosamente, os andamentos dos negócios de uma sociedade cumpriria ter em conta toda a vida dela, desde o início até a liquidação: somente então, com efeito, poderão ser, realmente, apreciados lucros e perdas. Entretanto, como é óbvio, tal sistema, possível, em tese, quanto a empresas que duram um curto lapso de tempo, é praticamente impossível quanto a uma atividade social destinada a se desenvolver durante anos. Surge, por isso, o conceito do exercício social e consequentemente, o da avaliação periódica dos lucros ou das perdas, feita com intervalos regulares de tempo. Daí, logicamente, dois problemas: a) evitar que a distribuição de valores aos acionistas possa prejudicar os credores sociais. Tal é o fim visado pelas normas que vedam a distribuição de lucros fictícios, ou seja, de lucros apenas aparentes cuja distribuição acarrete, na realidade, uma diminuição do capital ou das reservas; tal o fim visado pelas normas que disciplinam a tutela dos credores quanto à redução do capital social; b) disciplinar o conflito entre os acionistas que queiram e os que não queiram a distribuição do lucro, que, à vista das normas destinadas a tutelar os credores, seja, em tese, distribuível; disciplinar, por isso, os poderes da maioria e o direito do acionista à distribuição efetiva do lucro. O primeiro problema respeita à determinação dos lucros que, em tese, *podem* ser distribuídos e se prende à tutela dos terceiros; o segundo problema respeita aos lucros que, sendo distribuíveis, *devem*, com efeito, ser distribuídos e se prende à tutela do direito do acionista à distribuição efetiva do lucro. A solução do segundo problema logicamente pressupõe a solução do primeiro: com efeito, somente após determinados os lucros distribuíveis, poder-se-á discutir a respeito da parcela que deve efetivamente ser distribuída. O problema das reservas e os problemas conexos quanto à distinção entre reservas e outros fundos sociais deve ser examinado sob ambos os pontos de vista acima mencionados.” ASCARELLI, *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*, op. cit., pp. 439 e 440.

cada destinação²¹¹. A maior parte das destinações obrigatórias, por consequência, é registrada em reservas contábeis de lucros de preenchimento obrigatório. São, assim, exemplos dessas reservas de lucros obrigatórias a reserva legal²¹² (art. 193), a reserva especial para resgate de partes beneficiárias resgatáveis (art. 48) e a reserva especial de lucros não distribuídos nos termos do § 4º do art. 202 (§ 5º do art. 202). Trata-se de reservas, cuja constituição e manutenção são obrigatórias por lei, dependendo da mera existência da sociedade, ou de determinada decisão tomada pela companhia. A reserva legal, por exemplo, deve estar presente em todas as companhias e deve ser preenchida de acordo com as regras e limites determinados na lei. A reserva especial de lucros não distribuídos nos termos do § 4º do art. 202, de outro lado, passa a ser de existência obrigatória apenas na verificação da hipótese prevista naquele dispositivo legal.

4.- Reservas de lucros estatutárias e assembleares

Além das obrigatórias, as reservas contábeis podem ser ainda estatutárias e assembleares. As primeiras são reservas não tipificadas, de criação discricionária da assembleia geral dos acionistas. As segundas constituem reservas tipificadas em lei, mas de preenchimento facultado à assembleia geral. O tema é de ressaltada importância para este estudo, pois lida com o espectro legalmente autorizado de manipulação, pelos administradores e acionistas, da política de retenção de lucros das companhias.

A assembleia geral, mediante alteração do estatuto social, pode criar reservas de lucros de acordo com a necessidade da companhia, desde que, de acordo com o art. 194 da Lei das Sociedades por Ações: seja indicada, de modo “preciso e completo”, a finalidade de cada reserva; sejam fixados “os critérios para determinar a parcela anual dos lucros líquidos que serão destinados à sua constituição”; e seja estabelecido o “limite máximo da reserva”. A função da norma estabelecida no art. 194 é clara: garantir à companhia, de um lado, a liberdade de utilização do lucro líquido, assegurando, de outro, que a decisão sobre a retenção de parte ou da totalidade desse lucro será tomada de modo organizado, claro e previsível, de maneira a proteger os direitos dos acionistas minoritários. Além das regras

²¹¹ Para uma visão mais ampla da sistemática das reservas na Lei das Sociedades por Ações, com classificações e referências à doutrina estrangeira, cf., por exemplo, HARBICH, *Conceito e destinação do lucro na nova lei das sociedades por ações*, op. cit., pp. 15 e ss..

²¹² Sobre a relação entre a constituição da reserva legal e o pagamento de dividendos, cf. Nelson EIZIRIK, *Dividendos. Distribuição com base no saldo excedente da reserva legal após a redução do capital social*, in *Temas de direito societário*, Renovar, Rio de Janeiro, 2005, pp. 287 e ss..

de formação e constituição estabelecidas no art. 194, as reservas estatutárias deverão, naturalmente, respeitar os demais limites e princípios determinados pela lei, especialmente os fixados pelos arts. 191, 198, 199 e 202, § 6º, todos da Lei das Sociedades por Ações.

As reservas assembleares são aquelas previstas pelos arts. 195, 195-A, 196 e 197 da Lei das Sociedades por Ações. Independentemente de previsão estatutária, a assembleia geral, na presença das respectivas condições estabelecidas por lei, poderá optar por destinar ou não parcela do lucro líquido para essas reservas. A lei, portanto, admite que, em certas situações, a necessidade de retenção de lucros deve ser ponderada e decidida especificamente pela assembleia geral, não sendo convenientes nem a prévia determinação legal da retenção, nem a sua prévia proibição legal. Trata-se de poder de caráter excepcional conferido à maioria, de decidir pela retenção de lucros na própria assembleia geral, sem a necessidade, ademais, de atender aos limites dos arts. 198 e 199. A desnecessidade de previsão estatutária e a inexistência de limites para essas reservas são compensadas pelas específicas condições de formação, preenchimento e manutenção das reservas assembleares.

A reserva para contingências, assim, possui a finalidade única de “compensar, em exercício futuro, a diminuição do lucro decorrente de perda julgada provável, cujo valor possa ser estimados”. Além disso, a destinação de lucros para essa reserva deve ser fundamentada em proposta dos órgãos de administração, a qual “deverá indicar a causa da perda prevista e justificar, com as razões de prudência que a recomendem, a constituição da reserva”, devendo os valores nela registrados serem revertidos “no exercício em que deixarem de existir as razões que justificaram a sua constituição ou em que ocorrer a perda” (art. 195)²¹³.

A reserva de incentivos fiscais, introduzida pela Lei n.º 11.638, de 28 de dezembro de 2007, pode ser composta exclusivamente com a parcela do lucro líquido que for decorrente de doações ou subvenções governamentais para investimentos, dependendo de proposta dos órgãos de administração nesse sentido²¹⁴ (art. 195-A).

²¹³ De acordo com a Exposição de Motivos da Lei das Sociedades por Ações, as reservas para contingências “devem ser as estritamente necessárias para compensar, em exercícios futuros, a diminuição do lucro decorrente de perda julgada provável.”

²¹⁴ Embora a lei não o determine expressamente, a constituição, preenchimento e manutenção da reserva de incentivos fiscais apenas se justificam nos exercícios em que a adição da parcela do lucro líquido decorrente

O art. 196 autoriza, ainda que não expressamente, a constituição de reserva de retenção de lucros específica, para o cumprimento de orçamento de capital aprovado pela assembleia geral, conforme será mais bem examinado no item seguinte²¹⁵.

E a reserva de lucros a realizar, por fim, poderá ser formada ou preenchida apenas “[n]o exercício em que o montante do dividendo obrigatório (...) ultrapassar a parcela realizada do lucro líquido do exercício”, limitando-se os valores a ela destinados à diferença positiva entre o montante do dividendo mínimo obrigatório e o lucro líquido realizado, conforme definido no próprio art. 197, e devendo igualmente ser fundamentada em proposta dos órgãos de administração²¹⁶ (art. 197).

Reservas assembleares não são, portanto, reservas criadas livremente pela assembleia geral, durante o conclave, com uso exclusivo de sua posição decisória na organização societária, sem modificação ou prévia previsão estatutária. A assembleia geral não é livre para criar reservas desse tipo. As regras de constituição, preenchimento e manutenção das reservas contábeis, especialmente as de lucros, são estritas, conforme discorrido nos parágrafos anteriores, não havendo possibilidade de criação de reservas de lucros que não se encaixem em alguma das duas categorias expressamente definidas em lei e que não se submetam às respectivas disciplinas²¹⁷. Ainda que evidente, não se trata de conclusão sem utilidade, tendo-se em vista o histórico de atitudes e decisões descabidas em matéria de direito societário no País.

5.- Elaboração e cumprimento de orçamento de capital (art. 196)

O art. 196 da Lei das Sociedades por Ações regula uma das alternativas de retenção de lucros pela companhia que não dependem de previsão estatutária. Trata-se da retenção para

de doações ou subvenções governamentais para investimentos à base de cálculo do dividendo mínimo obrigatório coloque em risco, de alguma forma, a normal operação da companhia. Nesse sentido, cf. MUNHOZ, ROBERT, *A lei nº 11.638/07 e o cálculo do dividendo mínimo obrigatório*, op. cit..

²¹⁵ IUDÍCIBUS, MARTINS, GELBCKE, *Manual de contabilidade das sociedades por ações – aplicável às demais sociedades*, op. cit., p. 306.

²¹⁶ De acordo com a Exposição de Motivos da Lei das Sociedades por Ações, “[a] reserva de lucros a realizar é regulada [na lei] a fim de que o dividendo obrigatório possa ser fixado como porcentagem do lucro do exercício sem risco de criar problemas financeiros para a companhia.”

²¹⁷ A respeito, cf. LEÃES, *Do direito do acionista ao dividendo*, op. cit., pp. 140 a 147, especialmente p. 144.

cumprimento de orçamento de capital²¹⁸. Segundo esse dispositivo: “[a] assembleia geral poderá, por proposta dos órgãos de administração, deliberar reter parcela do lucro líquido do exercício prevista em orçamento de capital por ela previamente aprovado”. Mesmo que não haja previsão estatutária, não havendo, conseqüentemente, reserva estatutária relacionada, a assembleia geral pode, portanto, deliberar a retenção de parte do lucro líquido do exercício para reinvestimento na atividade da companhia.

A parcela de lucro retida com fundamento no art. 196 deverá ser destinada a uma reserva de retenção de lucros específica²¹⁹, a qual, conceitualmente, classifica-se como uma reserva assemblear. De fato, o lucro retido deve ser registrado contabilmente em uma reserva de lucros, que não se caracteriza como reserva obrigatória, por falta de expressa previsão legal, nem de reserva estatutária, por lógica falta de previsão no estatuto social. Não por acaso, o art. 196 estabelece condições para a retenção de lucros equivalentes às determinadas pelos arts. 195, 195-A e 197, para as reservas para contingências, de incentivos fiscais e de lucros a realizar, respectivamente. A reserva de retenção de lucros do art. 196 apenas poderá receber valores extraídos do lucro líquido se houver proposta da administração a respeito, se houver orçamento de capital previamente aprovado pela assembleia geral e se esse orçamento de capital, também elaborado pelos órgãos de administração, “compreender todas as fontes de recursos e aplicações de capital, fixo ou circulante”. Além disso, o orçamento de capital poderá ser revisado pela assembleia geral anualmente, quando tiver duração superior a um exercício²²⁰.

²¹⁸ O Ofício-Circular CVM/SEP/Nº001/2008, em seu item 16, sugere “parece[r] que o art. 196 diferenciou o orçamento de capital do projeto de investimento, tanto pelo prazo de duração, como pela natureza da aplicação dada aos fundos disponíveis”, explicando que, “[s]e os prazos previstos para realizar os ativos respectivos forem menores que 5 (cinco) anos, e tenham a finalidade de manutenção da capacidade operacional da empresa, apresentar-se-á um orçamento de capital” e que, “[p]or outro lado, se o investimento tiver duração maior que o limite de 5 (cinco) anos, e objetive expandir as operações, com vistas a ganhos crescentes de escala, por exemplo, então, um projeto de investimento será discutido na Assembléia”. O próprio Ofício não é, entretanto, peremptório a respeito da existência dessa distinção. A interpretação mais precisa do § 1º do art. 196 parece ser a de que a expressão “projeto de investimento” refere-se a uma ideia mais ampla, que engloba a ideia contida na expressão “orçamento de capital”. Em outras palavras, “projeto de investimento” designa, genericamente, qualquer plano da companhia para investir capital próprio ou de terceiros, sendo o “orçamento de capital” o documento específico que detalha esse plano. O “projeto de investimento” da companhia pode ter qualquer duração, inferior, igual ou superior a 1 ou 5 exercícios sociais, e pode ter tanto a finalidade de manutenção da capacidade operacional, quanto a de expansão das operações. Independentemente de duração ou finalidade, o que é certo é que deverá haver um orçamento de capital que o suporte, para que a parcela do lucro líquido necessária para sua consecução possa ser retida.

²¹⁹ LUDÍCIBUS, MARTINS, GELBCKE, *Manual de contabilidade das sociedades por ações – aplicável às demais sociedades*, op. cit., p. 306.

²²⁰ A revisão, implicando alteração do orçamento de capital, pode ser feita apenas por maioria dos votos, se quórum maior não for estipulado pelo estatuto social, no caso das companhias fechadas (art. 129, § 1º). O

A função da disciplina disposta pelo art. 196 é, de um lado, conferir à companhia uma forma adicional de retenção do lucro social para reinvestimento, mais flexível e pontual do que as consubstanciadas na formação das reservas estatutárias, mantendo-se, de outro lado, o padrão de previsibilidade e transparência exigido em todo o sistema de retenção de lucros, de modo a reduzir os riscos de abusos e utilização ineficiente do lucro social.

O orçamento de capital poderá ser aprovado em assembleia geral ordinária ou extraordinária, sendo, contudo, mais coerente sua apreciação em conjunto com a prestação de contas dos administradores, com as demonstrações financeiras e com a decisão de destinação do lucro líquido²²¹. A aprovação do orçamento de capital e a retenção da parcela do lucro líquido a ele referentes podem ser feitas na mesma assembleia geral ordinária, não sendo exigido pela lei intervalo de um exercício social entre a aprovação e o início das retenções. Aplicam-se às retenções fundamentadas no art. 196, ao contrário do que ocorre com as demais reservas assembleares, as limitações determinadas pelo art. 198, que as incluem expressamente em seu texto, e pelo art. 199, que não as excetua expressamente²²².

A consecução do projeto detalhado pelo orçamento de capital, que para os fins do art. 196, deve ser submetido à assembleia dos acionistas, pode possuir outras fontes de capital que não apenas aquelas retidas em reserva específica. O orçamento pode prever, complementarmente, qualquer outra fonte de financiamento, como aumentos de capital, empréstimos bancários e mesmo reservas estatutárias determinadas, caso a finalidade destas últimas coincida com o projeto de investimento. Reflexamente, as reservas estatutárias podem ter a mesma finalidade prevista no orçamento de capital, desde que

simples exame do orçamento de capital, ou o pedido de explicações aos administradores a seu respeito, pode ser feito por qualquer acionista, a qualquer tempo, especialmente durante a assembleia geral ordinária.

²²¹ Os textos do *caput* e do § 2º do art. 196 geram ambiguidade a esse respeito. Não parece haver razão, no entanto, para impedir que os acionistas simplesmente aprove o orçamento de capital em assembleia geral extraordinária, reservando apenas as retenções para a assembleia geral ordinária. O mesmo ocorre com as reservas estatutárias, que podem ser criadas em assembleias gerais extraordinárias. Abusos como a realização de assembleia geral extraordinária em situação que sabidamente implique menor participação de acionistas minoritários ou como a aprovação de orçamento de capital evidentemente desnecessário podem ser coibidos ou corrigidos por meio da aplicação das disposições legais próprias.

²²² Nesse sentido, a Observação 2 do item 16 do Ofício-Circular CVM/SEP/Nº001/2008.

atendam as condições impostas pelo art. 194, o que, em parte, poderá ser verificado com base nos próprios parâmetros do art. 196²²³.

6.- Distribuição de dividendos incompatível com a situação financeira da companhia (art. 202, § 4º)

Conforme examinado com detalhes no item 6 do capítulo IV, o § 4º do art. 202 da Lei das Sociedades por Ações autoriza que o pagamento do dividendo mínimo obrigatório seja suspenso pela assembleia geral se a condição financeira da companhia não permitir o seu pagamento parcial ou integral. Trata-se de forma de retenção apenas temporária, e condicionada do lucro, uma vez que o montante destinado para a reserva especial prevista no § 5º do mesmo artigo deve ser pago aos acionistas tão logo a situação financeira da companhia o permita, sendo a absorção de prejuízos de exercícios subsequentes a única utilização alternativa possível desses valores.

7.- Aquisição do direito ao pleno exercício do voto em razão da não-distribuição de dividendos (art. 111, §§ 1º, 2º e 3º)

De acordo com o *caput* do art. 111 da Lei das Sociedades por Ações, o estatuto social poderá suspender integralmente ou limitar o exercício do direito de voto das ações preferenciais. Conforme disposto nos §§ 1º e 2º do mesmo artigo, entretanto, a restrição ao exercício do direito de voto será resolvida se a companhia, “pelo prazo previsto no estatuto, não superior a 3 (três) exercícios consecutivos, deixar de pagar os dividendos fixos ou mínimos a que fizerem jus”, caso em que esse direito será então mantido “até o pagamento, se tais dividendos não forem cumulativos, ou até que sejam pagos os cumulativos em atraso”. Excepcionalmente, a vigência dessa regra pode ser postergada pelo estatuto social até o “término da implantação do empreendimento inicial da companhia”, ou seja, até a data prevista pela administração da companhia, e claramente informada aos acionistas e investidores, para o provável início da aferição de retornos líquidos positivos da atividade empresarial (art. 111, § 3º).

