JULIA SOUZA CORRÊA

**O FIM LUCRATIVO DA SOCIEDADE E O LUCRO SOCIAL:
interpretação e aplicação no contexto atual das sociedades anônimas brasileiras**

Dissertação de Mestrado

Orientador: Prof. Dr. José Alexandre Tavares Guerreiro

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE DIREITO**

São Paulo - SP

2019

JULIA SOUZA CORRÊA

**O FIM LUCRATIVO DA SOCIEDADE E O LUCRO SOCIAL:
interpretação e aplicação no contexto atual das sociedades anônimas brasileiras**

Dissertação de Mestrado, apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Mestre em Direito, na área de concentração Direito Comercial, sob a orientação do Prof. Dr. José Alexandre Tavares Guerreiro.

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE DIREITO**

São Paulo - SP

2019

Catálogo na Publicação
Serviço de Processos Técnicos da Biblioteca da
Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

CORRÊA, Julia Souza

O fim lucrativo da sociedade e o lucro social: interpretação e aplicação no contexto atual das sociedades anônimas brasileiras / Julia Souza Corrêa. -- São Paulo, 2019.

180 p. ; 30 cm.

Dissertação (Mestrado) – Programa de Pós-Graduação em Direito, Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2019.

Orientador: José Alexandre Tavares Guerreiro.

1. Sociedade anônima. 2. Fim lucrativo. 3. Lucro social. 4. Distribuição de lucros. I. Guerreiro, José Alexandre Tavares, orient. II. Título.

JULIA SOUZA CORRÊA

**O FIM LUCRATIVO DA SOCIEDADE E O LUCRO SOCIAL:
interpretação e aplicação no contexto atual das sociedades anônimas brasileiras**

Dissertação de Mestrado, apresentada junto ao
Programa de Pós-Graduação em Direito, da
Faculdade de Direito da Universidade de São
Paulo, como exigência parcial para obtenção do
título de Mestre em Direito.

Ata n. ____/2019

Aprovada em _____ de
2019.

Banca Examinadora

Orientador: Prof. Dr. José Alexandre Tavares Guerreiro

Examinador:

Examinador:

Examinador:

*“Toda reflexão sobre a empresa é, para o jurista,
uma incitação a humildade.”*
(Nicole Catala)¹

¹ L'Entreprise. t. 4. Paris: Dalloz, 1980, p. III.

AGRADECIMENTOS

A jornada do Mestrado foi uma grande aventura. Aventura que começou na decisão de fazer da (Rodovia) Fernão Dias o caminho literal para a busca de algo ainda abstrato. O que muitos chamariam de sonho, na realidade era sede de risco e ansiedade em ganhar o mundo. Ao longo desta aventura encontrei vários mundos, para muito além do mundo que eu esperava. E serei eternamente grata àqueles que por tantas vezes se fizeram “meios de transporte” para me conduzir até aqui.

Ao Prof. José Alexandre Tavares Guerreiro, cuja sabedoria foi fonte de inspiração, motivação e dedicação em absolutamente todas as etapas de formulação deste trabalho. Ser sua orientanda representou uma responsabilidade enorme, mas também um orgulho imensurável pela oportunidade de conviver com seu brilhantismo. O convívio quinzenal nas reuniões do seu grupo de estudos contribuiu não apenas com o desenvolvimento desta dissertação, mas descortinou para mim uma preciosa arena de debates do mais alto nível intelectual.

Agradeço ao Prof. Leonardo Parentoni, por me apresentar o mundo das Arcadas e se manter, ainda que à distância, um vívido incentivador. Ao Prof. Francisco Satiro por, no seu turno, fazer com que eu me encantasse verdadeiramente pelas Arcadas e passasse a nutrir por esta Faculdade um carinho e gratidão enormes e, principalmente, por ter acreditado na recém-formada mineira que lhe bateu à porta com nada além de vontade e determinação. À Prof. Juliana Krueger Pela, pelas sugestões essenciais ao desenvolvimento do tema e pelo exemplo acadêmico. E, ainda, ao Prof. Otavio Yazbek, pelas sugestões e questionamentos pertinentes e assertivos feitos na banca de qualificação.

Aos Professores Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França e Eduardo Secchi Munhoz, pelos cursos ministrados com maestria durante meus anos como mestranda, que definitivamente elevaram não apenas o padrão deste trabalho, como também a minha compreensão da disciplina jurídica das sociedades e do mercado de capitais. E, ainda, pela oportunidade de conhecer uma gama de alunos (e profissionais) brilhantes cujo convívio ainda se faz presente.

Assim, agradeço ao Thiago Tannous, que não mediu esforços para ler, criticar e repensar comigo a dissertação, incentivando-me a colocar no papel ideias que, no início, pareciam uma “não-tese”. À Mariana Martins Costa-Ferreira, Rafael Bresciani, Laura

Patella, Gabriel Buschinelli, Nicole Bromberg, Denis Moreli, Natália Yazbek, Gustavo Franco, Gustavo Sanseverino e a todos os outros colegas que estiveram por perto nessa caminhada acadêmica, contribuindo de alguma forma para a consecução deste trabalho.

Às amigas Anelise Duarte e Amanda Costa, por compartilharem da angústia nos momentos finais e que, junto com todos os outros amigos e amigas que dispensam citação pela sua importância inestimável, apoiaram-me constantemente, mesmo nas ausências “injustificadas”.

Aos times da Stone e da Arpex, por “transformarem o meu potencial em potência” e abrirem o meu olhar para o mundo corporativo, sem o qual grande parte das conclusões deste trabalho não seriam nem cogitadas. Agradeço, em especial, à Dani Zarzur, Dani Mastorocco, Sandra Bolfer, Vivian Breder e Carolina Stange, por terem me apoiado em absolutamente todos os momentos em que precisei direcionar meu tempo e dedicação ao trabalho acadêmico.

Aos meus pais, pelo incentivo, pelo exemplo, por nunca medirem esforços ao apoiar os meus sonhos e por representarem a base de princípios e valores sobre a qual eu pretendo continuar construindo minhas conquistas. À minha irmã, pelo exemplo, pela cumplicidade e por se fazer sempre presente.

Ao André que, na opção livre e genuína de compartilhar a vida ao meu lado, soube cumprir esse papel com excelência, apoiando-me incondicionalmente nos meus sonhos e aspirações, e fazendo com que cada desafio superado e conquista atingida tenham um sentido especial.

RESUMO

Julia Souza Corrêa. *O fim lucrativo da sociedade e o lucro social: interpretação e aplicação no contexto atual das sociedades anônimas brasileiras*. 180f. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2019.

A presente dissertação de mestrado tem por objeto o estudo e a delimitação conceitual do fim lucrativo para sua correta interpretação e aplicação na disciplina jurídica das sociedades anônimas brasileiras. Para isso, será feito recurso às ciências financeiras, contábeis e econômicas, uma vez que analisar o fim lucrativo das sociedades sob diversos prismas é essencial para compreender seu alcance e inserção na disciplina jurídica. O estudo é motivado pela identificação de novas tendências no mercado de capitais e na gestão estratégica e financeira das companhias brasileiras. Tais tendências colocam sob questionamento a atualidade da disciplina distributiva das sociedades anônimas na Lei das S.A., assim compreendida como a disciplina jurídica que regula a destinação dos resultados sociais e as formas de distribuição de lucros sociais. Assim, a dissertação é construída sobre dois eixos principais: (i) a delimitação do que efetivamente consiste o fim lucrativo das companhias, tendo em vista a necessidade de se enxergar objetivamente as motivações e os alcances do fenômeno associativo, que elege a sociedade como instrumento para o exercício da atividade empresarial; e (ii) a análise da adaptabilidade da disciplina distributiva inaugurada pela Lei das S.A. às formas de persecução do fim lucrativo presentes no atual contexto das sociedades anônimas brasileiras e do mercado de capitais. Com estes objetivos, o desenvolvimento da dissertação é dividido em três grandes partes. A primeira delas estabelece os contornos do fim lucrativo e o seu posicionamento na disciplina jurídica das sociedades, utilizando-se, para tanto, o auxílio de conceitos e premissas financeiras e econômicas. A segunda parte traz a definição de fim lucrativo que melhor se adapta, juridicamente, à dinâmica financeira e econômica da sociedade, defendendo o fim lucrativo como sendo o lucro para o acionista decorrente do funcionamento da sociedade. A terceira e última parte desenvolve uma análise crítica da disciplina distributiva da Lei das S.A., concluindo pela necessidade da sua adaptação por meio de regras dispositivas mais abertas à autonomia privada.

