

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 Mastrococco, 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 anônimo | 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 de 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 de 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

conseqüências 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 maléficis, 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.

PARTE I – OS CONTORNOS DO FIM LUCRATIVO: CONCEITOS BASILARES

2. O fim lucrativo: noções preliminares

2.1 O fenômeno associativo⁷

As sociedades, sob a perspectiva unitária que prevalece atualmente no direito brasileiro⁸, tem na sua base o fenômeno associativo⁹, o qual consiste na união e cooperação, entre dois ou mais sujeitos, para o exercício de uma atividade, visando à consecução de uma finalidade, ou seja, com um interesse em comum. O fenômeno associativo como fenômeno social é objeto de estudo da Sociologia e, como fenômeno jurídico, é objeto de estudo do Direito¹⁰.

O direito societário – que, naquela perspectiva unitária, abrange tanto as associações propriamente ditas, quanto as sociedades em sentido estrito – regula (i) a comunidade de pessoas que se associam para atingir um fim comum (ordenamento societário); (ii) o patrimônio especial próprio da organização societária, cuja utilização permitirá o atingimento da finalidade social (ordenamento patrimonial); e (iii) o poder de elaborar o ordenamento interno ou “constituição da empresa” (ordenamento da empresa)¹¹. Nesse sentido, a união de pessoas, a alocação de recursos para criação de um patrimônio especial e o fim comum que as leva a se reunirem para a organização da sociedade são os elementos essenciais para a caracterização do fenômeno associativo.

⁷ Para uma explicação dos antecedentes do fenômeno associativo, sua crescente relevância para o mundo jurídico e sua evolução histórica até o surgimento das companhias, cf. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.* 3ª ed, Rio de Janeiro: Renovar,1997., v.1, p.21-22.

⁸ A visão unitária do fenômeno associativo tem correspondência direta no direito positivo brasileiro, notadamente no §2o do art. 44 do Código Civil, que determina que “as disposições concernentes às associações aplicam-se subsidiariamente às sociedades que são objeto do Livro II da Parte Especial deste Código.” Nesse sentido, a parte geral do Código Civil brasileiro cuida das regras gerais do direito societário, enquanto a parte especial cuida especialmente das sociedades. A boa exegese, portanto, determina que, na ausência de norma especial, aplicar-se-ão as normas gerais de associações para todas as sociedades.

⁹ “O conceito de associação, em sentido lato, compreende todas as modalidades de conjuntos organizados de pessoas que cooperam em razão de um interesse comum.” (LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.* 3ª ed, Rio de Janeiro: Renovar,1997., v.1, p.21-22.)

¹⁰ “Não há, portanto, coincidência dos conceitos jurídico e sociológico de associação. Considerada como fenômeno social, toda unidade de produção coletiva compreende uma associação produtiva; mas, analisada como fenômeno jurídico, pode ser associação, família, estrutura de sistemas de prestação, ou combinação desses tipos de sistemas jurídicos.” (LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.* 3ª ed, Rio de Janeiro: Renovar,1997., v.1, p. 22.)

¹¹ Cf. 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 Maheiros, 2009, p. 624 e ss.

São especialmente a *união de pessoas* e o *fim comum* as características do fenômeno associativo que diferenciam, por exemplo, as sociedades (*lato sensu*, abrangendo associações e sociedades *stricto sensu*) das fundações. Em contraposição às sociedades, a fundação não constitui uma união de pessoas, mas sim um patrimônio personalizado¹². Além disso, nas sociedades há uma comunhão de objetivo. A comunhão de objetivo, ou finalidade, é o fio condutor do fenômeno associativo: é o que efetivamente levou à união de pessoas¹³.

Assim, a *união de pessoas* associadas para a consecução de uma *finalidade*, cuja realização se dará com a congregação de bens para formação do *patrimônio* e de esforços de tais pessoas, traduz-se no fenômeno associativo. A depender da natureza da finalidade buscada, o fenômeno associativo dividir-se-á em associações sem fins lucrativos e sociedades com fins lucrativos, sobre as quais se debruça o presente trabalho.

2.2 Fim lucrativo: o escopo comum dos membros da sociedade

Na sociedade, o escopo é comum porque a atividade, muito embora não seja realizada por todos, a todos beneficia. O pressuposto em que nos baseamos é de que “a atividade empresarial é, em qualquer hipótese, um meio para a consecução do resultado por todos esperado: a produção de lucros”¹⁴. Sob essa perspectiva, a finalidade do contrato de sociedade, enquanto associação de pessoas inclinadas para um fim comum, é a produção de lucros para os sócios, o que será explorado cuidadosamente e com as devidas ressalvas ao longo deste trabalho.