²²³ Para uma análise do art. 196, antes da vigência do § 6º do art. 202 da Lei das Sociedades por Ações, cf. HARBICH, *Conceito e destinação do lucro na nova lei das sociedades por ações*, op. cit., pp. 27 e ss..

O preceito do art. 111 é norma imperativa, de ordem pública, que não pode ser afastada pelo estatuto social ou pela vontade dos sócios²²⁴.

Sua função é a de garantir o acesso dos acionistas preferencialistas ao processo de eleição e destituição dos administradores, bem como às demais deliberações a respeito da condução das atividades da companhia, no caso de prolongado período sem o recebimento do retorno periódico esperado de seu investimento²²⁵.

Os acionistas preferencialistas, na hipótese do art. 111, adquirirão o direito ao pleno exercício do voto, caso o dividendo a eles devido deixar de ser pago, pelo prazo previsto, integral ou parcialmente. Isto é, o pagamento de parte dos dividendos devidos em determinado exercício não interrompe a contagem do prazo para a aquisição do direito ao exercício integral do voto, pois o que a lei procura proteger é o completo cumprimento da obrigação especial, de caráter patrimonial, assumida pela companhia perante os acionistas preferencialistas e determinada no estatuto social. Por essa razão, ademais, é que o art. 111 restringe expressamente sua incidência apenas aos casos de não-pagamento de dividendos fixos ou mínimos²²⁶.

*

²²⁴ Erasmo Valladão Azevedo e Novaes FRANÇA e Edmur A. Nunes PEREIRA NETO, *Sociedade anônima – fraude à Lei – alteração dos estatutos com o intuito de evitar que acionistas preferencialistas adquiram o direito de voto às vésperas de completar o terceiro exercício social sem o pagamento de dividendos – abuso de poder de controle*, in *RDM*, n. 133, 2004, p. 263.

²²⁵ Ressalve-se que, mesmo enquanto o exercício do direito de voto estiver parcial ou integralmente limitado, os acionistas preferencialistas conservam o direito de fiscalização das atividades da companhia, podendo, inclusive, comparecer e se manifestar nas assembleias gerais. Além disso, durante o estado de liquidação da companhia, todas as ações gozam do pleno exercício do direito de voto, “tornando-se ineficazes as restrições ou limitações porventura existentes em relação às ações ordinárias ou preferenciais”, conforme determina o § 1º do art. 213 da Lei das Sociedades por Ações.

²²⁶ Uma análise completa da matéria é trazida pela série de decisões administrativas que firmaram o entendimento da Comissão de Valores Mobiliários a esse respeito, com destaque para aquelas proferidas no âmbito dos processos administrativos CVM n.º RJ2002/2941, examinado nas reuniões do Colegiado de 26 de abril, 21 de outubro e 12 de novembro, de 2002 (Plascar Participações Industriais S.A.); Memo/SEP/Nº 055/98, de 17 de abril de 2003; e n.ºs RJ2005/7329 e RJ2005/3352, cuja última decisão administrativa data de 31 de janeiro de 2006 (Bombril S.A.). Para a doutrina nacional, cf., por exemplo, além do acima mencionado parecer de autoria de Erasmo Valladão e Edmur Pereira Neto, os seguintes artigos de Arnaldo Wald: *Sociedades por ações – pagamento de dividendos – direito de voto dos titulares de ações preferenciais*, in *Estudos e pareceres de direito comercial*, RT, São Paulo, 1972, pp. 165 e ss. e *Da aquisição do direito de voto pelas ações preferenciais por falta de pagamento dos dividendos*, in *Revista de direito bancário, do mercado de capitais e da arbitragem*, n. 12, 2001, pp. 29 e ss..

Capítulo VII. – Retenção irregular de lucros sociais

1.- Hipóteses de descumprimento e de aprovação irregular do orçamento de capital

Se, de um lado, a lei admite expressamente o natural fato de que a companhia pode reter lucros sociais e reaplicá-los em sua atividade empresarial, ela também reconhece, de outro lado, que a retenção pode se tornar abusiva e prejudicar os interesses dos acionistas que não participam diretamente da administração e que não possuem poder determinante nas deliberações assembleares. Assim, a lei regula minuciosamente os meios de retenção de lucros, impondo rígidos limites, especialmente para a proteção do direito do acionista ao dividendo mínimo obrigatório.

A especificidade da lei a esse respeito nem sempre, entretanto, mostra-se suficientemente desestimulante para evitar o comportamento irregular por parte de administradores e controladores. Tentados pela possibilidade de terem à sua disposição um patrimônio maior para gerirem, o qual contribuiria para a redução de seus riscos empresariais, aumento de sua exposição no mercado, melhora de seus salários²²⁷ e benefícios ou diminuição do poder de embate dos acionistas minoritários, por exemplo, administradores e controladores podem, eventualmente, orientar a companhia a reter lucros além do nível ótimo para suas atividades, gerando ineficiências no uso desses valores e consequentes prejuízos principalmente para os acionistas minoritários²²⁸.

²²⁷ Cf. COMPARATO, SALOMÃO FILHO, *O poder de controle na sociedade anônima*, op. cit., p. 398.

²²⁸ “Já salientamos que o desvio de poder difere do ato *contra legem* pelo fato de, naquele, o agente procurar respeitar a legalidade formal, ou meramente aparente. Assim, o acionista que vota deliberação conflitante com o interesse social procura sempre justificar seu voto com razões de aparente benefício para a sociedade, ou, pelo menos, de inelutabilidade de outra decisão por imposições inderrogáveis de ordem econômica. É o caso, notadamente, do clássico problema do autofinanciamento. O controlador pode obter satisfação do seu interesse econômico pessoal, na sociedade, sem a distribuição de dividendos, sobretudo, quando ocupa postos de direção na companhia, e se atribui elevados honorários, além de gozar de outras vantagens inerentes ao cargo. Pode acontecer, mesmo, que a sistemática retenção de lucros líquidos constitua uma política deliberada de ‘congelamento’ da minoria, como se diz no jargão societário norte-americano, compelindo-a a desfazer-se de suas ações a baixo preço” (COMPARATO, SALOMÃO FILHO, *O poder de controle na sociedade anônima*, op. cit., p. 395). Com relação, especialmente, às companhias fechadas, o Prof. Comparato opina, ainda, em outro trabalho, que nesse tipo de companhia “a forma mais devastadora de abuso de poder do controlador consiste no não-pagamento de dividendos, ou no pagamento de uma remuneração ridiculamente baixa, em relação ao montante do investimento acionário. Os controladores, nesse tipo de companhia, contentam-se em geral com a posição de empresários e titulares de postos de administração. O acionista minoritário pode encontrar-se bloqueado, sem achar comprador para suas ações, a não ser na pessoa dos

Neste capítulo serão examinadas as formas típicas de retenção de lucros sociais contrárias à lei, em contraste com as normas analisadas no capítulo anterior.

As primeiras formas de retenção irregular a serem analisadas são o descumprimento do orçamento de capital ou sua aprovação em contrariedade com seus objetivos.

Para justificar a retenção de lucros, com fundamento no art. 196 da Lei das Sociedades por Ações, a administração da companhia deve apresentar, e a assembleia geral aprovar, orçamento de capital detalhado, que demonstre não apenas a origem, destinação e cronograma de aplicação dos recursos, mas também a necessidade dos investimentos propostos²²⁹. Dessa forma, a retenção de lucros, ou sua manutenção na reserva contábil respectiva, pode ser considerada irregular se o plano de utilização dos recursos apresentado pela administração for descumprido, ou utilizar montante menor do que os recursos retidos, e também se o mesmo plano se mostrar evidentemente desnecessário para a companhia.

No primeiro caso, a obrigação da administração é cumprir o orçamento de capital. Se os valores retidos não estiverem sendo utilizados na implementação dos projetos aprovados pela assembleia geral, descontadas hipóteses naturais de atrasos e outras dificuldades inevitáveis, eles deverão, com base na regra geral do § 6º do art. 202, ser distribuídos aos acionistas como dividendos.

controladores, que ditarão, então, preços e condições” (COMPARATO, *O direito ao dividendo nas companhias fechadas*, op. cit., pp. 161 e 162). “For a long time public and academic discussions of corporations has started from the premise that managers have ‘control’ and use this to exploit investor, customers, or both. The usual prescription is some form of intervention by the government. This may mean prescription of the firm’s output, wages, and prices. It may be regulation of the securities markets. It may take the form of corporate law, which establishes minimum voting rules and restricts how managers can treat the firm and the investors. The argument is simple. In most substantial corporations – firms with investment instruments that are freely traded, which we call ‘public corporations’ – each investor has a small stake compared with the size of the venture. The investor is therefore ‘powerless’. The managers, by contrast, know how the business is running and can conceal from investors information about the firm and their own activities. Armed with private knowledge and able to keep investors in the dark, the managers can divert income to themselves, stealing and mismanaging at the same time”(Frank H. EASTERBROOK, Daniel R. FISCHEL, *The economic structure of corporate law*, Harvard University Press, Cambridge, 1996).

²²⁹ “O orçamento de capital, nos termos da lei, deverá compreender os recursos econômico-financeiros previstos para serem realizados pela companhia na aquisição, formação e construção de ativos imobilizados ou diferidos e em investimentos que contribuirão para melhoria de gestão empresarial da sociedade. Esse orçamento deverá ser elaborado com toda a fundamentação econômico-financeira possível, com o objetivo de demonstrar inequivocadamente que os recursos correspondentes à parcela de lucro retida serão, de fato, aplicados como previsto no orçamento de capital.” CARVALHOSA, *Comentários à lei de sociedades anônimas*, v. 3, op. cit., p. 751.

De forma análoga, a utilização dos valores retidos em outras atividades que não aquelas previstas no orçamento de capital ou a ela relacionadas implica responsabilidade dos administradores. O orçamento de capital deve ser tão detalhado quanto possível, portanto, não apenas para permitir a adequada apreciação e fiscalização por parte dos acionistas, mas também para delimitar com clareza as responsabilidades dos administradores. Para fins de verificação de seu cumprimento e para a efetivação de modificações necessárias quanto ao cronograma de aplicação dos recursos, por exemplo, quaisquer orçamentos de capital em vigência deverão ser incluídos entre os documentos disponibilizados para exame dos acionistas, nos termos do art. 133, e analisados anualmente nas assembleias gerais ordinárias.

Havendo necessidade, a assembleia dos acionistas poderá revisar o orçamento de capital, e é isso que prevê o § 2º do art. 196 da Lei das Sociedades por Ações ao utilizar o termo “poderá”, não significando, evidentemente, que a inclusão do exame de orçamentos de capital em vigência na ordem do dia das assembleias gerais ordinárias depende exclusivamente da vontade dos administradores. Caso os recursos retidos deixem de ser utilizados ou sejam utilizados para fins estranhos aos previstos no orçamento de capital, a assembleia geral pode modificar o orçamento de capital, de forma a justificar a manutenção da retenção dos recursos por mais um exercício, adaptá-lo, de maneira a ratificar a utilização diversa desses recursos pela administração, ou deliberar a distribuição dos recursos não utilizados aos acionistas, a título de dividendo.

Os recursos retidos com fundamento no art. 196, a exemplo do que ocorre com os valores registrados nas reservas de que tratam os arts. 197 e 202, § 5º, apenas poderão ser utilizados para o cumprimento do orçamento de capital, para a absorção de prejuízos ou para a distribuição de dividendos. A retenção facultada pelo art. 196 é excepcional em relação à regra do § 6º do art. 202, e os valores que deixaram de ser distribuídos aos acionistas não podem ser utilizados pelos administradores de forma livre. Além disso, os valores retidos para cumprimento de orçamento de capital não podem, conforme adiantado em item anterior, afetar a distribuição do dividendo mínimo obrigatório (art. 198) ou ultrapassar o limite estabelecido no art. 199 da Lei das Sociedades por Ações.

As irregularidades possíveis não se limitam, contudo, ao descumprimento do orçamento de capital aprovado pela assembleia geral, o que implica, basicamente, responsabilidade dos administradores. Pode haver abuso também na aprovação do orçamento de capital, se o fim desta aprovação for contrário ao interesse social. A determinação da irregularidade na aprovação do orçamento de capital depende da análise de cada caso e pode ser complexa, em razão da correta proteção à liberdade de decisão empresarial concedida a administradores e controladores. O que não impede, entretanto, a existência e a necessidade de enfrentamento de orçamento de capitais aprovados em desacordo com o objeto social, de cumprimento impossível, que compreenda aplicação ilícita de recursos, que beneficie exclusivamente, e sem justificativa, os administradores, ou que intente apenas forçar a venda das ações por parte dos minoritários, entre outras possibilidades.

2.- Hipótese de utilização irregular das reservas de lucros

A retenção irregular de lucros pode ocorrer, também, mediante a utilização contrária à lei das demais reservas de lucros, obrigatórias, assembleares e principalmente estatutárias. As reservas de lucros obrigatórias e assembleares possuem parâmetros de formação e manutenção, finalidade e limites mais bem esclarecidos pela lei, tornando eventuais abusos em sua utilização mais facilmente identificáveis. Relativamente mais flexíveis, as reservas estatutárias representam o campo mais propício para a criação de esquemas que resultam em retenção irregular do lucro social²³⁰.

Após a inserção do § 6º no art. 202 da Lei das Sociedades por Ações extinguindo a reservas genérica de lucros acumulados, administradores e controladores, receosos, ou simplesmente desacostumados com a perda do controle sobre o lucro distribuível residual, apressaram-se em criar reservas estatutárias que mantivessem esses valores dentro da companhia. Evidentemente, a simples preferência dos administradores e controladores pela manutenção desses lucros dentro da companhia não é razão suficiente, do ponto de vista da sistemática atual da lei, para justificar a retenção.

²³⁰ A esse respeito, cf., por exemplo, os processos administrativos CVM n.º RJ2001/12367, decidido em 26 de abril de 2002 (Livraria do Globo S.A.), e n.º RJ2001/3270, examinado nas reuniões do Colegiado de 19 de fevereiro de 2002 e 09 de julho de 2002 (Companhia Siderúrgica Belgo Mineira S.A.).

O resultado é que diversas reservas estatutárias foram, são e serão “fabricadas” sem que haja necessidade real de retenção dos valores a elas destinados, acobertados por cláusulas estatutárias que “fingem” atender ao disposto no art. 194 da Lei das Sociedades por Ações.

Ocorre que as disposições do atual Capítulo XVI da Lei das Sociedades por Ações deixam claro que ou o lucro líquido possui destinação específica ou ele deve ser distribuído aos acionistas, evitando qualquer discussão sobre quem teria melhores condições para aplicar o lucro distribuível residual com maior eficiência. Como se viu, a discricionariedade da administração e da maioria sobre a destinação do lucro social é significativamente limitada sob a lei societária. Assim, são consideradas irregulares quaisquer reservas estatutárias que não atendam estritamente às funções dos comandos do art. 194: garantir que o lucro distribuível residual seja retido apenas se efetivamente necessário para a companhia e garantir o conhecimento dos acionistas e investidores a respeito.

É claro que a necessidade deve ser aferida primordialmente pelos administradores e acionistas. Isso não significa, contudo, que a mera aprovação da reserva pela maioria assemblear confira a ela certificado de atendimento às regras do art. 194.

Ao dispor que a finalidade da reserva deve ser indicada de modo “preciso e completo”, o inc. I do art. 194 determina não apenas que *a descrição* da finalidade seja precisa e completa, mas que *a própria* finalidade seja precisa e completa. Se a finalidade for simplesmente a de reter lucros para “eventuais necessidades urgentes”, bastaria reproduzir essas palavras para que a finalidade fosse descrita com completude e precisão. Em seguida, caso a maioria dos acionistas concordasse que essa é uma finalidade razoável, estaria aprovada a reserva estatutária, tão genérica quanto a antiga reserva de lucros acumulados. O objetivo do art. 194 não é esse. A própria finalidade da reserva deve ser específica. Com justificativas e todas as informações razoáveis que as lastreiem. Não basta que a reserva se destine a “investimentos futuros” ou “à reposição de equipamentos”. Ela deve especificar o tipo de investimento, a necessidade, os resultados esperados com o investimento, ou então, quais equipamentos deverão ser repostos, quando, qual a vida útil média desses equipamentos e quais os ganhos da substituição por novos equipamentos, por exemplo.

Não se trata de limitar a utilização dos lucros pelos administradores e controladores, mas simplesmente de conferir meios para que os acionistas minoritários entendam e monitorem a utilização de seu capital. A liberdade de utilização é a mesma. O que se exige, apenas, é a maior transparência, previsibilidade e comprometimento.

O mesmo pode ser dito com relação aos incs. II e III do art. 194. Tanto os “critérios para determinar a parcela anual dos lucros líquidos que serão destinados” à constituição da reserva quanto “o limite máximo da reserva” deverão ser fixados pelo estatuto social de maneira que não dependam exclusivamente da vontade dos administradores ou controladores.