Palavras-chave: sociedade anônima, fim lucrativo, lucro social, distribuição de lucros.

ABSTRACT

Julia Souza Corrêa. *Corporate profit purpose and corporate profits: interpretation and application in the context of contemporary Brazilian corporations*. 180p. Master Thesis. Faculty of Law, University of São Paulo, São Paulo, 2019.

This Master thesis addresses the study and conceptual delimitation of corporate profit purpose in order to properly interpret it and apply it in Brazilian corporations' legal context. To this end, finance, accounting and economics will be applied, as such perspectives are crucial to understand corporate profit purpose and its legal application. This study is driven by the recognition of new trends in capital markets and in the strategic and financial management of Brazilian corporations. Such trends question the present suitability of distributive rules in Brazilian Corporate Law, understood as the legal framework that regulates both allocation of corporate results and corporate profit distributive mechanisms. Thus, the thesis is crafted over two axis: (i) the conceptual delimitation of corporate profit purpose, with an objective view of the intent to use a corporation as an instrument for the exercise of a business; and (ii) the analysis of the adequacy of distributive rules set forth in Brazilian Corporate Law to the pursuit of corporate profit purpose in the current context of Brazilian corporations and capital markets. With that in mind, the development of this thesis is divided into three sections. The first establishes the contours of corporate profit purpose and its positioning in the corporate legal framework, with the aid of financial and economic concepts and premises. The second brings the definition of corporate profit purpose with best legal fit to the financial and economic dynamics of corporations. Thus, sustaining corporate profit purpose as being shareholder profit resulting from corporate activities. The third and final section develops a critical analysis of the distributive rules of Brazilian Corporate Law, concluding on the necessity of its adequacy by means of default rules more open to private contracting.

Key-words: corporation, corporate profit purpose, corporate profit, profit distribution.

ABREVIATURAS

§/§§ - Parágrafo/parágrafos.

B3 - B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão.

Cf. – Conforme.

Código Civil - Lei nº 10.202, de 10 de janeiro de 2002, conforme alterada.

Código Civil Francês – *Code Civil*.

Código Civil Italiano – *Codice Civile*.

Coord./coords. - Coordenador/coordenadores.

CVM - Comissão de Valores Mobiliários.

Des. - Desembargador(a).

Ed./Eds. - Editor/editores.

et al – e outros (do latim *et alii*).

f. - folhas

Lei das S.A. - Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, conforme alterada.

Org./Orgs. -Organizador/organizadores.

Rel. - Relator(a).

ss. -Seguintes.

STF -Supremo Tribunal Federal.

TJPR- Tribunal de Justiça do Estado do Paraná.

TJSP - Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo.

Trad. – Tradutor.

SUMÁRIO

1. Introdução	13
1.1 Importância e justificativa do tema	13
1.2 Delimitação do escopo: o fim lucrativo das <i>sociedades anônimas</i>	15
1.3 Plano de trabalho	17
Parte I – Os contornos do fim lucrativo: conceitos basilares.....	19
2. O fim lucrativo: noções preliminares.....	19
2.1 O fenômeno associativo	19
2.2 Fim lucrativo: o escopo comum dos membros da sociedade	20
3. Mas afinal, o que é o lucro?	23
3.1 Noções basilares: patrimônio, capital, renda e seus fluxos financeiros	23
3.2 Lucro em sentido econômico e em sentido financeiro	25
4. Os diversos “lucros” na sociedade.....	29
4.1 Lucro social, lucro da exploração, lucro bruto e lucro líquido	29
4.2 A periodicidade do exercício: forma de apuração do lucro da sociedade	33
4.3 O ganho de capital.....	34
Parte II – O lucro para o acionista	37
5. Fim lucrativo: o lucro do acionista decorrente do funcionamento da sociedade.....	37
5.1 A sociedade como veículo de investimento	37
5.2 O lucro decorrente do funcionamento da sociedade	40
6. O valor da sociedade.....	42
6.1 Valor e preço	42
6.2 O modelo de valor na gestão da sociedade	47
6.3 Lucratividade vs. valor	49
6.4 Avaliações de valor: diferentes prismas para o valor da sociedade	54
6.5 Conclusão Preliminar	59

7. Concretização do fim lucrativo: a percepção do lucro pelo acionista.....	61
7.1 Geração de renda para o acionista.....	61
7.2 Ação: o vínculo do acionista com a sociedade.....	63
7.2.1 A natureza das ações: título de legitimação	64
7.2.2 Ação como título de renda variável	67
8. Eventos societários “de distribuição”	71
8.1 Eventos de distribuição que resultam em transferência de renda	73
8.1.1 Distribuição de dividendos	73
8.1.2 Juros sobre Capital Próprio.....	75
8.1.3 Liquidação	77
8.1.4 Amortização.....	79
8.2 Eventos de distribuição que resultam em pagamento de capital	80
8.2.1 Alienação de ações.....	80
8.2.2 Aquisição de ações pela própria companhia (recompra de ações)	83
8.2.3 Eventos incidentais: resgate e reembolso	87
8.3 Conclusão Preliminar	91
Parte III – Fim lucrativo na Lei 6.404/76: análise crítica	94
9. O fim lucrativo na lei e na interpretação jurídica	94
9.1 O(s) conceito(s) de lucro na lei do anônato	94
9.1.1 Dispositivos que se referem a “lucro” na perspectiva financeira	95
9.1.2 Dispositivos que se referem a “lucro” na perspectiva “não-financeira”	97
9.2 A disciplina da destinação dos lucros na Lei 6.404/76	99
9.2.1 As reservas (e o pagamento de dividendos para além do lucro realizado) ..	100
9.2.2 O dividendo mínimo obrigatório (e sua flexibilidade relativa)	104
9.2.3 Dividendos intercalares e intermediários (e a legalidade da distribuição de lucros não apurados)	108
9.3 O contexto histórico da promulgação da Lei 6.404/76	110

9.4	As consequências na interpretação jurisprudencial (art. 206).....	113
9.5	Consequências práticas	116
9.5.1	Oportunismo da minoria	117
9.5.2	Distribuição de dividendos em prejuízo à solvência da sociedade	118
9.6	Conclusão Preliminar	122
10.	Novo panorama da companhia contemporânea	125
10.1	Tendências no mercado de capitais e nas companhias abertas.....	125
10.2	Tendências nas companhias fechadas: a indústria de PE e VC.....	129
10.3	Tendências na gestão das companhias	132
10.4	A companhia remanescente no guarda-chuva protetivo da Lei 6.404/76.....	135
10.5	Conclusão Preliminar	138
11.	A dicotomia entre a ordem pública e a autonomia privada na persecução do fim lucrativo	140
11.1	O verdadeiro problema: desalinhamento de expectativas de rentabilidade.....	140
11.2	Alternativas para o alinhamento de expectativas de rentabilidade: interferência da ordem pública ou predominância da autonomia privada	145
11.2.1	Regras dispositivas e cogentes na disciplina societária em geral	147
11.2.2	Alternativas legislativas para a estrutura distributiva da sociedade	152
11.3	Possível solução para o contexto das companhias brasileiras	154
11.3.1	Regras cogentes para a coibição de abuso	154
11.3.2	Regras cogentes para a proteção dos credores.....	155
11.3.3	Regras cogentes no acesso à informação e política distributiva.....	158
11.4	Conclusão Preliminar	159
12.	Conclusão.....	162
13.	Referências Bibliográficas.....	172

1. Introdução

1.1 Importância e justificativa do tema

A sociedade, enquanto fenômeno associativo, tem no fim lucrativo o escopo comum dos seus sócios. A questão, que está no âmago da relação entre acionistas e sociedade, é um dos pilares de toda a disciplina societária: o fim lucrativo é o que dá origem à sociedade, ao passo que sua inexistência justifica a extinção da sociedade. O conceito deve, portanto, ser bem compreendido e delimitado.