Esse pressuposto distingue de imediato a sociedade da associação sem fim lucrativo. Não obstante a identidade de estrutura e organização plurilateral de ambas, o escopo associativo, isto é, o fim comum da associação e o fim comum da sociedade são distintos. Ainda que haja caráter econômico nas associações, o direcionamento das suas atividades é pautado na busca pela consecução de uma finalidade específica, determinada na

¹² Art. 62. Para criar uma fundação, o seu instituidor fará, por escritura pública ou testamento, dotação especial de bens livres, especificando o fim a que se destina, e declarando, se quiser, a maneira de administrá-la.

¹³ Comparato discorre que nos contratos plurilaterais, gênero do qual os contratos de sociedade fazem parte, há tanto comunhão de objeto quanto de objetivo. A comunhão de objeto relaciona-se diretamente com a atividade empreendida por meio do contrato em questão, enquanto a comunhão de objetivo é justamente o fim comum que levou a união de pessoas em um primeiro momento, trata-se da finalidade. Nesse sentido, cf. COMPARATO, Fábio Konder. *O direito ao lucro nos contratos sociais*. In: Direito Empresarial – estudos e pareceres. São Paulo: Saraiva, 1995, p. 150.

¹⁴ COMPARATO, Fábio Konder. *O direito ao lucro nos contratos sociais*. In: Direito Empresarial – estudos e pareceres. São Paulo: Saraiva, 1995, p. 150.

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.

O conceito de sociedade no direito societário brasileiro reflete essa diferenciação na medida em que estabelece, no art. 981 do Código Civil, que celebram contrato de sociedade pessoas que reciprocamente se obrigam a contribuir, com bens ou serviços, para o exercício de atividade econômica e a partilha, entre si, dos resultados¹⁵. Assim, o conjunto composto pela (a) intenção de produção de lucros pelos sócios e (b) sua consequente distribuição é o que, na prática, efetivamente distingue as sociedades das associações. Por isso que, ainda que a produção de lucro possa ocorrer incidentalmente nas associações sem fins lucrativos, em decorrência do seu eventual caráter econômico, a partilha dos lucros é característica exclusiva da sociedade.

E não poderia ser diferente. A lógica reside novamente na finalidade: ainda que a produção de lucros ocorra na associação sem fins lucrativos, por consequência da economicidade da atividade empreendida, não faria sentido remeter os lucros produzidos para os associados, justamente porque não foi esse o fim comum da sua associação. Nesse sentido, o art. 61 do Código Civil inclusive determina a destinação do patrimônio da associação, no momento da sua dissolução, a outra entidade e não aos associados¹⁶.

Importante ressaltar, no entanto, o caráter predominantemente didático da diferenciação entre associação e sociedade para determinação do que seria o fim lucrativo. A produção de lucros e sua distribuição, que se estudará com mais detalhe e precisão nos próximos capítulos, é o que direciona a realização da atividade, mas não há uma identidade direta com o que vamos chamar de fim lucrativo. Como se verá, o fim lucrativo está ancorado na capacidade da sociedade em gerar lucro para o seu acionista e não na efetiva produção de lucro social e distribuição de lucros sociais.

¹⁵ É o que dispõe o art. 981 do Código Civil vigente: “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.”

¹⁶ **Art. 61.** Dissolvida a associação, o remanescente do seu patrimônio líquido, depois de deduzidas, se for o caso, as quotas ou frações ideais referidas no parágrafo único do art. 56, será destinado à entidade de fins não econômicos designada no estatuto, ou, omissis este, por deliberação dos associados, à instituição municipal, estadual ou federal, de fins idênticos ou semelhantes. § 1º Por cláusula do estatuto ou, no seu silêncio, por deliberação dos associados, podem estes, antes da destinação do remanescente referida neste artigo, receber em restituição, atualizado o respectivo valor, as contribuições que tiverem prestado ao patrimônio da associação. § 2º Não existindo no Município, no Estado, no Distrito Federal ou no Território, em que a associação tiver sede, instituição nas condições indicadas neste artigo, o que remanescer do seu patrimônio se devolverá à Fazenda do Estado, do Distrito Federal ou da União.