Com relação às reservas dos arts. 197 e 202, § 5º, vale repetir que os valores nela registrados somente podem ser utilizadas para absorção de prejuízos ou distribuição de dividendos. A utilização desses recursos em outras finalidades, por decisão dos administradores ou da maioria assemblear, seria contrária à lei, pelos motivos especificamente examinados nos itens 2 e 6 do capítulo IV deste estudo.

Por fim, a irregularidade na utilização das reservas pode se configurar também com o desrespeito aos comandos dos arts. 198 e 199 da Lei das Sociedades por Ações.

No caso do art. 199, cabe esclarecer que a melhor interpretação para a expressão “saldo das reservas de lucros” parece ser a *soma* das reservas de lucros não excetuadas pelo dispositivo. O intuito da norma é, de acordo com a Exposição de Motivos da Lei das Sociedades por Ações, “evitar a acumulação excessiva de reservas de lucros”. As reservas de lucros de uma companhia podem ser as mais variadas, em número e substância. Interpretar o artigo de outra forma implicaria permitir que uma companhia com uma dezena de reservas de lucros, com saldos individuais ligeiramente inferiores ao capital social, pudesse acumular um montante retido muito maior do que uma companhia, com o mesmo capital social, que possua uma única reserva de lucros compreendida na disciplina do art. 199 e com saldo superior a esse capital social.

A expressão “capital social” utilizada no dispositivo deve corresponder, a propósito, ao capital social integralizado²³¹, uma vez que não seria coerente a manutenção de reservas de lucros enquanto o próprio capital social ainda não estivesse integralizado. Tanto assim, que o art. 199 determina, expressamente, que o excesso poderá ser aplicado na “integralização ou no aumento do capital social, ou na distribuição de dividendos”. E, embora a lei não o determine, é mais adequado, baseando-se nos mesmos princípios que informam o art. 199, que a opção pela integralização do capital social seja prioritária em relação ao aumento do capital social ou à distribuição de dividendos, sendo indiferente a decisão entre estas duas últimas.

A decisão sobre qual ou quais reservas devem ser diminuídas, e em qual montante, cabe à assembleia geral, baseada em informações fornecidas pela administração e respeitando-se os limites aplicáveis, como, por exemplo, a impossibilidade de utilização dos valores registrados nas reservas dos arts. 197 e 202, § 5º, para integralização²³² ou aumento do capital social.

3.- Ilegalidade das reservas ocultas no direito brasileiro

Outra alternativa para a retenção irregular de lucros é a criação das denominadas reservas ocultas, cuja lógica de admissão, aceita por alguns no passado, parece definitivamente superada no contexto societário atual.

As reservas ocultas são definidas pelo Prof. Leães da seguinte maneira: “(...) as chamadas reservas secretas, tácitas ou ocultas, não resultam da destinação de lucros feita por processos regulares, mas decorrem do ocultamento, propositado ou não, de ativos no balanço, mediante artifícios contabilísticos, que, em suma, visam: a) à superavaliação do passivo e b) à subavaliação dos elementos do ativo”²³³. Alguns exemplos são a reserva patrimonial oculta com supervalorização do ativo, a reserva patrimonial oculta com depreciação exagerada e a reserva patrimonial oculta proveniente de dívidas inexistentes ou exageradas.

²³¹ Nesse sentido: LEÃES, *Do direito do acionista ao dividendo*, op. cit., p. 130 e CARVALHOSA, *Comentários à lei de sociedades anônimas*, v. 3, op. cit., p. 763.

²³² Ainda que a integralização, nessa hipótese, assemelhe-se à distribuição de dividendos, elas não podem ser consideradas equivalentes. A integralização não corresponde, necessariamente, à opção pessoal de investimento de cada acionista.

²³³ LEÃES, *Do direito do acionista ao dividendo*, op. cit., pp. 200 e 201.

De maneira simples, as reservas ocultas consistem na separação contábil de saldos positivos da companhia, registrados apenas gerencialmente e não apresentados nas demonstrações financeiras.

A sua aceitação, em outros ordenamentos e épocas, funda-se basicamente na utilidade da existência de fundos adicionais, de ciência apenas dos administradores e controladores, para o caso de necessidade urgente e imprevista. Como esses valores não eram de conhecimento de terceiros, nem da maioria dos acionistas, sua disponibilidade estaria mais bem protegida para as situações em que seriam demandados. Credores não poderiam requerê-los e acionistas não poderiam cobrar sua distribuição, por exemplo.

A evolução dos princípios empresariais tornou a prática rudimentar e contrária ao direito societário contemporâneo. A ocultação cedeu lugar à transparência, na função de proteção do interesse social.

O direito societário não desconsiderou a utilidade da manutenção de fundos para futuras e eventuais necessidades. Ao contrário, tais fundos foram regulados e, em muitos casos, passaram até mesmo a serem obrigatórios. Passou-se a entender, apenas, que o risco de utilização inapropriada dos valores ocultos superava o potencial de utilidade da ocultação.

De uma maneira ou de outra, fato é que as reservas ocultas são frontalmente contrárias a todo o sistema positivado pela Lei das Sociedades por Ações, que elege a transparência e a previsibilidade como premissas para o exercício do direito de fiscalização dos sócios e que tem neste direito o principal bastião para a proteção dos demais direitos dos acionistas²³⁴.

²³⁴ “A análise dos sistemas legais estrangeiros, as lições dos doutores e a investigação das disposições da lei brasileira mostram que a prática das reservas ocultas, bastante comum nas empresas modernas, em face das exigências de autofinanciamento e por outras razões semelhantes, não encontra acolhida no regime legal do anonimato nacional, onde ofendem os critérios legais de avaliação e amortização, e desrespeitam os princípios de clareza e veracidade de balanço e do direito do acionista à informação e à distribuição regular de dividendos.” LEÃES, *Do direito do acionista ao dividendo*, op. cit., p. 254.

4.- Meios de controle da retenção irregular de lucros à disposição dos acionistas

Os instrumentos de fiscalização conferidos pela lei aos acionistas são os primeiros meios para o controle da correta utilização do lucro social. Tanto as vias de manifestação individual dos acionistas, como a apresentação de pedidos de esclarecimentos ou a solicitação de documentos, em assembleia geral ou ao longo do exercício social, quanto o exame público dos documentos obrigatórios da administração (art. 133) estão a serviço, também, da proteção do direito do acionista à participação nos lucros sociais e do direito ao dividendo mínimo obrigatório.

O procedimento de formação do lucro social, com sua formalização pelas demonstrações financeiras, assim como a deliberação sobre a partilha desse lucro, com a apresentação de justificativas e planos de aplicação, devem ser conduzidos da maneira mais transparente possível, permitindo que os titulares do lucro social, os acionistas, exerçam efetivo controle sobre ele e sobre sua destinação.

Os administradores e o conselho fiscal possuem, evidentemente, a obrigação de assegurar a regularidade dos procedimentos, seja em decorrência da aplicação de seus deveres e responsabilidades gerais, seja pela previsão específica em lei, como no caso do parecer do conselho fiscal exigido pelo § 4º do art. 202.

O descumprimento dos deveres e responsabilidades dos administradores, controladores e fiscais pode ser judicialmente coibido ou corrigido com base nos comandos específicos da lei a respeito da formação e distribuição do lucro social e nas regras dos arts. 116 e 117 (especialmente § 1º, alíneas “c”, “e” e “g”), para o caso dos controladores²³⁵; dos arts. 116, § 2º, e arts. 153 a 159, no caso dos administradores²³⁶; e dos arts. 116, § 2º, arts. 153 a 159 e arts. 163 a 165, no caso dos conselheiros fiscais. O voto abusivo de acionistas que não se sujeitem às regras dos arts. 116 e 117 pode ser combatido com fundamento no art. 115, especialmente no *caput* e § 3º.

²³⁵ Sobre a responsabilização civil dos controladores, cf., por exemplo, Fernando Netto BOITEUX, *Responsabilidade civil do acionista controlador e da sociedade controladora*, Forense, Rio de Janeiro, 1988. além da obra fundamental de Fábio Konder Comparato, atualizada e acrescida por Calixto Salomão Filho (*O poder de controle na sociedade anônima*, op. cit.).

²³⁶ Para um excelente estudo sobre as ações de responsabilização dos administradores, cf. Marcelo Vieira von ADAMEK, *Responsabilidade civil dos administradores de s/a e as ações previstas na lei n.º 6.404/76 para efetivá-la*, op. cit..

Os acionistas podem recorrer às medidas judiciais para, por exemplo, exigir a apresentação de determinadas informações, importantes para a verificação do lucro social; requerer a disponibilização de documentos em tempo adequado para seu exame, antes da deliberação em assembleia; determinar a convocação e a realização de assembleia geral ordinária, obstadas pelos administradores e controladores, mesmo a despeito das normas do art. 123; determinar a elaboração da proposta de destinação do lucro líquido; corrigir demonstrações financeiras apresentadas com erros; exigir a distribuição de dividendos retidos irregularmente; requerer a devolução de lucros distribuídos ilicitamente para administradores; e, entre diversas outras possibilidades, anular ou declarar nula determinada norma estatutária ou deliberação da assembleia ou dos órgãos de administração.

A respeito, com expresse fundamento em ideias de Ascarelli, o Prof. Leães resume da seguinte maneira o regime de nulidade e anulabilidade de deliberações e regras estatutárias, com natural aplicação aos assuntos relacionados ao direito dos acionistas de participação nos lucros sociais: “1.º) a violação das normas que disciplinam as assembleias e as suas deliberações, assim como os direitos individuais renunciáveis dos acionistas, acarreta a *anulabilidade* da deliberação; 2.º) a violação das normas de ordem pública, ou emanadas no interesse de terceiros, acarreta a *nulidade* ou a *ineficácia* da deliberação”²³⁷.

Do ponto de vista do acionista, e em outras palavras, pode-se dizer que são anuláveis as deliberações e regras estatutárias que afrontem, no caso concreto, direitos disponíveis dos sócios, enquanto que são nulas aquelas que retirem ou reduzam, de maneira permanente, direito essencial do acionista.

A anulação de deliberação ou de regra estatutária que viole direito renunciável do acionista dependerá de decisão judicial, estimulada pelos acionistas prejudicados. As deliberações e regras estatutárias nulas, como é próprio do sistema de nulidades do direito civil, não produzem qualquer efeito, sendo a provocação judicial necessária apenas para a reversão de atos e compensação de prejuízos²³⁸.

²³⁷ LEÃES, *Do direito do acionista ao dividendo*, op. cit., p. 351.

²³⁸ Sobre o assunto, cf. Fábio Konder COMPARATO, *Da imprescritibilidade da ação direta de nulidade de norma estatutária de sociedade anônima*, in *RDM*, n. 29, 1978, pp. 57 e ss..

Em relação ao tema deste estudo, são exemplos de nulidade as regras estatutárias ou deliberações que determinem que certo, ou todos os acionistas, não possuirá direito de participação nos lucros sociais (em violação ao art. 109, I e § 1º, da Lei das Sociedades por Ações e à norma do art. 1008 do Código Civil²³⁹) e que determinem a distribuição de lucros fictícios, em razão da impossibilidade ou ilicitude de seu objeto (art. 166, II, do Código Civil). São apenas anuláveis, de outro lado, as regras estatutárias ou deliberações que ofenderem o direito do acionista ao dividendo, decorrente da lei ou do estatuto social²⁴⁰.

Conforme defendido anteriormente neste estudo, o direito do acionista ao dividendo é derogável e renunciável, ainda que sua derogabilidade e renunciabilidade enfrente diversas restrições impostas pela lei²⁴¹. Como se viu, o direito do acionista ao dividendo não possui existência garantida pela simples condição de sócio. O direito ao dividendo passa a existir apenas nas seguintes hipóteses: se o estatuto social for omissivo, com relação ao dividendo mínimo obrigatório, se o estatuto social determinar dividendo mínimo obrigatório diferente de zero; se o estatuto social determinar dividendo diferenciado para as ações preferenciais; ou se os órgãos de administração ou a assembleia geral determinarem o pagamento específico de dividendos extraordinários.

²³⁹ A respeito da proibição da cláusula *leonina* e da origem de seu conceito, Maurice Cozian lembra que “[l]a clause léonine permet à un associé de se tailler ‘la part du lion’, par allusion à la fable de La Fontaine, *La génisse, la chèvre et la brebis en société avec le lion*’, fable que donne, au passage, une poétique définition du contrat de société: ‘*La génisse, la chèvre, et leur soeur la brebis*,’ ‘*Avec un fier lion, seigneur du voisinage*,’ ‘*Firent société, dit-on, au temps jadis*,’ ‘*Et mirent en commun le gain et le dommage*’ (Cozian, Maurice et al., *Droit des sociétés*, op. cit., p. 61).

²⁴⁰ De maneira coerente com sua opinião de que o direito ao dividendo é inderrogável e irrenunciável, o Prof. Leães entende que as regras estatutárias e deliberações que afetem esse direito são “ineficaz[es], pois a violação de norma imperativa de lei conduz à nulidade”. Como exemplo, Leães cita o “eventual pacto no ato de constituição da sociedade anônima, ou um eventual deliberação no curso da vida da sociedade, que estabeleça a não distribuição dos lucros periódicos ou que convencie a destinação dos lucros obtidos a obras de caridade”, explicando, em seguida, que “[e]ssa deliberação será nula não só por contrariar a norma imperativa que consagra o direito ao dividendo, como também por desnaturar um dos caracteres próprios da comunhão de interesses criada com a constituição da sociedade mercantil em exame”. Para a transcrição anterior e para a opinião completa do prof. Leães sobre o assunto, como menção a exemplos específicos, cf. *Do direito do acionista ao dividendo*, op. cit., pp. 347 e ss.. A principal divergência em relação ao ponto de vista defendido neste trabalho decorre, repita-se, das convicções, aqui defendidas, de que o direito à participação nos lucros sociais não se confunde com o direito ao dividendo e de que o sócio pode participar dos lucros sociais de outras maneiras que não apenas por meio da distribuição de dividendos. Desconsideradas essas diferenças, de caráter mais conceitual do que prático, os princípios construídos pelo Prof. Leães, quanto à determinação da nulidade ou anulabilidade dos atos referentes à formação e utilização do lucro social, condizem, em seus resultados, quase que integralmente com aqueles defendidos neste item.

²⁴¹ Em sentido favorável, Pita conclui que: “[a] deliberação social que decida reter lucros que deveriam ser distribuídos pelos sócios é anulável porque dispõe de um direito a que o sócio podia renunciar.” PITA, *Direito aos lucros*, op. cit., p. 128.

O direito do acionista ao dividendo se submete, portanto, às regras de gestão e deliberação das sociedades anônimas, e varia de acordo com o que dispõe o estatuto social de cada companhia. A redução ou a retirada de eventual direito ao dividendo, inclusive do mínimo obrigatório, pode ser efetivada regularmente, ainda que com consequências, desde que se atenda aos quóruns e condições da lei. Haverá anulabilidade, assim, se houver violação à regra geral do art. 202, *caput* e I, nos casos de omissão estatutária, ou às regras expressamente previstas no estatuto social quanto ao pagamento de dividendo mínimo obrigatório, diferenciado para preferenciais ou extraordinário.

Especificamente com relação ao dividendo mínimo obrigatório, independentemente se expressamente previsto no estatuto social ou não, serão anuláveis quaisquer normas estatutárias ou deliberações que violem a disciplina de formação e partilha do lucro social.

Alguns exemplos são: a deliberação de distribuição de lucro inferior ao dividendo mínimo obrigatório, sem a observância das regras do § 3º do art. 202; a retenção de lucro sem destinação específica, em desacordo com o § 6º do art. 202; a fixação de regras de cálculo do dividendo mínimo obrigatório em desacordo com os §§ 1º e 2º do art. 202; a retenção de lucros que prejudique a distribuição do dividendo mínimo obrigatório, contrariando o art. 199; a criação de reserva estatutária em desacordo com as normas do art. 194; a utilização dos valores registrados nas reservas de que tratam o art. 197 e o art. 202, § 5º, para outros fins que não a distribuição de dividendos ou a absorção de prejuízos; a destinação de lucros para a reserva legal, para as reservas estatutárias e para a reserva para contingências em desacordo com seus parâmetros de constituição e limites; a retenção de lucros com fundamento em orçamento de capital elaborado em desacordo com as regras do art. 196, entre outros²⁴².

*

²⁴² Para a opinião completa do prof. Leães sobre o assunto, como menção a exemplos específicos, cf. *Do direito do acionista ao dividendo*, op. cit., pp. 70, 338 e ss.. Cf., também, os aprofundados estudos de Ascarelli, em *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*, op. cit., pp. 395 e ss., em *Saggi di diritto commerciale*, op. cit., pp. 589 e ss. e no artigo *L'interesse sociale dell'art. 2441 C.C., la teoria dei diritti individuali e il sistema dei vizi delle deliberazioni assembleari*, in *Rivista delle società*, 1956, pp. 93 e ss.. Sobre a invalidade, anulabilidade e nulidade das deliberações sociais, de maneira geral e completa, cf. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes FRANÇA, *Invalidez das deliberações de assembleia das s/a*, op. cit., Erasmo Valladão Azevedo e Novaes FRANÇA, *Lineamentos da reforma do direito societário italiano em matéria de invalidade das deliberações assembleares*, in *RDM*, n. 134, 2004, pp. 12 e ss., Erasmo Valladão Azevedo e Novaes FRANÇA, *Invalidez de deliberações conexas de companhia*, in *RDM*, n. 145, 2007, pp. 255, ss. e Vasco da Gama LOBO XAVIER, *Anulação de deliberação social e deliberações conexas*, Atlântida, Coimbra, 1976.