Os contornos do fim lucrativo denotam o fenômeno multifacetado que é a própria sociedade empresarial². Para a correta compreensão e utilização do conceito, é preciso compreender que o fim lucrativo parte de uma premissa sociológica (o lucro como escopo comum dos sócios reunidos em sociedade) e é diretamente influenciado por questões financeiras e econômicas, antes de se tornar o núcleo da disciplina jurídica da sociedade. Essa análise multifacetada do fim lucrativo nos indica que a sua busca, objetivo da sociedade, é um processo composto pela interrelação entre o lucro produzido pela sociedade e o lucro percebido pelo acionista, na sua esfera individual.

De início, o tema apresenta um problema de interpretação. O estudo do fim lucrativo sob a perspectiva do direito societário, mas com o auxílio das ciências financeiras e econômicas, revela-nos a necessidade de se deixar claro que o fim da sociedade, enquanto escopo comum dos acionistas é o *fim lucrativo* que, por sua vez, é a geração de lucro *para o acionista*, a partir do funcionamento da sociedade. A questão não é simples, apresenta diversas trapaças hermenêuticas e demanda um estudo interdisciplinar.

Em paralelo, o estudo da correlação entre o lucro da sociedade e o lucro para o acionista nos ajuda a compreender certos fenômenos e tendências a que estão submetidas as sociedades contemporâneas. Sabe-se que a relação entre ordem jurídica e vida econômica é indissociável e funciona como via de mão dupla – a organização econômica alimenta o direito e, muitas vezes, a ordem jurídica condiciona e promove a vida econômica³.

² “Na sociedade industrial, em que vivemos, a produção está organizada, em sua quase totalidade, sob forma empresarial. Daí ter-se tomado a empresa o natural centro de interesse dos estudiosos, não apenas das ciências econômicas mas, também, da Política, da Sociologia e — por via de consequência — do Direito.” (LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.* 3ª ed, Rio de Janeiro: Renovar, 1997., v.1, p. 97)

³ “Tem razão Carlo Emilio Ferri (1965, p. 15) quando afirma que talvez nenhum outro instituto jurídico mergulhe suas raízes tão profundamente no “humus” da vida econômica quanto a companhia, e, pelas

Questiona-se, assim, se o regime jurídico do lucro da sociedade e do lucro do acionista, inaugurados pela Lei 6.404/76 ainda permanecem condizentes com a realidade econômica e financeira das sociedades, após os seus mais de 40 anos de vigência.

A Lei 6.404/76 surgiu com a tentativa ousada de abarcar sob a sua regulação todos os tipos e subtipos de companhias⁴. De um lado, essa característica permitiu uma disciplina societária mais homogênea e coerente. De outro, trouxe a mesma solução para contextos diferentes, o que muitas vezes pode engessar a dinâmica e a gestão corporativa de certas sociedades. Nesse sentido, está a disciplina distributiva da Lei das S.A., assim compreendida como o regime de destinação de resultados e a obrigatoriedade da distribuição de uma parcela mínima dividendos, que se aplicam indistintamente a todas as companhias.

Sabe-se que o regime distributivo inaugurado pela Lei das S.A. está imbuído de uma justificativa histórica de proteção às minorias e fomento ao mercado de capitais, necessários ao contexto da época da sua promulgação. Muito embora essa disciplina tenha sido essencial para o atingimento de muitos dos objetivos da época, é notória a evolução das companhias e do mercado de capitais brasileiro, que estão submetidos a novas tendências econômicas e financeiras.

O lucro contábil deixou de ser a pedra angular da gestão administrativa para dar espaço à criação de valor para o acionista. As finanças corporativas passaram a entender o valor da rentabilidade do acionista para muito além dos dividendos, medindo o desempenho das sociedades por métricas mais objetivas que o lucro contábil, como a gestão de fluxo de caixa. O mercado investidor profissional passou a ter olhos para um novo tipo investimento cada vez mais crescente e nascido na companhia fechada, criando uma verdadeira indústria de investimento nessas companhias, que é o *private equity* e o *venture capital*. As companhias abertas e o mercado de capitais vêm sofrendo cada vez mais os efeitos da globalização, a ponto de se verificar uma tendência crescente em companhias que tem a sua operação no Brasil abrindo o capital em bolsas de valores no exterior, principalmente nos

consequências que provocou, parece evidenciar que nem sempre é a organização econômica que gera o direito, mas, muita vez, a ordem jurídica condiciona e promove a vida econômica. Essa interação entre a sociedade por ações e o universo econômico em que atua é bem a sua história.” (LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.* 3ª ed, Rio de Janeiro: Renovar, 1997., v.1, p. 19-20)

⁴ Nesse sentido, Comparato chama atenção para a maleabilidade do regime da companhia fechada no regime da Lei das S.A.: “Na companhia fechada, ao contrário, não só prevalece o princípio da autonomia da vontade sobre o caráter institucional de sua organização, como ainda a forma acionária pode encontrar vários subtipos de sociedades. (...) Sob o aspecto funcional, o regime da companhia fechada pode servir às mais variadas combinações, desde a diminuta companhia de família até as macrossubsidiárias de grupos nacionais ou multinacionais.” (COMPARATO, Fábio Konder. *O direito aos dividendos nas companhias fechadas*. In: *Direito Empresarial – estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1990, p. 160)

Estados Unidos, por meio das suas sociedades *holdings* controladoras sediadas em outros países. Em geral, novos perfis de companhias, acionistas e administradores inauguraram novos padrões de comportamentos que desafiam as premissas do nosso direito societário.

Evidentemente, a lei promulgada em 1976 não poderia prever as novas tendências e os resultados do processo de evolução do mercado e da economia. Ademais, não se pode negar que a rigidez da sua disciplina distributiva foi (e ainda é) essencial para a proteção de um modelo específico de sociedade anônima fechada, marcado por seu caráter essencialmente pessoal, em que a assimetria de informação e ausência de alternativas à rentabilidade para além do dividendo promovem um ambiente propenso ao abuso.

Não obstante, a adaptação do regime de destinação de resultados e das formas de se buscar a remuneração dos acionistas são essenciais para que a disciplina societária possa regular o atingimento do fim lucrativo nas sociedades em geral. Justifica-se, portanto, o estudo da conformação dessa disciplina distributiva, para verificarmos em que medida é possível adaptá-la a nova realidade econômica e financeira subjacente aos novos modelos de companhias que já se fazem presentes no ambiente corporativo contemporâneo.

1.2 Delimitação do escopo: o fim lucrativo das sociedades anônimas

A expressão “fim lucrativo das sociedades” é bastante abrangente e não delimita corretamente o escopo do presente trabalho. O fim lucrativo está presente em todas as sociedades, conforme as diversas tipologias presentes na lei. É inclusive, como se verá, o traço distintivo entre associação e sociedade.

Todavia, esta dissertação tem como objetivo a interpretação do conceito de fim lucrativo para sua correta aplicação na disciplina das sociedades anônimas brasileiras e, de forma subsequente, a verificação da adaptabilidade dos preceitos legais ao conceito estudado. O recorte do objeto se dá nas sociedades anônimas e no sistema jurídico brasileiro, estendendo-se, para fins da análise proposta, à realidade financeira e ao contexto econômico dessas companhias.