Assim, é possível concluir que a sociedade, *vis à vis* o objetivo que reuniu os sócios para sua formação, tem uma função instrumental¹⁷ e se baseia na capacidade de geração de lucros para *os sócios*, direta ou indiretamente, mediante a consecução de uma atividade econômica. Isso porque é da natureza da empresa, objeto das sociedades, a combinação de capital e trabalho para a produção de bens e serviços. Cabe ao acionista, nesse contexto, participar com o capital necessário (ou pelo menos parte dele) para a realização da empresa. 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. Em termos bem simplificados, essa é a lógica econômica por detrás do fenômeno associativo das sociedades com fins lucrativos.

Evidentemente, o contrato de sociedade pressupõe a criação de uma pessoa jurídica que se distanciará dos objetivos pessoais e individualizados dos sócios. Uma vez constituída, a sociedade passa a integrar um universo externo, em relação ao qual irá assumir direitos e obrigações decorrentes da interação necessária com o mundo exterior. Tais direitos e obrigações limitam o objetivo lucrativo dos sócios¹⁸, mas não a ponto de retirar a sua essencialidade para a consecução e o funcionamento da sociedade.

É premissa dada e verificada, portanto, que o fim da sociedade, isto é, o elemento sem o qual ela não poderia existir, é a capacidade de geração de lucro para os sócios. 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, como se verá adiante.

¹⁷ Para Leães, “(...) 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.” (LEAES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Do direito do acionista ao dividendo*. São Paulo: Obelisco, 1969, p. 32).

¹⁸ “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 sócios, imediatamente, e da coletividade envolvida nas atividades da sociedade, mediatamente.” (ROBERT, Bruno. *Dividendo mínimo obrigatório nas S/A: apuração, declaração e pagamento*. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 39)

3. Mas afinal, o que é o lucro?

3.1 Noções basilares: patrimônio, capital, renda e seus fluxos financeiros

O lucro, em qualquer das suas concepções, pressupõe três noções anteriores, sem as quais a delimitação do que seria o objetivo lucrativo ficaria incompleta. São elas: patrimônio, capital e renda¹⁹.

O patrimônio, na sua noção mais básica, é “o conjunto dos direitos patrimoniais e obrigações da pessoa, que resulta do processo dos fatos patrimoniais a ela relativos.”²⁰ Por designar um conjunto de direitos e obrigações decorrentes de um processo, o patrimônio está em constante modificação e, portanto, só é possível conhecer o patrimônio vinculado a um determinado momento.

O capital, em sentido econômico, é recurso criado pela produção humana²¹. Na classificação tripartite dos fatores de produção (recursos humanos, naturais e de capital), o capital é aquele que decorre da atividade produtiva do homem. Em sentido financeiro, o capital financeiro é o estoque (*i.e.*, acumulação em patrimônio) de moeda ou valor financeiro²². Capital e patrimônio estão correlacionados na medida em que o processo de acumulação de capital resulta na modificação do patrimônio.

E, por fim, renda, em seu sentido mais genérico, é ganho derivado da atividade econômica e, assim como os conceitos anteriores, implica em conceitos econômicos e financeiros. A renda, ou o “ganho”, é algo que não era possuído e foi adquirido, acrescendo à esfera patrimonial da pessoa. Existe no conceito de renda uma noção de fluxo, justamente

¹⁹ Para um estudo detalhado dos conceitos patrimônio, capital e renda, cf. PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia: conceitos e fundamentos*. Rio de Janeiro: Forense, 1989, p. 186 e ss.

²⁰ PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia: conceitos e fundamentos*. Rio de Janeiro: Forense, 1989. P. 121.

²¹ PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia: conceitos e fundamentos*. Rio de Janeiro: Forense, 1989. P. 185

²² Comparato elucida a diferença entre capital no sentido econômico e financeiro: “Economicamente, o capital designa o conjunto de bens de uma empresa, enquanto unidade de produção, distinguindo-se, portanto, dos bens de consumo. É, nesta acepção, sinônimo de bens de produção, nada importando a sua subdivisão em capital fixo ou permanente e capital circulante ou de giro. Contabilmente, inscreve-se no ativo do balanço. Juridicamente, porém, o capital não representa bens, mas um valor, exatamente o valor dos bens que não podem ser distribuídos ao empresário individual ou aos sócios ou acionistas, enquanto existente a empresa. Contabilmente, inscreve-se no passivo do balanço, porque é um débito da empresa para com o empresário; mas passivo inexigível, posto que a devolução dos bens representativos desse valor só ocorre, em princípio, com a dissolução da unidade empresarial.” COMPARATO, Fábio Konder. *Resultado obtido na alienação de imóvel, com aproveitamento de isenção fiscal — exclusão da base de cálculo do dividendo obrigatório*. In: *Novos Ensaio e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 1981, p. 134.