Capítulo VIII. - Pagamento do dividendo mínimo obrigatório

1.- Direitos de credor do acionista

O efeito da declaração do dividendo, pela assembléia geral ou pelo órgão de administração competente, quando legitimado, é a transformação do direito ao dividendo em típico direito de crédito do acionista contra a companhia²⁴³. O acionista se torna, portanto, também credor da companhia, podendo se valer de todos os meios jurídicos dessa posição, em adição aos instrumentos societários, para cobrar o seu crédito²⁴⁴. Trata-se, afinal, de um direito de crédito que o acionista adquiriu em razão de sua condição de sócio, o que diferencia esse crédito de outros créditos, decorrentes, por exemplo, de uma operação de compra e venda realizada entre o acionista e a companhia.

Ainda que fruto da interação das relações internas à sociedade, uma vez declarado, o montante determinado para distribuição como dividendo afasta-se da esfera de influência do poder dos órgãos da companhia²⁴⁵, destacando-se das contas de lucros e conformando-se em passivo exigível. Isso significa, por exemplo, que, após a declaração, a assembléia geral não pode deliberar a revogação do pagamento dos dividendos, ressaltando-se que não há declaração nas hipóteses previstas nos §§ 3º e 4º do art. 202 da Lei das Sociedades por Ações.

A revogação, pela assembléia geral, de declaração regular de dividendos é ineficaz. Essa decisão constitui perdão de dívida e apenas pode ser tomada pelos titulares do direito ao crédito determinado. Tais titulares podem, muitas vezes, não coincidir com os acionistas da companhia ao tempo da decisão do perdão da dívida.

²⁴³ “Há unanimidade em classificar a posição jurídica do sócio após a deliberação de distribuição de um dividendo: nesse momento surge na esfera jurídica do sócio verdadeiro direito de crédito contra a sociedade.” PITA, *Direito aos lucros*, op. cit., p. 81.

²⁴⁴ “Há que se manter, por certo, perfeitamente distintos o direito à periódica distribuição dos lucros e o direito aos dividendos já deliberados, ao qual, de maneira uniforme, a doutrina reconhece a natureza de direito de crédito, enquanto o primeiro não fruiria nem de natureza de direito de crédito nem de direito obrigacional, mas de direito pessoal corporativo.” LEÃES, *Do direito do acionista ao dividendo*, op. cit., p. 309.

²⁴⁵ “[São] direitos que, embora tenham sua fonte no *status socii*, dele se destacaram”. “Trata-se do que a doutrina chama de *diritti di terzo* (*Drittenrechte* ou simplesmente *Gläubigerrechte*, direitos de credor)”. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes FRANÇA, *Invalidade das deliberações de assembléia das s/a*, op. cit., p. 109 e nota de rodapé n.º 103.

Se a decisão de não-pagamento dos dividendos declarados for tomada em assembléia geral, regularmente convocada e conduzida, o máximo que se poderá extrair é a declaração de vontade favorável ao perdão da dívida por parte dos acionistas que votaram nesse sentido e que também são credores dos dividendos, apenas com relação ao seu crédito individual. Permaneceria ineficaz a decisão perante os demais credores, acionistas, que votaram contrariamente, abstiveram-se ou não compareceram à assembléia, ou não-acionistas²⁴⁶.

Se, diferentemente, forem constatados defeitos ou vícios na deliberação de declaração, ou em documentos que a suportaram, então não se tratará de revogação ou perdão de dívida, mas de caso em que se aplicarão as regras de nulidade, anulabilidade e compensatórias adequadas.

2.- Prazo de pagamento (art. 205, § 3º)

O § 3º do art. 205 da Lei das Sociedades por Ações determina que “[o] dividendo deverá ser pago, salvo deliberação em contrário da assembléia geral, no prazo de 60 (sessenta) dias da data em que for declarado e, em qualquer caso, dentro do exercício social”.

No ato da declaração, portanto, a assembleia geral pode determinar o prazo de pagamento ou deixar de fazê-lo. Se não houver determinação, o dividendo deverá ser pago dentro dos sessenta dias seguintes à assembleia geral. Se houver determinação pela assembleia geral, o prazo determinado para o total pagamento dos dividendos não pode

²⁴⁶ A ineficácia é a solução mais adequada à situação, uma vez que nem todos os efeitos de uma tal deliberação são indiferentes para o mundo jurídico. A reunião dos sócios em assembleia geral pode servir para coletar a vontade individual de cada acionista e para apresentar-lhes as razões da necessidade de revogação. Os acionistas que forem credores podem se convencer da utilidade da revogação e declarar sua aceitação no próprio conclave. Não se tratará de decisão assemblear própria, mas de decisão tomada durante a assembleia por cada acionista. Igualmente, os acionistas que forem contrários poderão expor sua opinião, seja em defesa de seu interesse individual, seja em defesa do interesse social. Mais ainda, se houver unanimidade dos acionistas da companhia e se nenhum dos credores for não-acionista, então a revogação será decidida na própria assembleia. O que a assembleia geral não possui é legitimidade para decidir o perdão ou a alteração das condições de pagamento da dívida em nome dos credores que não estiverem presentes ou não forem acionistas. A doutrina, de todo modo, diverge a respeito da sanção para o vício da deliberação assemblear que revoga a declaração dos dividendos, se ineficácia ou se nulidade. Cf., sobre o assunto, PITA, *Direito aos lucros*, op. cit., p. 81.

ultrapassar o encerramento do exercício social em que esses dividendos foram declarados²⁴⁷.

Se a declaração foi efetuada pelos administradores, nas hipóteses em que é permitida, então o pagamento deve ser feito em até 60 dias, a menos que haja assembléia geral concomitante que delibere de forma diversa. A lei é precisa ao conferir à assembléia geral a faculdade de estender o prazo de pagamento dos dividendos declarados para além de 60 dias, a partir da data da declaração. Entretanto, o estatuto social pode prever que, em caso de declaração de dividendos intermediários pelo órgão de administração, este órgão será também o responsável pela determinação do prazo de pagamento desses dividendos. Condicionada a expressa previsão no estatuto social e ao limite do encerramento do exercício social para o pagamento dos dividendos intermediários, não parece haver empecilho para a delegação dessa decisão aos administradores, especialmente porque a lei permite que o estatuto social delegue o poder da própria declaração aos administradores, o que é mais amplo do que a mera determinação do prazo de pagamento²⁴⁸.

E, da mesma forma como explicado no item anterior, para o caso da revogação da declaração de dividendos, a modificação do prazo de pagamento determinado pela assembleia geral ou pelo órgão de administração competente dependerá de aprovação individual de cada credor.

²⁴⁷ Em sentido diverso, Modesto Carvalhosa entende que “[m]esmo quando prevaleça o prazo disposto na lei, deve a assembléia declará-lo para determinar, dentro dele, a partir de quando poderão os acionistas exigir dividendos e bonificações de que são credores” e que, “[s]e, no entanto, a assembléia geral silenciar sobre a época do pagamento dos dividendos e bonificações, serão estes cobráveis a partir do dia seguinte à assembléia que decidiu a respectiva distribuição” (CARVALHOSA, *Comentários à lei de sociedades anônimas*, v. 3, op. cit., pp. 820 e 821). A leitura literal do § 3º do art. 205 não parece, contudo, autorizar essa interpretação. O dispositivo se apresenta dentro de típica estrutura de regra geral e possibilidade excepcional. A regra geral é o pagamento, integral, dos dividendos, dentro de sessenta dias, considerando-se a dívida vencida apenas se, após decorridos esses sessenta dias, todo ou parte do crédito não tiver sido pago. A exceção é a determinação do prazo de pagamento e, portanto, de vencimento da dívida, pela assembléia geral. Esse prazo poderá ser inferior, igual ou superior a sessenta dias. Só não poderá superar o encerramento do exercício social. Em sentido favorável a esta última interpretação, cf. Nelson EIZIRIK, *Dividendos intercalares. Prazo para pagamento. Interpretação do artigo 205, § 3º, da lei das s.a.*, in *Temas de direito societário*, Renovar, Rio de Janeiro, 2005, p. 277 e Luiz Leonardo CANTIDIANO, *Pagamento de dividendo pelas companhias e o plano de estabilização econômica*, in *RDM*, n. 64, 1986, p. 31 (também publicado em Luiz Leonardo CANTIDIANO, *Questões de direito societário e mercado de capitais*, Forense, Rio de Janeiro, 1987, pp. 17 e ss.).

²⁴⁸ No mesmo sentido, cf. EIZIRIK, *Dividendos intercalares. Prazo para pagamento. Interpretação do artigo 205, § 3º, da lei das s.a.*, op. cit., pp. 278 e 279.

3.- Formas de pagamento (art. 205, §§ 1º e 2º)

Em seus §§ 1º e 2º, o art. 205 da Lei das Sociedades por Ações dispõe que os dividendos “poderão ser pagos por cheque nominativo remetido por via postal para o endereço comunicado pelo acionista à companhia, ou mediante crédito em conta corrente bancária aberta em nome do acionista” e que os “dividendos das ações em custódia bancária ou em depósito nos termos dos arts. 41 e 43 serão pagos pela companhia à instituição financeira depositária, que será responsável pela sua entrega aos titulares das ações depositadas”. A companhia pagará o dividendo a quem era o titular da ação na data da declaração, de acordo com os registros nos livros societários próprios, físicos ou eletrônicos, mantidos pela companhia ou pela instituição depositária. Alternativamente, o dividendo pode ser pago a quem detenha sua titularidade derivada, registrada também nos livros societários próprios, ou em instrumento específico. A decisão quanto à forma de pagamento, entre aquelas previstas na lei, cabe exclusivamente à administração, que optará pelo modo que for mais eficiente para a companhia.

Quanto à moeda, há divergência, na doutrina nacional, se o pagamento dos dividendos pode ser feito *in natura* ou se deve ser feito apenas em moeda corrente nacional.

De um lado, os §§ 1º e 2º do art. 205 mencionam apenas “cheque nominativo” e “crédito em conta corrente bancária” como formas de pagamento do dividendo, o que daria ensejo à interpretação de que a lei apenas autoriza o pagamento de dividendos em meio pecuniário. A interpretação literal do dispositivo indica, de fato, que essa seria a orientação do legislador. Se assim não fosse, não haveria razão para que a lei previsse expressamente as duas formas mais evidentes de pagamento dos dividendos. Bastaria que nada se mencionasse a respeito ou, inversamente, que o pagamento em outros meios fosse expressamente previsto pela lei²⁴⁹.

²⁴⁹ “O pagamento de dividendos e bonificações somente pode ser feito em moeda corrente nacional. Tão-só o pagamento em dinheiro permitirá à sociedade desobrigar-se em relação ao dividendo declarado em assembléia-geral. Ainda que no direito estrangeiro se admita, mediante a concordância de acionista-credor, o pagamento de dividendos em outra moeda, ou seja, em espécie, em nosso direito essa faculdade nunca foi admitida. E, com efeito, o capital da companhia será sempre representado em dinheiro, mesmo que para sua formação participem outros bens. Entende-se, pois, que a subscrição de ações à conta do capital e respectivas reservas sempre é feita em dinheiro, devendo os frutos civis representados pelos dividendos e, portanto, a renda das ações serem pagos na mesma moeda. Não pode, em consequência, o estatuto dispor ou prever a faculdade de dividendos que não em dinheiro. Também é vedado à assembléia geral, sob pretexto de falta de disponibilidade, determinar o pagamento em espécie de dividendos referentes ao respectivo período. Igualmente é vedada a convenção entre a sociedade e acionista para o pagamento em outra moeda. No caso,

De outro lado, é fato que a lei também não veda expressamente o pagamento de dividendos em bens ou direitos. Além disso, o pagamento *in natura* pode, muitas vezes, ser útil para a companhia e para os próprios acionistas, não sendo ilógico em relação ao sistema econômico que rege as relações societárias, nem aos seus fundamentos contratuais. Raciocinando-se dessa maneira, é possível considerar plenamente regular o pagamento de dividendos em imóveis, títulos de dívida e ações de outras companhias, por exemplo²⁵⁰.

Ambas as correntes fundam-se em argumentos sólidos e desenvolvem conclusões convincentes. Ambas pecam, entretanto, em um ponto fundamental: não fazem qualquer diferença entre dividendos mínimos obrigatórios, dividendos diferenciados devidos aos preferencialistas e dividendos extraordinários. A solução de boa parte dos impasses doutrinários em matéria de dividendo pode partir, aliás, da raramente considerada diferenciação entre cada um dos três tipos de dividendos. Levando-se em conta a natureza e as regras específicas de cada tipo de dividendo, bem como aproveitando-se parte dos

estar-se-ia ferindo o princípio da igualdade de valor de recebimento, quando a convenção não abranger a unanimidade dos acionistas. Com efeito, o pagamento em espécie, embora estimável em dinheiro, tem intrinsecamente um valor diverso da moeda corrente nacional. Dessa forma, se alguns acionistas recebessem em moeda e outros em bens, necessariamente cada grupo estaria recebendo valor diverso em relação ao outro.” CARVALHOSA, *Comentários à lei de sociedades anônimas*, v. 3, op. cit., pp. 823 e 824.

²⁵⁰ “Diante da omissão dos textos legais, tem-se indagado sobre a possibilidade jurídica do pagamento de dividendos em bens não pecuniários, no direito brasileiro das sociedades por ações. Não vejo, em tese, ilegalidade alguma numa deliberação desse tipo. A exigência central que faz a Lei n.º 6.404, de 1976, a respeito de dividendos, na linha de longa tradição, é a de que sua distribuição tenha como origem lucros líquidos, do exercício ou acumulados, correspondentes a demonstrações de resultados regularmente aprovadas pela assembléia geral. Admite-se, em certas hipóteses, a distribuição antecipada quanto à deliberação desta. Há, nessa matéria, uma única inovação na lei vigente, que é a da possibilidade de pagamento de dividendos à conta de reserva de capital, no caso das ações preferenciais de que trata o § 5º do art. 17. Essa exigência básica visa, obviamente, à proteção de terceiros credores da companhia e representa o consectário do princípio da irresponsabilidade dos acionistas pelos débitos sociais (art. 1º). A preservação da integridade do capital constitui, pois, a pedra angular sobre a qual se assenta a estrutura legal desse tipo societário. Daí porque o pagamento de dividendos fictícios é sancionado não apenas civilmente, mas também como crime (Lei n.º 6.404, art. 201, parágrafos; Código Penal, art. 117, § 1º, VI). Observada, porém, essa regra fundamental, nada impede que a companhia pague aos acionistas o dividendo distribuído, não sob a forma de dinheiro, mas em bens de outra natureza. Não há, com efeito, na lei acionária, norma alguma que se oponha a essa solução. O disposto no art. 205 não deve ser interpretado, como é óbvio, no sentido de excluir qualquer outro tipo de pagamento, diverso dos que aí se prevêem, mas como um modo de se ampliarem as possibilidades de solução do débito. O que se pode exigir, por medida cautelar, é uma deliberação da assembléia geral sobre a questão, caso sejam os estatutos sociais omissos a respeito, o que quase sempre acontece. Impede-se, com isso, a alegação de surpresa diante de uma decisão que, reconhecidamente, discrepa do costume mercantil entre nós. Observe-se, no entanto, que uma deliberação dessa natureza pode ser incluída, pelo estatuto, no quadro de competência dos órgãos da administração” (Fábio Konder COMPARATO, *Nota sobre o pagamento de dividendos in natura*, in *Novos ensaios e pareceres de direito empresarial*, Forense, Rio de Janeiro, 1981, pp. 165 e 166). No mesmo sentido, cf., também, com menção a toda a doutrina favorável, EIZIRIK, *Dividendos. Pagamento in natura ou parcelado em moeda corrente*, op. cit., pp. 255 e ss. e Arnaldo WALD, *Da licitude do pagamento de dividendo complementar em ações de outra companhia*, in *RDM*, n. 51, 1983, pp. 17 e ss..

argumentos das teorias apresentadas acima, é possível construir uma terceira disciplina para o pagamento de dividendos *in natura* diante da lei brasileira.

Primeiramente, o pagamento de dividendos *in natura* não deve ser, de fato, considerado ilegal. A lei não o proíbe expressamente e a substituição da quitação financeira pela quitação mediante transferência de bens ou direitos não fere a lógica do direito privado, sendo, ao contrário, coerente com ela. Mas a questão fundamental não é essa. A pergunta que se deve responder é se a maioria acionária, ou os órgãos de administração, possui ou não o poder para impor a distribuição *in natura*, em substituição ao pagamento em moeda corrente, aos demais acionistas e credores dos dividendos da companhia.

Com efeito, se a decisão for unânime, tomada por todos os acionistas, no momento da declaração, não há razão para o direito negar-lhe validade e plena eficácia. Respeita-se a regra de igualdade de tratamento e não ofende a integridade do capital social ou direito de terceiros interessados no patrimônio da companhia. Mas e se a decisão for tomada por maioria? E se a decisão for tomada pelos administradores, com base em expressa previsão estatutária?