São dois os principais pilares sobre os quais se pretende construir a dissertação do tema: (i) a delimitação do que efetivamente consiste o fim lucrativo nas companhias, tendo em vista a necessidade de se enxergar objetivamente as motivações e os alcances do fenômeno associativo, que elege a sociedade como instrumento para o exercício da empresa;

e (ii) a análise da adaptabilidade da disciplina distributiva inaugurada pela Lei 6.404/76 às formas de persecução do fim lucrativo presentes no novo contexto das sociedades anônimas brasileiras e do mercado de capitais.

O presente trabalho também se preocupará em estudar os limites da ordem pública e da autonomia privada na conformação da disciplina societária das companhias, verificando qual seria a melhor medida para o equilíbrio entre normas dispositivas e cogentes na estruturação do regime distributivo da sociedade. E, ainda, como essa conformação poderia ser aplicada no nosso ordenamento jurídico.

Abordar-se-á o tem sob a perspectiva do direito societário, muito embora o recurso às ciências financeiras, contábeis e econômicas seja feito em muitas ocasiões, uma vez que analisar o fim lucrativo das sociedades sob diversos prismas é essencial para compreender seu alcance e sua acomodação na disciplina jurídica. Assim, ao longo do desenvolvimento e das conclusões que forem sendo formuladas, pretende-se arejar a disciplina societária com lições retiradas das ciências econômicas e financeiras, na tentativa de aproximar todos esses ramos do conhecimento que, juntos, explicam as engrenagens da sociedade anônima.

Por fim, importante ressaltar que a análise da adaptabilidade da disciplina distributiva inaugurada pela Lei das S.A. às novas tendências e à realidade das companhias brasileiras e do mercado de capitais, conduzida ao longo do trabalho, não desconsidera o princípio norteador de que o exame de qualquer dispositivo legal, principalmente no que diz respeito a nossa lei do anonimato, deve ser livre de preconceitos. Deve-se sempre considerar as limitações circunstanciais, pois o uso e abuso dos preceitos jurídicos são lados de uma mesma moeda, servindo vezes ao progresso e vezes à crise⁵. Além disso, não se ignora o sistema sofisticado da lei vigente, reconhecendo o seu esforço em compatibilizar os diversos interesses que coexistem nas sociedades anônimas⁶.

⁵ “Tem pois razão Ascarelli (1941, p.6) quando afirma que ‘usos e abusos das sociedades anônimas são, pode-se dizer, congêntos com o aparecimento da própria instituição.’ E prossegue: consideradas em si mesmas, não há como julgar se as leis são boas ou más, mas sim instrumentos simultaneamente benéficos e maléficos, de progresso e de crise, do mesmo modo que, noutro campo, as invenções técnicas, das quais se orgulha nosso tempo, são por sua vez, instrumentos de paz e de guerra, segundo o uso que delas façamos e a medida na qual uma superior consciência moral lhes guie o emprego.” (LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. (coord.) *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2ª ed., 2017, p. 6)

⁶ Os autores do anteprojeto de lei atentam para o cuidado que se deve ter na atualização e interpretação da lei das sociedades anônimas. Nesse sentido, direcionam os seus intérpretes: “A Lei das S.A. é um mecanismo institucional extremamente delicado devido à interação das normas que protegem todos esses interesses – alguns conflitantes entre si – e na redação de cada norma é preciso avaliar seus efeitos sobre o conjunto e modo pelo qual pode afetar o equilíbrio do sistema.” (LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. (coord.) *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2ª ed., 2017, p. 17)

1.3 Plano de trabalho

O presente trabalho está dividido em três grandes partes. A primeira parte está dedicada ao estudo e análise das noções e conceitos basilares de fim lucrativo, lucro e lucro da sociedade. Nestes primeiros capítulos, pretende-se fazer uso dos conceitos financeiros essenciais para a compreensão de temas atinentes à disciplina do fim lucrativo. Os capítulos da primeira parte, além de diferenciar os diversos lucros que se entrelaçam na dinâmica da sociedade, irão explicar questões como fluxos de renda e de capital, diferenciar lucro financeiro de lucro econômico e trazer a noção de lucro de exploração em contraposição ao ganho de capital. Tais conceitos serão essenciais para a compreensão do sentido de fim lucrativo defendido no presente trabalho e mais bem explorado na segunda parte.

Os capítulos que compõem a segunda parte do trabalho se prestarão a associar o fim lucrativo ao lucro para o acionista decorrente do funcionamento da sociedade. O núcleo dessa parte é a defesa de que o fim lucrativo como lucro para o acionista pode ser atingido de diversas formas, por meio de eventos societários que geram um fluxo financeiro de renda para o acionista. O capítulo sobre o valor da sociedade irá aproximar as discussões financeiras da perspectiva jurídica de fim lucrativo, na tentativa de demonstrar que o valor da sociedade, muito embora seja um conceito dotado de alta subjetividade e cuja determinação muitas vezes está atrelada a situações e circunstâncias específicas é, no contexto de continuidade da empresa e considerando o fim lucrativo como a essência da sociedade, o valor para o acionista. No capítulo sobre a geração de lucro para o acionista, ficará mais claro que o valor para o acionista é a capacidade que a sociedade tem de lhe gerar lucro, que nada mais é do que a medida da sua rentabilidade. Explorar-se-á a ação como título de renda variável para, então, chegar-se a análise descritiva dos eventos societários de distribuição para o acionista.

Por fim, a terceira parte analisará como a disciplina jurídica brasileira tratou o fim lucrativo. A partir da análise dos dispositivos legais, tentar-se-á demonstrar como a lei brasileira, por meio da sua extensa disciplina contábil e de um regime rígido de destinação de resultados, privilegiou o lucro financeiro como sendo o lucro para o acionista e, assim, consagrou a distribuição de dividendos como a forma de remuneração, por definição, dos acionistas da companhia. Essa preferência legal acabará por influenciar a interpretação jurídica a favor dos dividendos e criará situações indesejadas para o sistema, como o

oportunismo da minoria e a distribuição de dividendos na sociedade não solvente. A terceira parte também cuidará de demonstrar a rigidez do regime de distribuição de lucros inaugurado pela nossa lei societária, que dá pouco espaço para a autonomia privada das partes que compõem a relação societária. Essa rigidez, que fazia sentido na promulgação da lei, não mais se adapta à realidade econômica e financeira de algumas sociedades contemporâneas, que também serão exploradas no Capítulo 10. O capítulo final buscará entender o desalinhamento das expectativas de rentabilidade dos acionistas como o verdadeiro problema por detrás das questões envolvendo o sistema distributivo da sociedade e mostrará como a solução pode passar pelo equilíbrio da autonomia privada e da ordem pública na conformação da disciplina societária que rege a busca pelo lucro do acionista e, assim, o cumprimento do fim lucrativo. A partir disso, propor-se-á uma adaptação da disciplina distributiva da Lei das S.A.

12. Conclusão

O fim lucrativo é o ponto de encontro entre finanças corporativas e direito societário e, como essência do fenômeno associativo, deve ser bem compreendido para que se possa estabelecer uma disciplina jurídica em conformidade com a realidade econômica. Esse foi o ponto de partida desta dissertação.

O estudo é ainda motivado pela identificação de novas tendências no mercado de capitais e na gestão estratégica e financeira das companhias brasileiras, colocando sob questionamento a atualidade da disciplina distributiva das sociedades anônimas na Lei das S.A. Essa percepção nos leva a defender a necessidade de adaptação do diploma societário vigente à essa nova realidade econômica, por meio de uma disciplina distributiva com a predominância de regras dispositivas, mas temperada por regras cogentes, nos moldes aqui propostos.