Nesses casos, a resposta é diversa, a depender de cada tipo de dividendo que se analisa.

Em se tratando de dividendos extraordinários, ou seja, além do mínimo obrigatório e do fixo ou mínimo preferencial, o pagamento pode ser feito *in natura*, por deliberação da maioria assemblear ou dos órgãos de administração, independentemente de previsão estatutária. Na realidade, a previsão estatutária é necessária apenas para autorizar os órgãos de administração a tomar essa decisão, caso não sejam os competentes para declarar o dividendo. Se forem competentes para declarar os dividendos (intermediários), então também poderão decidir a respeito do pagamento *in natura*. Nesse caso, ele pode ser decidido pela maioria ou pelos órgãos de administração, pois se trata de dividendo não comprometido contratualmente ou legalmente obrigatório. É um bônus que, antes da declaração, o acionista não poderia, em nenhuma hipótese, exigir e, em regra, nem mesmo esperar receber. Se a companhia decide distribuir seus lucros, em forma de bens ou títulos, por exemplo, a seus acionistas, além dos dividendos contratualmente ou legalmente

obrigatórios, e se essa distribuição não prejudica o interesse social ou o de credores externos, nada a impede.

Os dividendos diferenciados devidos a ações preferenciais, ou seja, diferentes do dividendo mínimo obrigatório, também poderão ser pagos *in natura*, por decisão da maioria assemblear ou dos órgãos de administração. Também não há necessidade de que haja previsão estatutária específica a respeito. Nesse caso, porém, a previsão estatutária é altamente recomendável, pois se cogita de uma obrigação contratual determinada. Os dividendos diferenciados das ações preferenciais, que funcionam como efetiva vantagem patrimonial em relação às ações ordinárias, são contratualmente estabelecidos entre a companhia e os preferencialistas, por meio do estatuto social. E a expectativa dos acionistas preferencialistas é, normalmente, a de recebimento dos dividendos em meio pecuniário. Não há como negar que o pagamento *in natura* possui caráter de exceção, especialmente diante do texto dos §§ 1º e 2º do art. 205. Assim como não se pode negar que o pagamento *in natura*, ainda que venha a ser necessário para a companhia, por razões de necessidade de caixa, por exemplo, pode gerar custos adicionais relacionados à avaliação dos bens ou direitos que substituirão o meio pecuniário no pagamento e a processos de barganha entre a companhia e os acionistas, por conta dessa avaliação.

O pagamento do dividendo mínimo obrigatório, diferentemente dos casos anteriores, deve ser feito apenas por meio pecuniário e não *in natura*, a menos que haja concordância da unanimidade dos acionistas. Há duas razões que suportam essa conclusão.

A primeira é que o dividendo mínimo obrigatório foi desenhado pela lei especificamente para evitar, na maior extensão possível, quaisquer negociações entre acionistas minoritários, controladores e administradores, com relação aos dividendos. É instituto que possui a expressa pretensão de assegurar o processamento simples da apuração, declaração e pagamento de um dividendo mínimo predeterminado contratualmente, de modo a garantir a previsibilidade e a incentivar o investimento popular nas companhias. O pagamento *in natura*, especialmente nas companhias abertas, pode representar uma importante quebra de expectativa por parte dos acionistas minoritários, em razão dos diferenciais de liquidez ou dos valores relativos dos bens ou direitos a serem recebidos, em contraposição ao recebimento em moeda corrente nacional. E o recebimento em moeda corrente nacional é a forma mais justa e precisa de pagamento, pois coincide

exatamente com o valor dos lucros possuídos pela sociedade e apartados para distribuição, não sendo nem superior, em desfavor da companhia, nem inferior, em prejuízo dos acionistas. A referida quebra de expectativa possui, portanto, imenso potencial gerador de conflitos entre a companhia e os acionistas, adicionando-se custos de diversas naturezas ao procedimento de recebimento do dividendo mínimo obrigatório, o que contradiz a lógica e a função desse instituto.

Mais importante, e essa é a segunda razão, é o fato de que não há justificativa possível para o pagamento *in natura* do dividendo mínimo obrigatório. Isso porque a eventual incapacidade financeira da companhia de pagamento dos dividendos já é coberta pela lei. Se a companhia enfrentar problemas de liquidez, previr importante desencaixe em razão de certa contingência ou se deparar com dificuldades financeiras súbitas, basta reter temporariamente, nas reservas de lucros próprias, até a reversão da situação adversa, os valores, cujo pagamento representaria sacrifício excessivo da companhia, nos termos dos arts. 195, 195-A, 197 e 202, §§ 4º e 5º, da Lei das Sociedades por Ações. Esses dispositivos servem, a propósito, exatamente para garantir que a companhia possa pagar o dividendo mínimo obrigatório em moeda corrente nacional, sem prejuízo ao normal andamento das atividades empresariais.

Para qualquer tipo de dividendo, ressalve-se, após declarado, há a possibilidade de negociação da dívida individualmente com cada credor. Querendo, o credor pode aceitar o pagamento de sua parte nos dividendos em outros meios que não em moeda corrente nacional. Essa negociação individual, contudo, não pode privilegiar nenhum dos credores, deve ser estritamente necessária para a companhia e, evidentemente, não deve implicar qualquer outra irregularidade, como celebração de acordos em conflito de interesses, por exemplo.

Por fim, cumpre ressaltar que a bonificação em ações, de emissão da própria companhia, não pode ser considerada pagamento de dividendos *in natura*. Trata-se de mera retenção de lucros, absorvida pelo capital social. Para que essa bonificação impacte a distribuição do dividendo mínimo obrigatório, é preciso seguir a regra do § 3º do art. 202 da Lei das Sociedades por Ações²⁵¹.

²⁵¹ “Ocorre que a bonificação em ações não se confunde com o dividendo nem com a bonificação em dinheiro. Trata-se de operação correspondente à retenção de lucro pela companhia e sua versão à conta de

4.- Cumulação com o pagamento de dividendos intermediários, fixos, mínimos, ou juros sobre o capital próprio

Conforme examinado no item 2 do capítulo V, os dividendos intermediários pagos apenas poderão ser descontados do dividendo mínimo obrigatório se forem extraídos de lucro social do próprio exercício, em formação. Se forem pagos contra reservas de lucros, não impactarão o dividendo mínimo obrigatório, que deverá ser pago integralmente.

Os juros sobre o capital próprio pagos pela companhia aos acionistas podem ser reduzidos do montante a ser pago como dividendo mínimo obrigatório, conforme expressamente previsto pelo § 7º do art. 9º da Lei n.º 9.249, de 26 de dezembro de 1995²⁵². Os valores pagos a título de juros sobre o capital próprio devem ser extraídos dos resultados do próprio exercício, tanto que podem ser deduzidos da base de cálculo do imposto de renda, assim como são lançados como despesas financeiras, no caso das companhias fechadas. A natureza, portanto, é semelhante à do dividendo mínimo obrigatório, havendo apenas tratamento fiscal diferenciado.

No caso das companhias abertas, a matéria é regulada também pela Deliberação CVM n.º 207, a qual, de maneira especial, dispõe que: “[o]s juros pagos ou creditados pelas companhias abertas, a título de remuneração do capital próprio, na forma do artigo 9º da Lei nº 9.249/95, devem ser contabilizados diretamente à conta de Lucros Acumulados, sem afetar o resultado do exercício” (item I); que “[c]aso a companhia opte, para fins de atendimento às disposições tributárias, por contabilizar os juros sobre o capital próprio pagos/creditados ou recebidos/auferidos como despesa ou receita financeira, deverá proceder à reversão desses valores, nos registros mercantis, de forma a que o lucro líquido ou o prejuízo do exercício seja apurado nos termos desta Deliberação” (item VIII); e que

capital. A bonificação em ações é a própria negação do dividendo. Representa mera forma de compensação do acionista por uma expectativa de direito ao dividendo que não se materializou em crédito. Trata-se de uma subscrição forçada do aumento de capital com lucros não distribuídos, decorrente da deliberação majoritária dos acionistas, a que todos devem se submeter igualmente. Não corresponde, pois, ao pagamento de lucros em espécie.” CARVALHOSA, *Comentários à lei de sociedades anônimas*, v. 3, op. cit., p. 824.

²⁵² “Art. 9º A pessoa jurídica poderá deduzir, para efeitos da apuração do lucro real, os juros pagos ou creditados individualizadamente a titular, sócios ou acionistas, a título de remuneração do capital próprio, calculados sobre as contas do patrimônio líquido e limitados à variação, pro rata dia, da Taxa de Juros de Longo Prazo - TJLP. (...) § 7º O valor dos juros pagos ou creditados pela pessoa jurídica, a título de remuneração do capital próprio, poderá ser imputado ao valor dos dividendos de que trata o art. 202 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, sem prejuízo do disposto no § 2º.”

“[o]s juros pagos ou creditados somente poderão ser imputados ao dividendo mínimo, previsto no artigo 202 da Lei nº 6.404/76, pelo seu valor líquido do imposto de renda na fonte” (item V).

Para que a norma contábil imposta pela Comissão de Valores Mobiliários seja coerente com a disciplina legal da retenção do lucro social e da distribuição de dividendos mínimos obrigatórios, é necessário interpretar a expressão “Lucros Acumulados”, utilizada no item I da referida Deliberação, como os lucros acumulados no exercício social até o momento da declaração do pagamento dos juros sobre capital próprio²⁵³. Assim, não se corre o risco de admitir que sejam descontados do dividendo mínimo obrigatório juros sobre o capital próprio pagos contra reservas de lucros.

De acordo com o art. 17 da Lei das Sociedades por Ações, às ações preferenciais poderão ou não ser conferidas vantagens patrimoniais relacionadas à distribuição de dividendos. No caso das companhias fechadas não há qualquer limite mínimo para os dividendos a serem atribuídos às ações preferenciais. No caso das companhias abertas, o mínimo deve ser 25% do lucro líquido ajustado, por força do inc. I do § 1º do art. 17, e, ainda assim, apenas se acumulado com o direito previsto no inc. III do mesmo parágrafo.

Se existirem vantagens relacionadas ao pagamento de dividendos, essas consistirão na atribuição do direito a dividendos fixos ou a dividendos mínimos. Para que sejam efetivas vantagens, os dividendos fixos ou mínimos devem superar os dividendos mínimos obrigatórios em termos de valor ou de certeza de pagamento. Além disso, os dividendos fixos ou mínimos poderão também ser cumulativos²⁵⁴, ou seja, o saldo não pago em um exercício soma-se integralmente ao valor devido no próximo exercício.

Em todos os casos em que houver vantagem conferida às ações preferenciais, relacionadas ao pagamento de dividendos, essas vantagens deverão ser pagas prioritariamente em relação ao pagamento do dividendo mínimo obrigatório. Se a ação preferencial fizer jus ao pagamento de dividendo diferente do mínimo obrigatório, e se esse pagamento corresponder a uma efetiva vantagem, então será aplicada a regra de

²⁵³ A esse respeito, cf. a nota de rodapé n.º 183.

²⁵⁴ Sobre as características dos dividendos participantes, cf. Luiz Gastão Paes de Barros LEÃES, *Dividendos mínimos cumulativos e participantes*, in *RDM*, n. 111, jul. a set., 1998, pp. 157 e ss..

prioridade do art. 203 da Lei das Sociedades por Ações. Esse dispositivo prevê que “[o] disposto nos arts. 194 a 197²⁵⁵, e 202, não prejudicará o direito dos acionistas preferenciais de receber os dividendos fixos ou mínimos a que tenham prioridade, inclusive os atrasados e cumulativos”. Isso significa que, nesses casos, a vantagem atribuída às ações preferenciais deverão ser garantidas, inclusive por meio da redução do montante a ser pago como dividendo mínimo obrigatório.

5.- Distribuição de lucros fictícios

O dividendo é fruto do complexo de normas legais e estatutárias que regulam a formação do lucro social e as regras de utilização desse lucro pela companhia. Para que o dividendo seja regular, portanto, é preciso, antes de tudo, haver lucro. Esse lucro deve, então, ser apurado, refletido e divulgado, de acordo com as normas que disciplinam, principalmente, as demonstrações contábeis. Em seguida, a decisão de partilha, incluindo a distribuição de dividendos, deve decorrer de decisão legítima, que também atenda à disciplina de retenção de lucros, à proteção da integridade do capital social e à defesa do interesse social. Serão, portanto, considerados irregulares os lucros que, sob qualquer formato, especialmente a título de distribuição dividendos, deixarem a esfera patrimonial da sociedade, em violação a qualquer dessas premissas²⁵⁶.

Sobre a matéria, o art. 201 da Lei das Sociedades por Ações determina que “[a] companhia somente pode pagar dividendos à conta de lucro líquido do exercício, de lucros acumulados e de reserva de lucros; e à conta de reserva de capital, no caso das ações

²⁵⁵ De acordo com o item 10 do Ofício Circular CVM/SEP/Nº001/2008: “[o] artigo 203 da Lei nº 6.404/76 determina que o disposto nos artigos 194 a 197 e 202, não prejudicará o direito dos acionistas preferenciais de receber os dividendos fixos ou mínimos a que tenham prioridade, inclusive os atrasados, se cumulativos. Conseqüentemente, as reservas mencionadas nos artigos 194 a 197, e aquela de que trata o parágrafo 5º do artigo 202 da Lei nº 6.404/76, não podem ser constituídas em detrimento dos dividendos fixos ou mínimos. Assim, se houver lucro, ainda que não realizado, os dividendos fixos ou mínimos deverão ser distribuídos.”

²⁵⁶ “O dividendo é um fruto civil distribuído periodicamente, com base no balanço de exercício, entre os acionistas. Esse conceito de dividendo implica os seguintes elementos: a) é fruto disponível e livre; b) é fruto determinado pelo balanço anual; c) é fruto atribuído ao sócio por deliberação da assembléia-geral ordinária. Na falta de qualquer desses elementos, não existe dividendo. Por conseguinte, qualquer distribuição de ativos que se verifique em tais circunstâncias, sob a forma de dividendos, deve ser reputada irregular e configurar “dividendos fictícios”. Os administradores são civilmente responsáveis pelos prejuízos causados a terceiros, em virtude da distribuição indevida de dividendos. Podem, igualmente, mover ação contra os diretores os que, devido à distribuição de dividendos fictícios, iludidos, assim quanto à real situação econômica da sociedade, compraram ou subscreveram seus títulos. A distribuição de dividendos, sem que haja lucros líquidos, implica a responsabilidade solidária de todos os diretores e fiscais, que deverão repor à caixa social a importância correspondente aos dividendos indevidamente distribuídos, sem prejuízo da ação penal que no caso couber.” LEÃES, *Do direito do acionista ao dividendo*, op. cit., p. 199 (em nota de rodapé).

preferenciais de que trata o § 5º do art. 17”, que “[a] distribuição de dividendos com inobservância do disposto neste artigo implica responsabilidade solidária dos administradores e fiscais, que deverão repor à caixa social a importância distribuída, sem prejuízo da ação penal que no caso couber” e que “[o]s acionistas não são obrigados a restituir os dividendos que em boa-fé tenham recebido”, sendo presumível a má-fé “quando os dividendos forem distribuídos sem o levantamento do balanço ou em desacordo com os resultados deste”²⁵⁷.

É evidente que, ao determinar que os dividendos apenas poderão ser pagos a partir de determinadas reservas de lucros ou de capital, o que a lei exige não é a mera verificação dos saldos dessas contas nas demonstrações financeiras. Especialmente no caso dos administradores e conselheiros fiscais, as próprias regras de formação e manutenção dessas reservas devem ser julgadas, incluindo-se a obtenção dos valores que por fim foram a elas destinados e as decisões que resultaram em sua constituição e preenchimento. O lucro distribuído não apenas deve existir, como deve existir regularmente dentro das referidas contas. Por lucros fictícios deve-se entender, portanto, não apenas lucros que não existem, mas também lucros que não existem regularmente, de acordo com as regras do direito societário²⁵⁸.

A lei, dessa forma, determina especificamente a responsabilidade dos administradores e dos fiscais, entre estes, notadamente os conselheiros fiscais, impondo a todos a obrigação solidária de devolução à companhia de qualquer parcela do lucro social distribuída irregularmente. Os acionistas podem também ser responsabilizados se for comprovado que agiram em má-fé, ou se, em determinados casos, em que a lei determina a inversão do ônus da prova, se não comprovarem que agiram em boa-fé. Caso sejam responsabilizados, os acionistas serão obrigados a devolver os valores recebidos irregularmente.

²⁵⁷ No mesmo sentido, o art. 1009 do Código Civil: “Art. 1.009. A distribuição de lucros ilícitos ou fictícios acarreta responsabilidade solidária dos administradores que a realizarem e dos sócios que os receberem, conhecendo ou devendo conhecer-lhes a ilegitimidade.”

²⁵⁸ Modesto Carvalhosa aponta, com precisão, que “[s]erá também ilegal a distribuição de dividendos com base em lucros do exercício quando houver prejuízos anteriormente apurados iguais ou superiores ao último resultado positivo”, que “[s]ão ainda responsáveis os administradores e fiscais se distribuírem dividendos às ações preferenciais à conta de reserva de capital, havendo lucros suficientes para essa mesma distribuição”, que “[t]ambém será irregular a utilização de fundos que não estejam especificamente alocados para distribuição de dividendos” e que “[a] proibição é expressa em se tratando de reserva legal”. CARVALHOSA, *Comentários à lei de sociedades anônimas*, v. 3, op. cit., p. 778.

Eventual ação de responsabilidade, assim como outras medidas necessárias para impedir, corrigir ou compensar a distribuição irregular de lucros, incluindo-se a própria anulação da deliberação irregular, será promovida, em regra, pelos acionistas contrários à deliberação e pelos administradores ou conselheiros fiscais que expressamente se opuseram à distribuição.

Presume-se a má-fé dos acionistas, por força do disposto no § 2º do art. 201, se os dividendos forem distribuídos sem o levantamento do balanço ou em desacordo com os resultados deste. Essa regra, entretanto, apenas é aplicável nos casos em que os balanços devem ser disponibilizados aos acionistas. Afinal, nas hipóteses de declaração de dividendo intermediário pelos órgãos de administração, com base em lucros em formação do exercício social, a lei não exige que o balanço especificamente levantado seja publicado. Nessas situações, não se pode exigir que o acionista espontaneamente requeira e examine o balanço antes de aceitar os dividendos.

Diferente é o caso em que a declaração do dividendo se deu em assembléia geral ou pelos órgãos de administração, com base em reservas de lucros. Em ambas as hipóteses, os acionistas tiveram a oportunidade de examinar o balanço que fundamenta a distribuição, ou de exigí-lo. Nessas situações, se a distribuição não contou com balanço referente ou se os valores nele registrados eram incompatíveis com a distribuição, então caberá aos acionistas, além de se posicionarem contrariamente à declaração, recusar o recebimento dos dividendos, mediante, por exemplo, a devolução, para o endereço da sede social da companhia, do cheque nominal, ou a transferência para conta corrente bancária da companhia do valor depositado, sendo as despesas de devolução exigíveis da companhia. Caso contrário, poderão ser responsabilizados, sendo obrigados, de toda forma, a devolver os mesmos valores e, eventualmente, a compensar a companhia por prejuízos decorrentes.

A mera devolução do valor distribuído irregularmente, seja pelos administradores ou fiscais, seja pelos acionistas, nem sempre basta para a correção da ilicitude. Dependendo do tempo transcorrido entre a distribuição e a devolução, e de outras diversas circunstâncias aplicáveis, administradores, fiscais e acionistas podem ser responsabilizados por outros prejuízos eventualmente causados à companhia, como, a perda de oportunidades de investimento ou a desvalorização do montante distribuído irregularmente.

Por fim, os administradores podem ainda ser responsabilizados penalmente, nos termos do art. 177, VI, do Código Penal²⁵⁹.

6.- Suspensão do direito ao recebimento do dividendo (art. 120)

Há três formas principais de suspensão do direito ao recebimento do dividendo previsto em lei ou no estatuto social. A suspensão imposta às ações em tesouraria pelo § 4º do art. 30, a suspensão decorrente da verificação da hipótese prevista nos §§ 4º e 5º do art. 202 e a suspensão fundada na faculdade prevista pelo art. 120, todos da Lei das Sociedades por Ações.

As ações em tesouraria, na prática, não representam qualquer espécie de contribuição ao capital social, pois foram adquiridas com recursos da própria companhia, para fins específicos e para manutenção, em regra, transitória. São neutras em relação à companhia, sendo desprovidas não apenas do direito ao dividendo, como também do direito ao voto. Caso não sejam canceladas e sejam transferidas a novos acionistas, por simples colocação no mercado ou por cumprimento de plano de outorga de opção de compras, por exemplo, o direito ao dividendo e a seu recebimento é reativado.

Caso verificada a hipótese prevista nos §§ 4º e 5º do art. 202, conforme discutido anteriormente, a assembléia geral poderá decidir, baseada em informação dos administradores e fiscais, pelo não-pagamento do dividendo mínimo obrigatório naquele exercício social. O valor dos dividendos, contudo, será registrado em reserva especial, devendo ser distribuído integralmente aos acionistas quando da reversão da situação adversa da companhia, se não for absorvido por prejuízos de exercícios subsequentes. Trata-se de suspensão circunstanciada do direito dos acionistas de receberem o dividendo mínimo obrigatório.

²⁵⁹ “Art. 177 - Promover a fundação de sociedade por ações, fazendo, em prospecto ou em comunicação ao público ou à assembléia, afirmação falsa sobre a constituição da sociedade, ou ocultando fraudulentamente fato a ela relativo: Pena - reclusão, de um a quatro anos, e multa, se o fato não constitui crime contra a economia popular. § 1º - Incorrem na mesma pena, se o fato não constitui crime contra a economia popular: (Vide Lei nº 1.521, de 1951) (...) VI - o diretor ou o gerente que, na falta de balanço, em desacordo com este, ou mediante balanço falso, distribui lucros ou dividendos fictícios”. Sobre a caracterização do ilícito penal, cf. Leães, *Do direito do acionista ao dividendo*, op. cit., pp. 354 e 355.

O art. 120 da Lei das Sociedades por Ações determina que “[a] assembléia geral poderá suspender o exercício dos direitos do acionista que deixar de cumprir obrigação imposta pela lei ou pelo estatuto, cessando a suspensão logo que cumprida a obrigação”. A assembléia poderá, portanto, suspender o direito de determinado acionista ao recebimento do dividendo, enquanto não for cumprida obrigação específica estabelecida em lei ou no estatuto social. Trata-se de poder significativo conferido à assembléia geral, que por isso apenas poderá ser utilizado em situações objetivas, evitando-se o risco de utilização abusiva dessa faculdade. A assembléia geral poderá, por exemplo, ao invés de aplicar os dividendos na integralização atrasada de ações subscritas, simplesmente suspender o pagamento desses dividendos até que o acionista cumpra sua obrigação. Da mesma forma, se o acionista comprometeu-se a integralizar sua parte no capital social mediante a transferência de determinado bem ou tecnologia útil para as operações da companhia, o pagamento de seus dividendos pode ser suspenso até que aquela obrigação seja cumprida.

Ressalve-se, apenas, que, exceto no caso das ações em tesouraria, apenas o direito ao recebimento dos dividendos pode ser suspenso. Os acionistas não podem ser tolhidos, em hipótese alguma, dos direitos de fiscalizar a formação dos lucros, examinar as demonstrações financeiras e questionar partilha do lucro social, por exemplo.

7.- Erro, dolo, fraude ou simulação que viciou a proposta de distribuição de dividendos ou as demonstrações financeiras aprovadas pela assembleia geral dos acionistas

Pode ocorrer que a assembleia geral dos acionistas aprove proposta de distribuição de dividendos apresentada pelos administradores, vindo, contudo, a se descobrir, posteriormente, que as demonstrações financeiras, ou a própria proposta de distribuição de dividendos, que serviram de fundamento para a deliberação assemblear, continham vícios materiais, cuja inexistência poderia modificar a decisão tomada pelos acionistas. Trata-se, em regra, de hipóteses de anulabilidade da deliberação de distribuição e das deliberações conexas, uma vez que afetam, no caso concreto, por vício de consentimento, o direito disponível do acionista ao dividendo mínimo obrigatório²⁶⁰.

²⁶⁰ “Ora, as deliberações tomadas em assembleias eivadas de erro, dolo, fraude ou simulação estão inquinadas de vícios de consentimento, e, como tais, são *anuláveis*, em conformidade com o que preceitua o art. 147, II do código civil [de 1916].” LEÃES, *Do direito do acionista ao dividendo*, op. cit., pp. 340 e 341.

Dessa forma, a correção da distribuição irregular, para a majoração do dividendo a pagar ou para a compensação devida à companhia, passa pela anulação da deliberação, provocada e declarada judicialmente, dentro do prazo de prescrição estabelecido pelo art. 286 da Lei das Sociedades por Ações, sem prejuízo das ações de responsabilidade, indenizatórias e penais que forem cabíveis.

Essa deliberação, note-se, não pode ser revogada pela própria assembleia geral, pois, conforme adiantado no item 1 deste capítulo VIII, um dos seus efeitos foi o de declarar o dividendo, constituindo passivo exigível contra a sociedade e crédito determinado em favor de acionistas e titulares derivados do direito ao dividendo. A reversão dos efeitos da deliberação, sem intervenção judicial, apenas poderia ser efetivada mediante consentimento de todos os credores dos dividendos.

8.- Dividendos não reclamados

A hipótese de restarem, após a declaração, dividendos, cuja titularidade a companhia não é capaz de determinar, tornou-se mais improvável depois da extinção das ações ao portador pela lei n.º 8.021, de 12 de abril de 1990. Atualmente, os dados dos acionistas, inclusive as informações de contato, devem constar dos livros de registro de ações nominativas da companhia. Seguindo-se as disposições do art. 205, §§ 1º e 2º, basta que a companhia remeta cheque nominativo ao endereço registrado ou deposite o valor do dividendo em conta bancária de titularidade do acionista. Em caso de impossibilidade absoluta de pagamento, entretanto, o valor nominal do dividendo a pagar deve ser mantido no passivo exigível da companhia por tempo razoável, antes de ser reabsorvido. Três anos, a partir da data da declaração, pode ser considerado tempo razoável, uma vez que é o prazo de prescrição da ação para haver dividendos, no caso de recusa de pagamento por parte da companhia, estabelecido pelo art. 287, II, “a”, da Lei das Sociedades por Ações.

*

Considerações Finais

A motivação deste trabalho consiste na tentativa de contribuir para a compreensão da disciplina legal do dividendo mínimo obrigatório, procurando aperfeiçoar sua aplicação prática, e na de chamar a atenção da doutrina brasileira para um tema que é fundamental para o direito societário e para o desenvolvimento do ambiente empresarial nacional, mas que foi deixado de lado nos últimos anos, mesmo a despeito de relevantes mudanças legislativas e econômicas.

Não era o objetivo deste estudo, portanto, perquirir pretensiosas conclusões ou acrescer substancialmente à teoria do direito societário. Bastava a consistente e concreta análise de cada uma das etapas do procedimento que se inicia com a formação do lucro social e termina com o pagamento do dividendo mínimo obrigatório aos acionistas. Bastava o levantamento de dúvidas pertinentes, que poderiam coincidir com as dos estudantes e operadores do direito, e a indicação dos caminhos prováveis para as suas soluções, de acordo com os parâmetros fornecidos pela lei e pelos esforços acadêmicos precedentes.

Após oito capítulos, no entanto, os resultados do estudo parecem pouco mais otimistas do que se projetavam na introdução que o precedeu.

É verdade, de um lado, que talvez nem mesmo se tenha atingido qualquer dos objetivos de contribuir para o avanço da compreensão sobre o funcionamento do dividendo mínimo obrigatório ou de reiluminar a matéria aos olhos dos doutrinadores. Mas, de outro lado, também é fato que o ideal de progredir na análise minuciosa do tema obrigou o inesperado enfrentamento de posições teóricas resistentes e o incidental aprofundamento em assuntos correlatos da teoria geral do direito societário, que residiam no caminho que este estudo escolheu percorrer.

Como resultado, a dissertação acabou por oferecer, além do exame pontual dos mecanismos do dividendo mínimo obrigatório, também algumas tateantes, porém

consideráveis, proposições a respeito dos fundamentos do direito ao dividendo e um interessante roteiro ao longo de importantes bases do direito societário.

Quanto aos mecanismos do direito ao dividendo mínimo obrigatório, examinaram-se, por exemplo, aspectos de sua titularidade e da cessão do direito aos dividendos (capítulo III); discutiram-se, especificamente, cada um dos comandos positivados pelo art. 202 da Lei das Sociedades por Ações e, de maneira geral, todo o procedimento de apuração do dividendo mínimo obrigatório, como as hipóteses de inclusão de regra para o cálculo desse dividendo em estatuto social anteriormente omissos, de retenção integral do lucro social e de suspensão do pagamento dos dividendos em razão de súbita modificação na condição financeira da companhia (capítulo IV); analisaram-se, também, as regras para declaração e pagamento dos dividendos intermediários (capítulo V); indicaram-se as hipóteses de retenção regular do lucro social (capítulo VI) e alertou-se para as irregulares (capítulo VII); e apresentaram-se as condições impostas pela lei para o pagamento do dividendo mínimo obrigatório (capítulo VIII), entre outros debates equivalentes, que puderam ser imaginados dentro do procedimento de apuração, declaração e pagamento do dividendo mínimo obrigatório.

Mas não foi só. Para a adequada apreciação da disciplina do dividendo mínimo obrigatório, em todos os seus detalhes, foi necessário, em certos momentos, superar difíceis impasses teóricos. Assim, receosamente contrário a respeitadas opiniões, mas aliviadamente suportado por outras igualmente confiáveis, este estudo ainda moldou algumas proposições relevantes para a matéria dos dividendos. Especialmente no capítulo II, mas com reafirmações e reaplicações por toda a dissertação, foi construído o conceito de que o dividendo mínimo obrigatório consiste em solução contratual, estimulada pela lei, para redução *ex ante* dos custos *ex post* da decisão de partilha do lucro social; foi argumentado que o direito ao dividendo não coincide com o direito essencial do acionista de participação nos lucros sociais, uma vez que há outras formas de participação nos lucros sociais que não a distribuição periódica de dividendos; foi, por consequência, defendido que o direito ao dividendo é derogável e renunciável, assunção que torna a disciplina legal organizada pela Lei das Sociedades por Ações mais coesa e mais eficaz; foi demonstrado que o dividendo mínimo obrigatório possui natureza substancialmente específica e que nem todas as conclusões relativas aos dividendos em geral podem ser adequadamente aplicáveis a esse tipo de dividendo; e refletiu-se sobre a eventual necessidade de revisão

dos limites representados pelo dividendo mínimo obrigatório, com o intuito de conferir mais liberdade para a companhia na utilização do lucro social ou, ao contrário, mais proteção para os acionistas minoritários contra o uso ineficaz do mesmo lucro.

Consta, por fim, principalmente dos capítulos primeiro e segundo, uma didática apresentação de assuntos fundamentais para a teoria geral do direito societário, tais como: as razões para a formação do contrato de sociedade; a própria natureza contratual da sociedade e suas implicações; a diferenciação entre objeto e objetivo social; a proteção da integridade do capital social; os efeitos da aquisição do *status socii*; os direitos fundamentais dos sócios; e as razões e soluções de gerenciamento dos conflitos entre os interesses dos acionistas minoritários, controladores e administradores. Recorrer às bases desse ramo do direito não apenas tornou possível a elaboração deste estudo, do primeiro ao último item, como também enriqueceu o produto final, conferindo a importância devida à teoria geral do direito societário, ainda pouco estudada e difundida nos cursos jurídicos do País²⁶¹.

Trata-se, portanto, de três frentes de atuação, que se entrelaçam ao longo do texto, com o intuito de produzir um todo coerente e útil do instituto do dividendo mínimo obrigatório.

Espera-se que ao menos uma, se não todas elas, encontre função nas necessidades dos consumidores deste estudo, servindo ao propósito de progredir o direito no País, pelo acréscimo de conhecimento, pelo fornecimento de informações sistematizadas sobre o assunto escolhido ou por meio de quaisquer outros valores positivos que possam ser extraídos de um trabalho construído com gratificante esforço e sincera convicção.

*

²⁶¹ Não se pode deixar de mencionar, neste ponto, a valiosa contribuição para o estudo do direito societário no País representada pela instituição dos cursos de Teoria Geral do Direito Societário I e II no programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, pelo Professor Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, os quais, a propósito, serviram de ferramenta e de inspiração para esta dissertação.

Bibliografia

1. ADAMEK, Marcelo Vieira von, *Responsabilidade civil dos administradores de s/a e as ações previstas na lei n.º 6.404/76 para efetivá-la*, dissertação de mestrado, Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2006.
2. AMBARISH, Ramasastry, JOHN, Kose, WILLIAMS, Joseph, *Efficient signaling with dividends and investments*, in *Journal of finance*, v. 42, 1987, pp. 321 e ss..
3. ASCARELLI, Tullio, *Corso di diritto commerciale*, Milão, Giuffrè, 1962.
4. ASCARELLI, Tullio, *In tema di diritto di voto con azioni date in pegno e di sindacati azionari*, in *Studi in tema di società*, Giuffrè, Milão, 1952.
5. ASCARELLI, Tullio, *L'interesse sociale dell'art. 2441 C.C., la teoria dei diritti individuali e il sistema dei vizi delle deliberazioni assembleari*, in *Rivista delle società*, 1956, pp. 93 e ss..
6. ASCARELLI, Tullio, *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*, Saraiva, São Paulo, 1945.
7. ASCARELLI, Tullio, *Problemi giuridici*, Giuffrè, Milão, 1959.
8. ASCARELLI, Tullio, *Saggi di diritto commerciale*, Giuffrè, Milão, 1955.
9. ASCARELLI, Tullio, *Sui poteri della maggioranza nella società per azioni ed alcuni loro limiti*, in *Rivista di diritto commerciale*, 1953, pp. 169 e ss..
10. ASQUINI, Alberto, *I battelli del reno*, in *Rivista delle società*, 1959, p. 617.
11. ASQUINI, Alberto, *Profili dell'impresa*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, v. XLI, parte 1, 1943, p. 4 e ss..
12. ASQUINI, Alberto, *Usufrutto di quote e azioni* in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, v. XLV, 1947, pp. 13 e ss..
13. BEBCHUK, Lucian, FRIED, Jesse, *Pay without performance: the unfulfilled promise of executive compensation*, Harvard University Press, Cambridge, 2004.
14. BENARTZI, Shlomo, MICHAELY, Roni, THALER, Richard, *Do changes in dividends signal the future or the past?*, in *Journal of finance*, v. 52, 1997, pp. 1007 e ss..
15. BERLE, Adolf A., MEANS, Gardiner C., *The modern corporation and private property*, Transaction Publishers, New Brunswick, 1991.
16. BERTINI, Alessandro, *Contributo allo studio delle situazioni giuridiche degli azionisti*, Milão, Giuffrè, 1951.