O presente trabalho procurou, inicialmente, traçar as bases jurídicas e financeiras do conceito de fim lucrativo. Para isso, a **primeira parte** dedicou-se ao estabelecimento de conceitos e premissas necessárias à conceituação do fim lucrativo e ao seu posicionamento na disciplina jurídica. As conclusões desta primeira parte podem ser sintetizadas da seguinte forma:

1. O fenômeno associativo e a utilização da sociedade como instrumento para a geração de valor econômico e produção de lucro para o acionista é, na sua base, um fenômeno social que deve ser entendido e regulado pelas ciências econômicas e pela ciência do direito, em conjunto e sem trair as características inerentes à essência desse fenômeno, que é o fim comum de obtenção de lucro.
2. O que diferencia a sociedade das demais formas de associação é o fim lucrativo. Ainda que haja caráter econômico nas associações, o direcionamento das suas atividades é pautado na busca pela consecução de uma finalidade específica, determinada na sua criação, que pode ser qualquer coisa, exceto o lucro. O direcionamento para a realização de lucros, sua distribuição e percepção pelos sócios é apreendido apenas nas sociedades de fins lucrativos.
3. O fim lucrativo está ancorado na *capacidade* da sociedade em gerar lucro *para o seu sócio* e não na efetiva produção de lucro social e distribuição de lucros sociais. Essa conclusão decorre da lógica econômica que está por trás do

fenômeno associativo: em contrapartida ao capital aportado para financiamento das atividades sociais, o acionista espera que a sociedade lhe permita uma remuneração que supere o valor aportado e resulte em ganho financeiro. Nesse sentido, o cumprimento do fim lucrativo da sociedade é verificado pela perspectiva do acionista, ou seja, será atingido na medida em que o acionista perceba ou tenha a capacidade de perceber a riqueza gerada pela sociedade na sua esfera individual.

4. Patrimônio, capital, renda e fluxos financeiros são essenciais para a compreensão do que é o lucro para fins de cumprimento do fim lucrativo. O capital é recurso criado pela produção humana e movimenta o patrimônio, que é conjunto de direitos e obrigações patrimoniais em determinado momento. Renda é ganho derivado de uma atividade econômica que representa um acréscimo na esfera patrimonial de determinada pessoa, pressupondo, assim, a existência de fluxos financeiros entre patrimônios.
5. Fluxos financeiros podem ser de renda ou de capital, e de pagamento ou transferência, a depender da sua origem. Desta combinação derivam quatro fluxos financeiros: pagamento de renda, transferência de renda, pagamento de capital e transferência de capital.
6. Lucro financeiro e lucro econômico são noções distintas. Lucro em sentido econômico é o que remunera os fatores de produção (recursos humanos, recursos naturais ou capital). Lucro em sentido financeiro é qualquer ganho decorrente de um fluxo financeiro em determinado período, abrangendo tanto a remuneração dos fatores de produção (fluxos de renda) quanto fluxos de capital, como o ganho de capital. O lucro econômico da sociedade, quando repartido com os acionistas, é convertido em lucro financeiro para o acionista. O lucro financeiro da sociedade pode ser transferido ao acionista diretamente, também gerando um lucro financeiro para o acionista.
7. A verificação do lucro depende necessariamente da perspectiva do titular do patrimônio final em que o ganho é incorporado. Nesse sentido:
 - a. *Lucro social* é o efeito positivo do resultado financeiro da sociedade, operacional e não operacional. O lucro operacional (resultado positivo) decorre da atividade principal da sociedade (lucro bruto) e de atividades

secundárias e assessórias realizadas com certa frequência e periodicidade. Em seu conjunto, o lucro operacional é o lucro de exploração. O lucro não operacional decorre de situações extraordinárias, de ocorrência esporádica e ligadas a circunstâncias excepcionais.

- b. A Lei 6.404/76 chamou o lucro do acionista decorrente do lucro financeiro da sociedade de *lucro líquido do exercício*. O lucro líquido, no sentido indicado na lei, é o resultado do exercício que remanescer depois de deduzidas as participações a que tenham direito os empregados, debenturistas, administradores e titulares de partes beneficiárias.
8. A verificação dos lucros sociais está submetida a noção de período e exercício social. Assim, as noções de resultado, lucros e perdas da sociedade são noções referenciadas em exercícios sociais específicos e, portanto, representam a condição financeira (e não econômica) da sociedade apurada com base em um intervalo de tempo pré-determinado.
9. O ganho de capital é importante para a noção de lucro, tanto da sociedade quanto do acionista, na medida em que compõe o conceito de lucro sem que com ele se confunda. O ganho de capital é o resultado entre a receita decorrente da venda ou da liquidação de um bem e o custo incorrido para aquisição deste mesmo bem. Na sociedade, o ganho de capital faz parte do resultado não operacional. Para o acionista, o ganho de capital é uma das formas de realização do seu lucro.

Na **segunda parte** do trabalho, procurou-se trazer a definição de fim lucrativo que melhor se adapta, juridicamente, aos conceitos financeiros e à dinâmica econômica da sociedade, defendendo o fim lucrativo como sendo o lucro para o acionista decorrente do funcionamento da sociedade. A partir daí, tentou-se demonstrar que existem diversas formas de uma sociedade gerar lucro para o acionista e, assim, cumprir o fim lucrativo, que vão além da distribuição de dividendos. As seguintes conclusões podem ser retiradas da segunda parte do trabalho:

10. O conceito de fim lucrativo compreende dois níveis: da sociedade, que deve realizar as suas atividades com direcionamento para a produção de lucros, ainda que em potencial; e do acionista, que tem a expectativa de receber, em consequência ao funcionamento da sociedade, um ganho financeiro na sua esfera patrimonial.
11. A decisão do acionista de se tornar parte de uma sociedade pode ser pautada em diversas razões, mas no que diz respeito ao objetivo lucrativo, é uma decisão tomada visando a um resultado positivo que se pretende obter por meio do investimento realizado. O que distingue a alocação de recursos na sociedade, por meio da titularidade da ação, da alocação de recursos em outros patrimônios que podem render lucro para o acionista é que a sociedade existe e funciona com o objetivo de, em última instância, gerar lucro para o seu acionista, por conta justamente do fim lucrativo.
12. A produção de lucros sociais e, em seguida, sua distribuição ao acionista, é uma das possíveis formas de se atingir o objetivo lucrativo do acionista a partir da atividade da sociedade, mas não a única. Ainda que não haja lucro social a ser distribuído, o funcionamento da sociedade, por si só, pode implicar em distribuição de valor para o acionista, que também poderá resultar no seu lucro, seja mediante maiores dividendos a serem recebidos no futuro, seja por fluxos de renda para o acionista que se originam de outros eventos que não a distribuição de dividendos, como a alienação das ações, por exemplo.
13. Apesar do fim lucrativo ser verificado sob a perspectiva do acionista, é a sociedade que está submetida à sua persecução. Assim, as atividades e a gestão social devem sempre visar: (i) à capacidade da sociedade de gerar lucro para o acionista; e (ii) a formas de permitir que o acionista perceba de fato esse lucro na sua esfera patrimonial pessoal.
14. O valor de um bem está relacionado com os objetivos que aquele bem nos permite atingir. Assim, analisando apenas a essência da sociedade como sendo o fim lucrativo, o valor da sociedade está atrelado à sua capacidade de gerar lucro para o acionista (objetivo lucrativo). O valor da sociedade não se confunde com o seu preço, que representa a zona de acordo entre as avaliações de valor do comprador e do vendedor.