17. BHATTACHARYA, Sudipto, *Imperfect information, dividend policy, and 'the bird in the hand fallacy'*, in *Bell journal of economics*, v. 10, 1979, pp. 259 e ss..
18. BITTENCOURT, Luiz Carlos Derbli, *Lucros a realizar das sociedades anônimas na perspectiva da teoria do patrimônio*, tese de doutorado, Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 1984.
19. BLACK, Fischer, *The dividend puzzle*, in *Journal of portfolio management*, v. 2, 1976, pp. 5 e ss..
20. BLACK, Fischer, SCHOLES, Myron, *The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns*, in *Journal of financial economics*, v. 1, 1974, pp. 1 e ss..
21. BOITEUX, Fernando Netto, *Responsabilidade civil do acionista controlador e da sociedade controladora*, Forense, Rio de Janeiro, 1988.
22. BREALEY, Richard A., MYERS, Stewart C., *Principles of corporate finance*, ed. 6, Irwin McGraw-Hill, New York, 2000.
23. BRENNAN, Michael J., *A note on dividend irrelevance and the gordon valuation model*, in *Journal of finance*, v. 26, 1971, pp. 1115 e ss..
24. BRUDNEY, Victor, *Dividends, discretion, and disclosure*, in *Virginia law review*, v. 66, 1980, pp. 85 e ss..
25. BULGARELLI, Waldirio, *Comentários à lei das sociedades por ações*, v. 4, Saraiva, São Paulo, 1978.
26. BULGARELLI, Waldirio, *Regime jurídico do conselho fiscal das s/a*, Renovar, Rio de Janeiro, 1998.
27. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz, *Finanças e demonstrações financeiras da companhia*, Forense, Rio de Janeiro, 1989.
28. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz, ROSMAN, Luiz Alberto Colonna, *Aprovação das demonstrações financeiras, tomada de contas dos administradores e seus efeitos. Necessidade de prévia anulação da deliberação que aprovou as contas dos administradores para a propositura de ação de responsabilidade*, in CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de, ARAGÃO, Leandro Santos de, (orgs.), *Sociedade anônima – 30 anos da lei 6.404/76*, Quartier Latin, São Paulo, 2007, pp. 41 e ss..
29. CAEIRO, António A., SERENS, Nogueira, *Direito aos lucros e direito ao dividendo anual*, in *Revista de direito e economia* (Portugal), 1979, pp. 369 e ss..
30. CAMINHA, Unie, *Dissolução parcial de s.a. - quebra da "affectio societatis" - apuração dos haveres*, in *RDM*, n. 114, 1999, pp. 174 e ss..

31. CANTIDIANO, Luiz Leonardo, *Direito societário e mercado de capitais*, Renovar, Rio de Janeiro, 1994.
32. CANTIDIANO, Luiz Leonardo, *Pagamento de dividendo pelas companhias e o plano de estabilização econômica*, in *RDM*, n. 64, 1986, pp. 31 e ss..
33. CANTIDIANO, Luiz Leonardo, *Reforma da lei das s.a.*, Renovar, Rio de Janeiro, 2002.
34. CARVALHAL, André, *A influência da estrutura de governança corporativa no valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras de capital aberto*, in *RDM*, n. 133, 2004, pp. 81 e ss..
35. CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier, *Tratado de direito comercial brasileiro*, v. 3, ed. 6, Freitas Bastos, Rio de Janeiro e São Paulo, 1958.
36. CARVALHOSA, Modesto, *A nova lei das sociedades anônimas – seu modelo econômico*, ed. 2, Paz e Terra, Rio de Janeiro, 1977.
37. CARVALHOSA, Modesto, *Comentários à lei de sociedades anônimas*, v. 1, ed. 5, Saraiva, São Paulo, 2007.
38. CARVALHOSA, Modesto, *Comentários à lei de sociedades anônimas*, v. 3, ed. 3, Saraiva, São Paulo, 2003.
39. CARVALHOSA, Modesto, *O dissidente é sócio e não mero credor*, in *Revista dos tribunais*, n. 528, 1979, pp. 47 e ss..
40. CASSOTTANA, Marco, *L'abuso di potere a danno della minoranza assembleare*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, n. 120, Giuffrè, Milão, 1991.
41. CHEFFINS, Brian R., *Dividends as a substitute for corporate law: the separation of ownership and control in the united kingdom*, in *Washington and lee law review*, v. 63, 2006, pp. 1273 e ss..
42. CHOPER, Jesse H., EISENBERG, Melvin A., *Corporations*, Thomson, Chicago, 2005.
43. CLARK, Robert Charles, *Corporate law*, Aspen Law & Business, Nova Iorque, 1986.
44. COELHO, José Gabriel, *Títulos de dividendo e ações beneficiárias (jurisprudência crítica)*, sem editora, Lisboa, 1954.
45. COASE, Ronald H., *The firm, the market and the law*, Chicago University Press, Chicago, 1988.
46. COMPARATO, Fábio Konder, *A constituição da reserva de lucros a realizar e o dividendo mínimo obrigatório*, in *Novos ensaios e pareceres de direito empresarial*, Forense, Rio de Janeiro, 1981, pp. 146 e ss..
47. COMPARATO, Fábio Konder, *Anteprojeto de lei de sociedade por ações*, in *RDM*, n. 17, 1975, pp. 119 e ss..

48. COMPARATO, Fábio Konder, *Aspectos jurídicos da macro-empresa*, RT, São Paulo, 1970.
49. COMPARATO, Fábio Konder, *Comentários às disposições transitórias da nova lei de sociedades por ações*, Forense, Rio de Janeiro, 1978, pp. 33 e ss..
50. COMPARATO, Fábio Konder, *Da imprescritibilidade da ação direta de nulidade de norma estatutária de sociedade anônima*, in *RDM*, n. 29, 1978, pp. 57 e ss..
51. COMPARATO, Fábio Konder, *Funções e disfunções do resgate acionário*, in *RDM*, n. 73, 1989, pp. 66 e ss..
52. COMPARATO, Fábio Konder, *Natureza jurídica do balanço*, in *Ensaio e pareceres de direito empresarial*, Forense, Rio de Janeiro, 1978, pp. 29 a 37.
53. COMPARATO, Fábio Konder, *Nota sobre o pagamento de dividendos in natura*, in *Novos ensaios e pareceres de direito empresarial*, Forense, Rio de Janeiro, 1981, pp. 165 e ss..
54. COMPARATO, Fábio Konder, *O direito ao dividendo nas companhias fechadas*, in *Direito empresarial – estudos e pareceres*, Saraiva, São Paulo, 1990, pp. 158 e ss..
55. COMPARATO, Fábio Konder, *O direito ao lucro nos contratos sociais*, in *Direito empresarial – estudos e pareceres*, Saraiva, São Paulo, 1995, pp. 150 e ss..
56. COMPARATO, Fábio Konder, *Reflexões sobre a dissolução judicial de sociedade anônima por impossibilidade de preenchimento do fim social*, in *RDM*, n. 96, 1994, pp. 67 e ss..
57. COMPARATO, Fábio Konder, *Resultado obtido na alienação de imóvel, com aproveitamento de isenção fiscal – exclusão da base de cálculo do dividendo obrigatório*, in *Novos ensaios e pareceres de direito empresarial*, Forense, Rio de Janeiro, 1981, pp. 132 e ss..
58. COMPARATO, Fábio Konder, *Usufruto acionário e quase-usufruto. Limites aos direitos do usufrutuário*, in *Ensaio e pareceres de direito empresarial*, Forense, Rio de Janeiro, 1978, pp. 68 e ss..
59. COMPARATO, Fábio Konder, SALOMÃO FILHO, Calixto, *O poder de controle na sociedade anônima*, ed. 5, Forense, Rio de Janeiro, 2008.
60. COSTA, Philomeno J. da, *As partes beneficiárias*, São Paulo, Saraiva, 1965.
61. COZIAN, Maurice et al., *Droit des sociétés*, ed. 18, Litec, Paris, 2005.
62. DAHLMAN, Carl J., *The problem of externality*, in *The journal of law and economics*, v. 22, n. 1, abril, 1979.

63. DALLAS, Lynne L., *Comment on brian r. cheffins, dividends as a substitute for corporate law: the separation of ownership and control in the united kingdom*, in *Washington and lee law review*, v. 63, 2006, pp. 1339 e ss..
64. DEANGELO, Harry, DEANGELO, Linda, SKINNER, Douglas, *Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings*, in *Journal of financial economics*, v. 72, 2004, pp. 425 e ss..
65. DEANGELO, Harry, DEANGELO, Linda, SKINNER, Douglas, *Reversal of fortune: dividend policy and the disappearance of sustained earnings growth*, in *Journal of financial economics*, v. 40, 1996, pp. 341 e ss..
66. DECHIARA, José Tadeu, *Comentários aos arts. 52 a 74*, in VIDIGAL, Geraldo de Camargo, MARTINS, Ives Gandra da Silva (org.), *Comentários à lei das sociedades por ações-lei 6.404/76*, v. 5, Instituto dos Advogados de São Paulo, São Paulo, 1986, pp. 39 e ss..
67. DOMINGUES, Paulo de Tarso, *Do capital social, noção, princípios e funções*, Coimbra Editora, Coimbra, 1998.
68. EASTERBROOK, Frank, *Two agency-cost explanations of dividends*, in *The american economic review*, v. 74, n. 4, set., 1984, pp. 650 e ss..
69. EASTERBROOK, Frank, FISCHER, Daniel R., *Auction and sunk costs in tender offers*, in *Stanford law review*, v. 35, n.1, 1982, pp. 1 e ss..
70. EASTERBROOK, Frank, FISCHER, Daniel R., *The economic structure of corporate law*, Harvard University Press, Cambridge, 1996.
71. EASTERBROOK, Frank, FISCHER, Daniel R., *Voting in corporate law*, in *Journal of law and economics*, v. 36, n. 2, 1983, pp. 395 e ss..
72. EIZIRIK, Nelson, *Conselho fiscal*, in Lobo, Jorge (org.), *Reforma da lei das sociedades anônimas*, Forense, Rio de Janeiro, 2003, pp. 453 e ss..
73. EIZIRIK, Nelson, *Dividendos. Distribuição com base no saldo excedente da reserva legal após a redução do capital social*, in *Temas de direito societário*, Renovar, Rio de Janeiro, 2005, pp. 287 e ss..
74. EIZIRIK, Nelson, *Dividendos. Pagamento in natura ou parcelado em moeda corrente*, in *Temas de direito societário*, Renovar, Rio de Janeiro, 2005, pp. 255 e ss..
75. EIZIRIK, Nelson, *Dividendos intercalares. Prazo para pagamento. Interpretação do artigo 205, § 3º, da lei das s.a.*, in *Temas de direito societário*, Renovar, Rio de Janeiro, 2005, pp. 271 e ss..
76. EIZIRIK, Nelson, *Emissão de debêntures*, in *RDM*, n. 101, 1995.

77. EIZIRIK, Nelson, BASTOS, Aurélio Wander, *Mercado de capitais e s/a – jurisprudência*, CNBV-CODIMEC, Belo Horizonte e Rio de Janeiro, 1987.
78. EIZIRIK, Nelson, *Questões de direito societário e mercado de capitais*, Forense, Rio de Janeiro, 1987.
79. EIZIRIK, Nelson, *Reforma das s.a. e do mercado de capitais*, Renovar, Rio de Janeiro, 1997.
80. EIZIRIK, Nelson, GAAL, Ariádna B., PARENTE, Flávia, HENRIQUES, Marcus de Freitas, *Mercado de capitais – regime jurídico*, Renovar, Rio de Janeiro, 2008.
81. EIZIRIK, Nelson, CARVALHOSA, Modesto, *A nova lei das s/a*, Saraiva, São Paulo, 2002.
82. ELTON, Edwin J., GRUBER, Martin J., *Marginal stockholder tax rates and the clientele effect*, in *The review of economics and statistics*, v. 52, 1970, pp. 68 e ss..
83. ESTACA, José Nuno Marques, *O interesse da sociedade nas deliberações sociais*, Almedina, Coimbra, 2003.
84. ESTRELA, Hernani, *Direito do acionista ao dividendo*, in *Direito comercial – estudos*, José Karfino Editora, Rio de Janeiro, 1969.
85. FAMA, Eugene F., FRENCH, Kenneth R., *Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propension to pay?*, in *Journal of financial economics*, v. 60, pp. 3 e ss..
86. FERREIRA, Waldemar, *Compêndio de sociedades mercantis*, ed. 3, v. II, Freitas Bastos, Rio de Janeiro, 1949.
87. FERREIRA, Waldemar, *Tratado de direito comercial*, v. 4, ed. Saraiva, Saraiva, São Paulo, 1961.
88. FERRI, Giuseppe, *Diritto agli utili e diritto al dividendo*, in *Rivista di diritto commerciale*, fasc. 1, 1963, pp. 405 e ss..
89. FERRI, Giuseppe, *Le società*, ed. 2, Utet, Torino, 1985.
90. FERRI, Giuseppe, *L'esercizio del voto nel pegno di azioni*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, v. XXXVI, 1938.
91. FERRO-LUZZI, Paolo, *I contratti associativi*, Giuffrè, Milão, 2001.
92. FISCHER, Daniel R., *The law and economics of dividend policy*, in *Virginia law review*, v. 67, n. 4, 1981, pp. 699 e ss..
93. FLUCK, Zsuzsanna, *Optimal financial contracts: debt versus outside equity*, in *Review of financial studies*, v. 11, 1998, pp. 383 e ss..

94. FLUCK, Zsuzsanna, *The dynamics of the management-shareholder conflict*, in *Review of financial studies*, v. 12, 1999, pp. 347 e ss..
95. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Conflito de interesses: formal ou substancial? Nova decisão da cvm sobre a questão*, in *RDM*, n. 128, 2002, pp. 225 e ss..
96. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Conflito de interesses nas assembleias de s.a.*, Malheiros, São Paulo, 1993.
97. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Invalidade das deliberações de assembleias das s.a.*, Malheiros, São Paulo, 1999.
98. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Invalidade de deliberações conexas de companhia*, in *RDM*, n. 145, 2007, pp. 255 e ss..
99. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, *Lineamentos da reforma do direito societário italiano em matéria de invalidade das deliberações assembleares*, in *RDM*, n. 134, 2004, pp. 12 e ss..
100. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, PEREIRA NETO, Edmur A. Nunes, *Sociedade anônima – fraude à lei – alteração dos estatutos com o intuito de evitar que acionistas preferencialistas adquiram o direito de voto às vésperas de completar o terceiro exercício social sem o pagamento de dividendos – abuso de poder de controle*, in *RDM*, n. 133, 2004, pp. 259 e ss..
101. FURQUIM DE AZEVEDO, Paulo, *Contratos: uma perspectiva econômica*, in ZYLBERSTAJN, Décio e SZTAJN, Rachel, (orgs.), *Direito & economia*, Rio de Janeiro, Elsevier, 2005, pp. 112 e ss..
102. FÜRSTENBERG, Hans, *Carl fürstenberg – die lebensgeschichte eines deutschen bankers*, Rheinische Verlags-Anstalt, Wiesbaden, 1962.
103. GALGANO, Francesco, *Diritto commerciale – le società*, ed. 16, Zanichelli, Bolonha, 2006.
104. GALGANO, Francesco, *Il principio di maggioranza nelle società personali*, Cedam, Padova, 1960.
105. GALGANO, Francesco, *La forza del numero e la legge della ragione. Storia del principio di maggioranza*, Il Mulino, Bolonha, 2008.
106. GALGANO, Francesco, *Lex mercatoria*, Il Mulino, Bolonha, 2001.
107. GARCIA, Hilário Benedito, *Reservas, reserva de lucros e provisões*, in *RDM*, n. 39, 1980, pp. 96 e ss..

108. GIERKE, Otto von, *Sulla storia del principio di maggioranza* (sem referência ao tradutor), in *Rivista delle società*, n. 6, fasc. 6, nov. a dez., 1961, pp. 1103 e ss..
109. GOLIA, Raffaele, *Partecipazione sociale: il diritto del socio al dividendo*, Pirola, Milão, 1972.
110. GORDON, Myron J., *Dividends, earnings, and stock prices*, in *Review of economics and statistics*, v. 41, 1959, pp. 99 e ss.
111. GOSHEN, Zohar, *Shareholder dividend options*, in *Yale law journal*, v. 104, 1995, pp. 881 e ss..
112. GUERREIRO, José Alexandre Tavares, *O Conselho fiscal e o direito à informação*, in *RDM*, n. 45, 1982, pp. 29 e ss..
113. GUERREIRO, José Alexandre Tavares, *O usufruto de ações ao portador e a posição da companhia emissora*, in *RDM*, n. 39, 1980, pp. 84 e ss..
114. GUERREIRO, José Alexandre Tavares, *Problemas atuais das debêntures*, in *RDM*, n. 52, 1983, pp. 128 e ss..
115. GUERREIRO, José Alexandre Tavares, *Regime jurídico do capital autorizado*, Saraiva, São Paulo, 1984.
116. GUERREIRO, José Alexandre Tavares, *Sobre a interpretação do objeto social*, in *RDM*, n. 54, 1984, pp. 51 e ss..
117. HAKANSSON, Nils H., *To pay or not to pay dividend*, in *Journal of finance*, v. 37, mai., 1982. pp. 415 e ss..
118. HANSMANN, Henry, *The ownership of enterprise*, Harvard University Press, Cambridge, 2000.
119. HARBICH, Ricco, *Conceito e destinação do lucro na nova lei das sociedades por ações*, ed. 2, RT, São Paulo, 1980.
120. HART, Oliver D., *Incomplete contracts and the theory of the firm*, in WILLIAMSON, Oliver E., WINTER, Sidney G., (org.), *The nature of the firm – origins, evolution and development*, Oxford University Press, Nova Iorque, 1991, pp. 138 e ss.
121. HART, Oliver D., MOORE, John, *A theory of debt based on inalienability of human capital*, in *Quarterly journal of economics*, v. 109, 1994, pp. 841 e ss..
122. HART, Oliver D., MOORE, John, *Foundations of incomplete contracts*, in *review of economic studies*, v. 98, 1999, pp. 115 e ss..
123. HART, Oliver D., MOORE, John, *Incomplete contracts and renegotiation*, in *Econometrica*, v. 56, 1988, pp. 755 e ss..

124. HEURTEUX, Claude, *L'information des actionnaires et des épargnants – étude comparative*, in *Bibliothèque de droit commercial*, t. 1, Sirey, Paris, 1961.
125. HOPT, Klaus, *Deveres legais e conduta ética de membros do conselho de administração e de profissionais*, (trad. port.) FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes, KERTZER, Mauro Moisés, in *RDM*, n. 144, 2006, pp. 107 e ss..
126. IUDÍCIBUS, Sérgio de, MARTINS, Elizeu, GELBCKE, Ernesto Rubens, *Manual de contabilidade das sociedades por ações - aplicável às demais sociedades*, ed. 6, Atlas, São Paulo, 2003.
127. JAEGER, Pier Giusto, *Il bilancio d'esercizio delle società per azioni*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, n. 27, ed. 2, Giuffrè, Milão, 1979.
128. JAEGER, Pier Giusto, *L'interesse sociale*, Giuffrè, Milão, 1964.
129. JAEGER, Pier Giusto, *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in *Giurisprudenza commerciale*, parte I, 2000.
130. JENSEN, Michael C., *A theory of the firm*, Harvard University Press, Cambridge, 2003.
131. JENSEN, Michael, *Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers*, in *American economic review papers and proceedings*, v. 76, 1986, pp. 323 e ss..
132. JENSEN, Michael C., MECKLING, William H., *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, in *Journal of financial economics*, n. 3, fasc. 4, out., 1976, pp. 305 e ss..
133. JOHN, Kose, WILLIAMS, Joseph, *Dividends, dilution, and taxes: a signaling equilibrium*, in *Journal of finance*, v. 40, 1985, pp. 1053 e ss..
134. JUSTICE, Randall K., *The duty of corporate directors to pay dividends*, in *Kentucky law journal*, v. 87, 1999, pp. 231 e ss..
135. KATZ, Avery W., *Contractual incompleteness: a transactional perspective*, in *Case Western Reserve Law Review*, v. 56, 2005, pp. 169 e ss..
136. KRAAKMAN, Reinier R. et al., *The anatomy of corporate law – a comparative and functional approach*, Oxford University Press, Nova Iorque, 2004.
137. KRUGMAN, Paul, *The return of depression economics and the crisis of 2008*, W. W. Norton & Company, Nova Iorque, 2009
138. LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert W., *Agency problems and dividend policies around the world*, in *Journal of finance*, v. 55, n. 1, 2000, pp. 1 e ss..
139. LAMY FILHO, Alfredo, *Temas de s.a.*, Renovar, Rio de Janeiro, 2007.

140. LAMY FILHO, Alfredo, BULHÕES PEDREIRA, José Luiz, *A lei das s.a.*, Renovar, Rio de Janeiro, ed. 3, 1997.
141. LE CANNU, Paul, *Droit des sociétés*, ed. 2, Montchrestien, Paris, 2003.
142. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Comentários à lei das sociedades anônimas*, v. 2, Saraiva, São Paulo, 1980.
143. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Conselho fiscal e as empresas de auditoria*, in *Pareceres*, v. 1, Singular, São Paulo, 2004, pp. 597 e ss..
144. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Conselho fiscal e auditoria*, in *Pareceres*, v. 2, Singular, São Paulo, 2004, pp. 911 e ss..
145. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Da remuneração dos membros dos conselhos de administração*, in *Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas*, RT, São Paulo, 1989, pp. 179 e ss..
146. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Direito comercial: textos e pretextos*, José Bushatsky, São Paulo, 1976.
147. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Dividendos mínimos cumulativos e participantes*, in *RDM*, n. 111, 1998, pp. 157 e ss..
148. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Dividendo obrigatório e participação dos administradores nos lucros da companhia*, in *Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas*, RT, São Paulo, 1989, pp. 198 e ss.. Também publicado em *Pareceres*, v. 1, Singular, São Paulo, 2004, pp. 47 e ss..
149. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Do direito do acionista ao dividendo*, Obelisco, São Paulo, 1969.
150. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Funcionamento do conselho fiscal nas companhias abertas*, in *Pareceres*, v. 2, Singular, São Paulo, 2004, pp. 1277 e ss..
151. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Mercado de capitais & insider trading*, RT, São Paulo, 1982.
152. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Remuneração dos administradores*, in *Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas*, RT, São Paulo, 1989, pp. 144 e ss..
153. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, *Reserva de capital*, in *Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas*, RT, São Paulo, 1989, pp. 168 e ss..
154. LINTNER, John, *Optimal dividends and corporate growth under uncertainty*, in *Quarterly journal of economics*, v. 78, 1964, pp. 49 e ss..

155. LITZENBERGER, Robert H., RAMASWAMY, Krishna, *Dividends, short selling restrictions, tax-induced investors clienteles and market equilibrium*, in *Journal of finance*, v. 35, 1980, pp. 469 e ss..
156. LOBO XAVIER, Vasco da Gama, *Anulação de deliberação social e deliberações conexas*, Atlântida, Coimbra, 1976.
157. LOBO XAVIER, Vasco da Gama, COELHO, Maria Ângela, *Lucro obtido no exercício, lucro do balanço e lucro distribuível*, in *Revista de direito e economia* (Portugal), n. 2, ano 7.
158. LORIE, James H., HAMILTON, Mary T., *The stock market: theories and evidence*, 1973, Irwin, Homewood, p. 119.
159. MARCONDES, Sylvio, *Problemas de direito mercantil*, Max Limonad, São Paulo, 1970.
160. MARCONDES, Sylvio, *Questões de direito mercantil*, Saraiva, São Paulo, 1977.
161. MARTINS DE ANDRADE, André, *Direito do acionista à participação nos lucros sociais e o dividendo obrigatório*, dissertação de mestrado, Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 1982.
162. MENEZES CORDEIRO, António, *Manual de direito das sociedades*, v. 1 e 2, Almedina, Coimbra, 2004 e 2006.
163. MESSINEO, Francesco, *La struttura della società e il c.d.contratto plurilaterale*, in *Studi di diritto della società*, ed. 2, sem editora, Milão.
164. MESSINEO, Francesco, *Manuale di diritto civile e commerciale*, v. 1, ed. 7, Giuffrè, Milão, 1947.
165. MESSINEO, Francesco, *Società e scopo de lucro*, ed. 2, sem editora, Milão.
166. MILLER, Merton, ROCK, Kevin, *Dividend policy under asymmetric information*, in *Journal of finance*, v. 40, 1985, pp. 1031 e ss..
167. MODIGLIANI, Franco, MILLER, Merton H., *Corporate income, taxes and the cost of capital: a correction*, in *The american economic review*, v. 53, 1963, pp. 433 e ss..
168. MODIGLIANI, Franco, MILLER, Merton H., *Dividend policy, growth, and the valuation of shares*, in *Journal of business*, v. 34, 1961, pp. 411 e ss..
169. MODIGLIANI, Franco, MILLER, Merton H., *The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment*, in *American economic review*, v. 48, 1958, pp. 261 e ss..
170. MOLL, Douglas K., *Shareholder oppression & dividend policy in the close corporation*, in *Washington and lee law review*, v. 60, 2003, pp. 841 e ss..

171. MUELLER, Dennis, *Public choice III*, Cambridge University Press, Cambridge, 2003.
172. MUNHOZ, Eduardo Secchi, *Empresa contemporânea e direito societário - poder de controle e grupos de sociedades*, São Paulo, Juarez de Oliveira, 2002.
173. MUNHOZ, Eduardo Secchi, ROBERT, Bruno, *A lei nº 11.638/07 e o cálculo do dividendo mínimo obrigatório*, in [-], Quartier Latin, São Paulo, 2009, no prelo.
174. MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel, *Reflexões sobre o direito de recesso na lei das sociedades por ações*, in LOBO, Jorge (org.), *Reforma da lei das sociedades anônimas*, Forense, Rio de Janeiro, 2003, pp. 285 e ss..
175. NUNES, António José Avelãs, *O direito de exclusão de sócios nas sociedades comerciais*, Cultural Paulista, São Paulo, 2001.
176. OLSON, Mancur, *The logic of collective action – public goods and the theory of groups*, Harvard University Press, Cambridge, 1971.
177. PARENTE, Flávia, *O Dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas*, Renovar, Rio de Janeiro, 2005.
178. PENTEADO, Mauro Bardawil, *O penhor de ações no direito brasileiro*, dissertação de mestrado, Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2006.
179. PENTEADO, Mauro Rodrigues, *Aumentos de capital das sociedades anônimas*, Saraiva, São Paulo, 1988.
180. PENTEADO, Mauro Rodrigues, *Dissolução e liquidação de sociedades*, ed. 2, Saraiva, São Paulo, 2000.
181. PEREIRA NETO, Edmur de Andrade Nunes, *Aspectos jurídicos da emissão de debêntures conversíveis em ações*, dissertação de mestrado, Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 1986.
182. PETTIT, Richardson R., *Taxes, transactions costs and clientele effects of dividends*, *Journal of financial economics*, v. 5, 1977, 419 e ss..
183. PETTITI, Domenico, *Contributo allo studio del diritto dell'azionista al dividendo*, Giuffrè, Milão, 1957.
184. PIRES, Carlos Eduardo da Costa, *Cobrança judicial de dividendos prioritários: desnecessidade de anulação de deliberação assemblear*, in *RDM*, n. 127, pp. 189 e ss..
185. PITA, Manuel António, *Direito aos lucros*, Almedina, Coimbra, 1989.
186. PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti, *Tratado de Direito Privado*, t. V, ed. 2, Borsoi, Rio de Janeiro, 1955.

187. PORTALE, Giuseppe B., *Capitale sociale e conferimenti nella società per azioni*, Giuffrè, Milão, 1969.
188. PORTALE, Giuseppe B., *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in *Rivista delle società*, v. 1, jan.-fev., 1991.
189. PREITE, Disiano, *La destinazione dei risultati nei contratti associativi*, Giuffrè, Milão, 1988.
190. REQUIÃO, Rubens, *Anteprojeto de lei de sociedade por ações*, in *RDM*, n. 17, 1975, pp. 111 e ss..
191. RIBEIRO, Renato Ventura, *Dever de diligência dos administradores de sociedades*, Quartier Latin, São Paulo, 2006.
192. RIPERT, Georges, *Aspects juridiques du capitalisme moderne*, ed. 2, L.G.D.J, Paris, 1951.
193. RIPERT, Georges, ROBLOT, René, *Traité de droit commercial*, t. 1, ed. 17, L.G.D.J., Paris, 1998.
194. ROE, Mark J., *Strong managers weak owners – the political roots of american corporate finance*, Princeton University Press, Princeton, 1994.
195. ROMANO, Roberta, *Foundations of Corporate Law*, Foundation Press, Nova Iorque, 2004.
196. ROSSI, Guido, *Utile di bilancio: riserve e dividendo*, Giuffrè, Milão, 1957.
197. SÁ, Antônio Lopes de, *As reservas na atual lei das s/a*, IOB, São Paulo, 1978.
198. SACCHI, Roberto, *L'intervento e il voto nell'assemblea della s.p.a. – profili procedurali*, in *Il diritto attuale*, n. 9, Utet, Torino, 1990.
199. SALOMÃO FILHO, Calixto, *O novo direito societário*, ed. 3, Malheiros, São Paulo, 2006.
200. SAMPAIO AMARAL, Paulo Afonso, *Aspectos do lucro e sua distribuição*, in *RDM*, n. 31, 1978, pp. 65 e ss..
201. SANTOS, Filipe Cassiano dos, *A posição do accionista face aos lucros de balanço*, Coimbra Editora, Coimbra, 1996.
202. SANTOS, Jurandir dos, *Política de dividendos – destinação do resultado do exercício*, in MARTINS, Ives Gandra da Silva, VIDIGAL, Geraldo de Camargo (orgs.), *Sociedades por ações*, n. 23, Resenha Universitária, 1984.
203. SIMONETO, Ernesto, *Utili, dividendi e acconti dividendi*, in *Rivista di diritto civile*, fasc. 1, 1962.

204. SZTAJN, Rachel, VERÇOSA, Haroldo M. Duclerc, *A incompletude do contrato de sociedade*, in *RDM*, v. 131, 2003, pp. 7 e ss..
205. TEIXEIRA, Egberto Lacerda, GUERREIRO, José Alexandre Tavares, *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*, v. 1 e 2, Bushatsky, 1979.
206. TOLEDO, Paulo Fernandes Campos Salles de, *O conselho de administração na sociedade anônima*, ed. 2, São Paulo, Atlas, 1999.
207. VALVERDE, Trajano de Miranda, *Sociedades por ações*, v. 2, ed. 3, Forense, Rio de Janeiro, 1959.
208. WALD, Arnoldo, *A sociedade de capital aberto e a informação do acionista*, in *Estudos e pareceres de direito comercial*, RT, São Paulo, 1972, pp. 209 e ss..
209. WALD, Arnoldo, *Da aquisição do direito de voto pelas ações preferenciais por falta de pagamento dos dividendos*, in *Revista de direito bancário, do mercado de capitais e da arbitragem*, n. 12, 2001, pp. 29 e ss..
210. WALD, Arnoldo, *Da licitude do pagamento de dividendo complementar em ações de outra companhia*, in *RDM*, n. 51, 1983, pp. 17 e ss..
211. WALD, Arnoldo, *Do regime jurídico do usufruto de cotas de sociedade de responsabilidade limitada e de ações de sociedade anônima*, in *RDM*, n. 77, 1990, pp. 5 e ss..
212. WALD, Arnoldo, *Sociedades por ações – pagamento de dividendos – direito de voto dos titulares de ações preferenciais*, in *Estudos e pareceres de direito comercial*, RT, São Paulo, 1972, pp. 165 e ss..
213. WIEDEMANN, Herbert, *Gesellschaftsrecht I – Grundlagen*, Munique, Beck, 1980.
214. WILLIAMSON, Oliver E., WINTER, Sidney G., (org.), *The nature of the firm – origins, evolution and development*, Oxford University Press, Nova Iorque, 1991.
215. ZANELLI, Enrico, *La nozione di oggetto sociale*, Giuffrè, Milão, 1962.

*

Abstract

This thesis examines the legal discipline of the minimum mandatory corporate dividend, based on an analysis of its functions within organizations and on the practical implications of its existence, reflected in the procedures for social profits' formation and distribution.

Although this study centers on article 202 of the Brazilian Corporations Law, it also touches on corporate law's foundations, covering subjects ranging from the reasons for settling a corporate contract and the corporate functions of profits to modern thinking on conflicts of interest and the roles of managers and controlling shareholders.

Besides a detailed analysis of the steps in accounting for, declaring, and paying the minimum mandatory dividend, this study also suggests these main propositions: (i) that the minimum mandatory dividend consists of a contractual solution, stimulated by law, that aims to reduce the costs related to the decision to share social profits; (ii) that the right to the minimum mandatory dividend and the right to participate in social profits are not equivalent and that the former, as distinct from the latter, is as revocable as it is renounceable; and (iii) that the minimum mandatory dividend has a substantially singular nature, which requires an independent analysis of its mechanisms.

The expected contribution of this study is twofold: to improve the application of the minimum mandatory dividend's legal discipline, and to bring to light the scientific investigation of dividend subjects, which inexplicably has been neglected by Brazilian legal doctrine in recent decades.

The text is divided into eight chapters, besides the introduction and the final remarks. The first chapter presents the role of profits and dividends in companies. The second explains the doctrinal rationality that sustains the right of shareholders to the minimum mandatory dividend, examines the justifications for its jurisdictional protection, and analyzes the contemporary necessity for this protection. In the third chapter, issues related

to the minimum mandatory dividend's ownership are debated. The fourth and fifth chapters concern, respectively, accounting for and declaring minimum mandatory dividends. The hypotheses of regular and irregular retention of social profits are discussed in the sixth and seventh chapters. Explanations of the rules for paying the minimum mandatory dividend are given in the eighth chapter. The final remarks section distills the main conclusions from the eight chapters.

*