15. O valor da sociedade e o valor da sociedade para o acionista, na sua perspectiva objetiva, são entendidos como sinônimos nas discussões financeiras mais modernas. Os métodos de gestão das empresas estão saindo de uma postura convencional de busca da lucratividade (produção de lucro financeiro pela sociedade) para a busca pela riqueza dos acionistas. Nesse sentido, a metodologia financeira para apuração do valor da sociedade considera os custos incorridos na perspectiva do acionista – ou “custo de oportunidade”, que representa quanto o acionista sacrificou em termos de remuneração do seu próprio capital ao tomar a decisão de aplicar seus recursos financeiros no investimento em questão e não em investimento alternativo, de risco semelhante. Assim, o valor de uma empresa é considerado tendo em vista a sua capacidade de oferecer aos seus proprietários de capital uma remuneração que supere o seu custo de oportunidade. A ideia subjacente é que mesmo que se apure lucro financeiro em determinado período (resultado positivo), se esse resultado for insuficiente para remunerar o custo de oportunidade do acionista, a empresa irá promover uma destruição de valor.
16. O valor é uma medida mais completa do que a lucratividade, pois leva em consideração elementos que vão além da efemeridade dos resultados financeiros, tais como a geração de caixa atual e potencial, a taxa de atratividade dos proprietários de capital e o risco associado ao investimento (os dois últimos compondo o custo de oportunidade). O valor também considera o fluxo de caixa, que é uma medida importante na avaliação de desempenho da empresa, já que o seu funcionamento regular e eficiente pressupõe um equilíbrio entre disponibilidades que ingressam e saem do patrimônio, permitindo uma boa gestão no pagamento de obrigações e realização de investimentos.
17. A noção mais próxima do que seria um “valor justo” da sociedade deve estar pautada no que é comum a todas as sociedades (e tem, portanto, certa objetividade): o fim lucrativo. Não obstante, existem diversas outras circunstâncias às quais está submetida a sociedade que demandam uma avaliação de valor segundo um determinado contexto e objetivo ao qual o valor buscado pretende satisfazer. Nesse sentido, existe uma multiplicidade de métodos de avaliação segundo critérios patrimoniais ou econômicos, que servem para medir o valor em uma determinada circunstância extraordinária da

sociedade (liquidação, recesso, etc.), que escapa ao curso normal dos negócios e da visão focada essencialmente no fim lucrativo.

18. A distribuição do lucro financeiro da sociedade é normalmente realizada por meio da distribuição de dividendos para o acionista. Por outro lado, a ação como título de legitimação também permite que o acionista transfira a sua posição para outrem, de forma simples e rápida. Essa transferência pode ser onerosa e permitir ao acionista uma outra possibilidade de ganho, dessa vez decorrente do valor da ação e, portanto, do lucro econômico da companhia.
19. O lucro do acionista está, no fim do dia, atrelado a eventos de distribuição de lucros produzidos pela sociedade – seja no sentido financeiro ou econômico – que resultem em geração de renda para o acionista. Nem sempre a geração de renda é imediata, mas a probabilidade da sua ocorrência, independentemente de ser no curto, médio ou longo prazo, é essencial para a apuração e medição do valor da sociedade para o acionista.
20. A ação como título de legitimação confere ao acionista determinados direitos (direito de participação nos lucros sociais, de participação no acervo líquido e de disposição da ação) que, uma vez exercidos, resultam em eventos societários que implicam em fluxos de transferência de renda ou pagamento de capital para os acionistas. Esses eventos são o que chamamos de “eventos de distribuição” (distribuição de dividendos, liquidação, amortização, alienação de ações, recompra de ações, resgate e reembolso) e permitem a percepção do lucro pelo acionista, na sua esfera individual, seja pela distribuição direta de lucros financeiros da sociedade (por meio de um fluxo de transferência de renda) ou pela conversão do lucro econômico da sociedade em lucro financeiro para o acionista (por meio de um fluxo de pagamento de capital). Os eventos societários de distribuição confirmam a característica da ação como título de renda variável para o acionista e são formas de se verificar o cumprimento do fim lucrativo.

Por fim, a **terceira parte** do trabalho utilizou das conclusões obtidas ao longo do seu desenvolvimento para analisar a disciplina do fim lucrativo na nossa lei societária, entendendo seus contornos e pressupostos, bem como o contexto socioeconômico que levou

às preferências legislativas. A partir desta análise, dissertou-se sobre a necessidade de conformação da lei e da interpretação jurídica que foi construída ao seu entorno à dinâmica empresarial e à economia atual, cujas tendências e novos padrões pedem uma disciplina distributiva mais aberta à autonomia privada. Em síntese, as seguintes conclusões decorrem da terceira parte do trabalho:

21. A Lei 6.404/76 tratou predominantemente da perspectiva financeira do lucro e privilegiou os dividendos. A lei optou por atrelar o lucro social ao resultado financeiro positivo da sociedade, e entendeu o lucro social como o resultado da aplicação de uma série de normas e regras de formação e validação contábeis sobre a receita bruta, detalhando minuciosamente o processo de formação e distribuição do resultado social. O conceito de fim lucrativo, no entanto, é trazido pela lei de forma genérica e não se resume ao lucro financeiro. Ao contrário, sugere-se que a expressão “participação nos lucros” prevista como direito essencial do acionista englobe as diversas formas de benefício econômico para o acionista que possam decorrer do desempenho da sociedade. No entanto, a extensa disciplina contábil da lei e o regime de destinação de resultados demonstra a opção legislativa em privilegiar o lucro financeiro como sendo o lucro para o acionista e, assim, consagrar a distribuição de dividendos como a forma de remuneração, por definição, dos acionistas da companhia.
22. Na tentativa de se chegar a uma dimensão do lucro para o acionista a partir exclusivamente da produção de lucros financeiros pela sociedade, a lei pré-determinou as finalidades do lucro social. O sistema de destinação dos resultados inaugurado pela Lei 6.404/76 é rígido, com pouco espaço para a atuação da administração ou da maioria acionária. Esse regime, principalmente após as reformas modificativas da lei, é marcado por três características que demonstram a preferência pelos dividendos e dão margem para que o fim lucrativo seja mal interpretado: (i) utilização de reservas para pagamento de dividendos para além do lucro realizado; (ii) flexibilidade relativa na determinação do dividendo mínimo obrigatório e das possibilidades de seu afastamento; (iii) possibilidade de distribuição de dividendos antes mesmo de apurado o lucro social, por meio dos dividendos intercalares e intermediários.

23. A disciplina distributiva da Lei das S.A., compreendida pelo regime de destinação de resultados e pela obrigatoriedade da distribuição de uma parcela mínima dividendos, foi consequência do contexto socioeconômico da época da sua promulgação, marcado por um mercado de capitais baqueado pela recente crise provocada por medidas desenvolvimentistas a favor do investimento da poupança popular, sem uma regulação eficiente e uma legislação capaz de proteger os “especuladores amadores”. A ausência de uma disciplina específica de distribuição de lucros no diploma anterior e um mercado composto predominantemente por companhias de controle concentrado levou a situações de abuso e expropriação da minoria acionária, demonstrando a necessidade de um novo diploma societário com objetivos muito claros: (i) promover a grande empresa e o seu financiamento pelo mercado de capitais, a partir de normas capazes de estabelecer um ambiente de confiança para o credor e para o investidor; (ii) proteger o investidor de abusos da administração das companhias e garantir-lhe um processo jurídico de busca por reparação, perdas e danos; (iii) atribuir a um órgão especializado a competência de regular e fiscalizar o mercado de capitais.
24. A opção legislativa de privilegiar a distribuição de dividendos gerou efeitos sobre a interpretação jurisprudencial do fim lucrativo, notadamente na aplicação do art. 206 da Lei das S.A. Nas decisões que decidiram pela dissolução da sociedade com base no art. 206, II, “b”, não existe um critério claro de quais seriam os parâmetros de tempo ou motivações suficientes para que a ausência de dividendos seja ou não imputada como causa de não preenchimento do fim lucrativo, capaz de resultar na dissolução da sociedade. Verifica-se que a análise do dispositivo apenas sob a perspectiva do lucro financeiro produzido pela sociedade torna a questão casuística.
25. Resumir o fim lucrativo à lucratividade (lucro contábil) da sociedade é ignorar a premissa já confirmada de que o fim lucrativo consiste no lucro para o acionista, abrangendo não apenas os lucros sociais, mas também o custo de oportunidade do acionista, o lucro econômico e perspectivas de rentabilidade futura. A interpretação pela lucratividade isolada é restrita e acaba gerando consequências indesejadas para o sistema societário, como o oportunismo da minoria e a distribuição de dividendos em prejuízo a solvência da sociedade.

26. Atualmente, as companhias (abertas e fechadas) e os mercados de capitais estão sob influência de novas tendências que colocam sob questionamento uma disciplina jurídica rígida no que diz respeito às formas escolhidas pela administração para geração de lucro para o acionista e cumprimento do fim lucrativo. A manutenção de regras rígidas no sistema distributivo, sem a devida adaptação às novas tendências, pode acabar gerando o efeito oposto nas companhias e no nosso mercado de capitais, principalmente em termos de incentivos aos investidores.
27. Todavia, o regime distributivo da Lei das S.A. ainda é útil e conveniente à companhia fechada de caráter pessoal, em que o abuso das posições de controle (tanto do administrador quanto do controlador) é mais provável, principalmente em função de duas características: (i) a pouca visibilidade dos minoritários sobre a condução dos negócios e das estratégias da administração da sociedade, que aumenta sobremaneira a assimetria de informação entre esses agentes e os minoritários e (ii) a ausência de mercado para as ações ou de negociação, na conformação da relação societária, de regras que vão criar incentivos a um evento de distribuição futuro capaz de converter valor (lucro econômico) em efetivo retorno para o acionista, em substituição aos dividendos ou regras capazes de “mitigar a perda” caso tais eventos não se concretizem.
28. Atualmente, as divergências entre acionistas e administradores em relação à persecução do fim lucrativo estão muito mais relacionadas ao desalinhamento de expectativas de rentabilidade entre os acionistas e a administração do que efetivamente a existência de abuso por parte de controladores e administradores. Esse desalinhamento decorre principalmente dos muitos perfis de acionistas que a sociedade anônima tem capacidade de agregar. Existem tantos perfis quanto as combinações possíveis entre estágio de desenvolvimento, segmento da sociedade e prazo esperado de retorno do investimento.
29. O desafio da sociedade anônima está em escolher, dentre as diversas formas de geração de lucro para o acionista, aquela que não apenas procura alinhar as expectativas dos acionistas, mas está em conformidade com o estágio da companhia, sua indústria e, principalmente, com a sua estratégia administrativa e financeira. Esse alinhamento pode se dar por imposição legal, em prevalência

da ordem pública sobre a autonomia privada, ou pela conformação de regras de caráter predominantemente dispositivo, dando maior espaço para a autonomia das partes envolvidas na relação societária. Deve-se buscar um “justo equilíbrio” nas diversas formas de proporcionar lucro para o acionista e cumprir o fim lucrativo, e a administração da sociedade (seja na figura dos administradores ou dos controladores) nos parece mais apropriada do que a lei para fazer essa escolha, seja pela via deliberativa ou estatutária.

30. Assim, a solução encontrada pela Lei das S.A. é evidentemente de grande valor, na medida em que cuida da situação de companhias em que, dadas as suas características e contexto, as chances de abuso e expropriação sobre os não-controladores são prováveis, mas deixa de abarcar a realidade de grande parte das companhias contemporâneas. Assim, defende-se a adaptação da lei atual por meio de uma disciplina distributiva com a predominância de regras dispositivas, mas temperada por regras cogentes que possam (i) coibir o abuso administradores e controladores em situações em que as alternativas de remuneração dos acionistas são limitadas; (ii) proteger os credores sociais; e (iii) garantir a transparência e a ampla informação quanto à política distributiva da sociedade.

Por fim, importante esclarecer que este trabalho de forma alguma pretende esgotar tema tão denso que é o fim lucrativo das sociedades anônimas. O fim que lhe é proposto é ser um primeiro (e pequeno) passo a caminho de uma interpretação – do fim lucrativo e das formas para a sua persecução – capaz de abarcar as múltiplas facetas do fenômeno socio-econômico-jurídico que é a sociedade anônima e sua realidade dinâmica e evolutiva.

13. Referências Bibliográficas

ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Abuso de minoria em direito societário*. São Paulo: Malheiros Editores, 2014.

ASCARELLI, Tulio. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. 2ª ed. São Paulo: Saraiva, 1969.

ASSAF NETO, Alexandre. *Finanças Corporativas e Valor*. 7a ed. São Paulo: Atlas, 2016.

BEBCHUK, Lucian Ayre. *The debate on contractual freedom in corporate law*. In: Columbia Law Review, New York: Columbia Law Review Association, v. 89, 1989, pp. 1395-1415.

_____ ; ROE, Mark. *A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance*. In: Stanford Law Review, v. 52, 1999.

BERNHARD, Arnold. *The valuation of listed stocks*. The Book of Investing Wisdom (John Wiley & Sons, Inc. 1999).

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

BOHM-BAWERK, Eugene Von. *Teoria Positiva do Capital*. Vol. I (Livros I – IV). Trad. Luiz João Baraúna. São Paulo: Nova Cultural, 1986.

BRENNAN, Michael J. *A note on dividend irrelevance and the gordon valuation model*. In: Journal of Finance, 1971, v. 26, p. 1115 e ss.

BULHÕES, Octavio Gouvea de. *Dois conceitos de lucro*. Rio de Janeiro: APEC, 1969.

CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. *Algumas notas sobre a utilização do lucro do exercício: Dividendo e Recompra*. In: ADAMEK, Marcelo Vieira Von. (coord.) Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos. São Paulo: Malheiros Editores, 2011.

_____. *Notas sobre destinação do lucro do exercício: a reserva de lucros a realizar e a destinação a ela do lucro excedente do dividendo obrigatório*. In: VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. (org.). *A Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários a Lei das Sociedades por Ações*. São Paulo: Saraiva, v.1.

CATALA, Nicole. *L'Entreprise*. t. 4. Paris: Dalloz, 1980.

CLARK, Robert Charles. *Corporate Law*. New York: Aspen Law & Business, 1986.

COMPARATO, Fábio Konder. *A constituição da reserva de lucros a realizar e o dividendo obrigatório*. In: *Novos Ensaio e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 1981.

_____. *A fixação do preço de emissão das ações no aumento de capital da sociedade*. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, Ano XXX, n. 81, pp. 79-86, jan./mar.

_____. *Funções e disfunções do resgate acionário*. In: *Direito Empresarial – estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1990, pp. 120-130.

_____. *O direito ao lucro nos contratos sociais*. In: *Direito Empresarial – estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1995.

_____. *O direito aos dividendos nas companhias fechadas*. In: *Direito Empresarial – estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1995.

_____. *Reflexões sobre a dissolução judicial de sociedade anônima por impossibilidade de preenchimento do fim social*. In: *Revista de Direito Mercantil*, 96/67.

_____. *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. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 1981

_____.; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

DAMODARAN, Aswath. *Applied Corporate Finance*. 4th ed. John Wiley & Sons, Inc., 2015.

EASTERBROOK, Frank; FISCHER, Daniel R.. *The economic structure of corporate law*. Cambridge/Mass.: Harvard University Press, 1998.

EASTERBROOK, Frank. Two agency-cost explanations of dividends. In: *The American Economic Review*, vol. 74, No. 4 (Sep., 1984), pp. 650-659.

EISENBERG, Melvin Aron. *Corporations and other business organizations*. 9th ed. Nova Iorque: Foundation Press, 2005.

_____. *The structure of Corporation Law*. In: *Columbia Law Review*, New York: Columbia Law Review Association, v. 89, 1989.

EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada, vol. I, II, III e IV*. 2ª edição. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

ELTON, Edwin J.; GRUBER, Martin J. *Marginal stockholder tax rates and the clientele effect*. In: *The review of economics and statistics*, 1970, v. 52, p. 68 e ss.

FERNANDEZ, Pablo. *Cash flow is a fact. Net income is just an opinion*. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=1182255>>, acesso em 17.12.2018.

FERRAZ, Adriano Augusto Teixeira. *A autorregulação do mercado de valores mobiliários brasileiro: a coordenação do mercado por entidades profissionais privadas*. Dissertação de

Mestrado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais. Belo Horizonte, 2012.

FISCHEL, Daniel R. *The law and economics of dividend policy*. In: Virginia Law Review, n. 4, 1981, v. 67, p. 699 e ss.

FORGIONI, Paula A. *A Evolução do Direito Comercial Brasileiro: Da mercancia ao mercado*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2009.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa*. São Paulo: Editora Malheiros, 2009.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Excerto do “Direito Societário I – Fundamentos”, de Herbert Wiedemann*. In: Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa. São Paulo: Editora Malheiros, 2009, p. 624 e ss

GABRIELLI, Marcio Fernandes.; SAITO, Richard. *Recompra de ações: regulamentação e proteção dos minoritários*. In Revista de Administração e Economia da FGV, vol. 44, n. 4, out/dez 2004, pp. 54-67.

GORDON, M. J. *Dividends, earnings and stock prices*. In: Review of Economics and Statistics. Cambridge: Harvard University, v. 41, maio, 1959.

GORGA, Érica. *Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries*. In Northwestern Journal of International Law & Business, Vol. 29, 2009, pp. 439-554.

GOWER, L.C.B. *The Principles of Modern Corporate Law*. 2a ed. Londres, 1957.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *A função registraria das sociedades anônimas*. In: WALD, Arnoldo (coord.) *O Direito na Década de 90: estudos jurídicos em homenagem a Hely Lopes Meirelles*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1985.

_____. *Aquisição de quotas pela própria sociedade*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, n. 36. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1979

_____. *Regime jurídico do capital autorizado*. São Paulo: Saraiva, 1984.

_____. *Sociedade anônima: poder e dominação*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, n. 53, jan.-mar./1984.

_____. *Sociologia do poder*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, n. 53, jan.-mar./1990.

_____. *Sobre a interpretação do objeto social*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, n. 54, 1984.

GUSTIN, Miracy Barbosa de Souza; DIAS, Maria Tereza Fonseca. *(Re)pensando a pesquisa jurídica: teoria e prática*. Belo Horizonte: Del Rey, 2010.

HARBICH, Ricco. *Conceito e destinação do lucro na nova lei das sociedades por ações*. 2^a ed. São Paulo: RT, 1980.

HART, Oliver. *Financial Contracting*. In: Journal of Economic Literature, Vol. 39, No. 4 (Dec., 2001), pp. 1079-1100.

HASMAN, Henry. *The ownership of enterprise*. Cambridge: Harvard University Press, 2000.

_____.; KRAAKMAN, Reinier. *The end of history for corporate law*. Georgetown Law Journal, v. 89, 2001.

KRAAKMAN, Reinier; ARMOUR, John; DAVIES, Paul; ENRIQUES, Luca; HANSMANN, Henry; HERTIG, Gérard; HOPT, Klaus J.; KANDA, Hideki; ROCK, Edward B. *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*. New York: Oxford University Press, 2009.

LA PORTA, Rafael.; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio.; SHLEIFER, Andrei.; VISHNY, Robert W. *Law and Finance*. Journal of Political Economy, v. 106, 1998.

_____. *Agency problems and dividend policy around the world*. In: Journal of Finance, v. 55, n. 1, 2000, p. 1 e ss.

LAMY FILHO, Alfredo. PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S/A: pressupostos, elaboração , aplicação*; vol I. *Pareceres*, vol. II. Rio de Janeiro: Renovar, 1996.

_____. *Direito das Companhias*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. *Lei das sociedades por ações anotada*. São Paulo: Saraiva, 2010.

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

LERNER, Josh; LEAMON, Ann.; HARDYMOON, Felda. *Venture capital, private equity and the financing of entrepreneurship: the power of active investing*. 1st ed. John Wiley & Sons, Inc., 2012.

LIMA, Mariana Miranda. *A natureza jurídica dos juros sobre o capital próprio e as convenções para evitar a dupla tributação*. Dissertação de mestrado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

LINTER, John. *Optimal dividends and corporate growth under uncertainty*. In: Quarterly journal of economics, 1964, v. 78, p.49 e ss.

MANN, F.A. *The legal aspect of money*. 5a ed. Oxford University Press, 1992.

MARTINS, Eliseu (et. al.). *Manual de contabilidade societária*. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2013.

MILLER, Merton H.; MODIGLIANI, Franco. *Dividend policy, growth and the valuation of shares*. Journal of Business. V. 34. Outubro, 1961.

MUNHOZ, Eduardo Secchi.; *Quem deve controlar a companhia? Alocação do poder empresarial: sistema de freios e contrapesos*. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (coord.). *Temas essenciais de direito empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa*. São Paulo: Saraiva, 2012.

_____. *Desafios do direito societário brasileiro na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado*. In: Rodrigo R. Monteiro de Castro; Leandro Santos de Aragão. (Org.). *Direito societário - desafios atuais*. 1ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

PARGENDLER, Mariana. *Sincretismo jurídico na evolução do direito societário brasileiro*. In: MARTINS-COSTA, Judith (coord). *Modelos de Direito Privado*. São Paulo: Marcial Pons, 2014.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Finanças e demonstrações financeiras da Companhia (Conceitos Fundamentais)*. 2ª edição. Rio de Janeiro: Forense, 1989.

_____. *Imposto sobre a renda: pessoas jurídicas*. Vol. I. Rio de Janeiro: Justec Editora, 1979

PITA, Manoel Antonio. *Direito aos Lucros*. Coimbra: Almedina, 1989.

PITTA, André Gruspun. *Aspectos jurídicos do processo de formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários: As alternativas de organização e capitalização das sociedades empresárias*. Tese de doutorado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2017.

PIVA, Luiz Carlos. *Lucros, reservas e dividendos*. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. (coord.) *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2ª ed., 2017.

ROBERT, Bruno. *Dividendo mínimo obrigatório nas sociedades por ações brasileiras*. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

RODRIGUES, Ana Carolina. *A evolução do mercado de capitais brasileiro e o perfil do acionista minoritário no Brasil*. Scientia Iuris, Londrina, v.16, n.2, p.107-128, dez. 2012. DOI: 10.5433/2178-8189.2012v16n2p107. Relatório anual disponível em: http://ri.bmfbovespa.com.br/ptb/902/BMF_Bovespa_RelatorioAnual2010_final_grafica.pdf, acesso em 03.01.2019.

SIEMS, Mathias M. *Convergence in Shareholder Law (International Corporate Law and Financial Market Regulation)*. Cambridge University Press, 2008.

SMITH, Adam. *A Riqueza das Nações – Investigação sobre sua natureza e suas causas*. Vol. I In: Os Economistas. São Paulo: Ed. Nova Cultural, 1996.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. Vol. I e Vol. II. São Paulo: Ed Bushatsky, 1979.

TELLECHA, Rodrigo. *Autonomia privada no direito societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2016.

YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

WIEDEMANN, Herbert. *Ist der Kleinaktionär kein Aktionär?* (O pequeno acionista é acionista?) Tradução de Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França e Bruno Di Dotto. In: *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários*, edição comemorativa pelos 40 anos da Lei nº 6.404/76, Almedina, São Paulo, 2016, p. 183-214.