porque o ganho se desloca do ambiente externo para a esfera individual daquele que a ganhou. E é esse fluxo que demarca a diferença entre capital e renda: o conceito de capital representa algo estático, é um recurso existente em determinado momento, é o estoque. Diferente do capital, o conceito de renda pressupõe esse dinamismo decorrente do movimento do fluxo que a origina²³. O capital pode, por sua vez, ser fonte do fluxo cujo resultado é a renda.

Conforme a natureza do ganho obtido, a renda, no seu sentido econômico, pode ser: (i) *renda consumida*, que é ganho em termos de serviços, resultado do fluxo criado pelo ato de consumo; (ii) *renda produzida*, que é ganho em termos de bens econômicos, resultado do fluxo criado pelo ato de produção; e (iii) *renda repartida*, que é ganho em termos de moeda, resultado do fluxo criado pelo ato de repartição da renda produzida.

A renda sob a perspectiva financeira, por sua vez, é “o ganho financeiro que pode ser despendido sem diminuir o capital próprio estabelecido.”²⁴ Assim como o capital financeiro, o ganho financeiro pressupõe um sujeito de direito, ou seja, é o ganho de determinada pessoa. O ganho que constitui renda financeira é o valor que acresce ao patrimônio líquido de determinada pessoa. O conceito de renda financeira é, portanto, um conceito subjetivo, verificado sob a perspectiva do sujeito cujo patrimônio é o termo final do fluxo financeiro²⁵. Ressalte-se que o ganho decorrente da entrada de um fluxo de valor financeiro positivo no patrimônio líquido de determinado sujeito só pode ser considerado renda se puder ser consumido ou transferido sem diminuição do capital próprio estabelecido²⁶.

A natureza de determinado fluxo financeiro irá determinar o tipo de rendimento (aqui tomado como resultado de um fluxo financeiro singular) que este fluxo é capaz de gerar. Um fluxo financeiro pode ser de renda ou de capital. Será de **renda** quando for decorrente da verificação de criação de renda nacional e sua repartição, por meio de trocas de serviços ou, ainda, quando houver conversão de capital em renda²⁷. Será de **capital** o

²³ PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia: conceitos e fundamentos*. Rio de Janeiro: Forense, 1989. P. 230.

²⁴ PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia: conceitos e fundamentos*. Rio de Janeiro: Forense, 1989. P. 235.

²⁵ PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia: conceitos e fundamentos*. Rio de Janeiro: Forense, 1989. P. 237.

²⁶ PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia: conceitos e fundamentos*. Rio de Janeiro: Forense, 1989. P. 236.

²⁷ Neste caso, será fluxo de renda apenas para o beneficiário da renda, já que decorre da redução de capital do patrimônio que gerou a renda.

fluxo cujo resultado é o deslocamento de quantidades de capital financeiro de uma pessoa para outra²⁸. Tanto os fluxos de renda quanto os fluxos de capital (ambos “rendimentos” no sentido apontado acima) podem ter origem em trocas (pagamentos) ou transferências.

Nos fluxos de renda, quando a origem está no *pagamento de renda*, os rendimentos decorrentes do fluxo de renda são determinados conforme o tipo de serviço produzido: salário, como pagamento do trabalho; aluguel e *royalty*, como pagamento da cessão de bens; ou juros como pagamento do capital emprestado. Quando o fluxo de renda tem origem na *transferência de renda*, o rendimento decorre apenas da transferência da renda de uma pessoa a outra, e tem por modalidade: as pensões alimentícias, prêmios de sorteio e distribuição de lucros ou dividendos por pessoas jurídicas.

Nos fluxos de capital, o *pagamento de capital* dá origem a um rendimento, por parte do beneficiário, equivalente a diferença entre o valor pelo qual foi entregue o bem do patrimônio ou o bem econômico e o custo deste mesmo bem entregue. O rendimento resultante de pagamento de capital pode ser de duas espécies: lucro da produção (bens econômicos) ou ganho de capital (bens do patrimônio)²⁹. Já quando o fluxo de capital tem origem na *transferência de capital*, não há rendimento, seja porque o ingresso do fluxo no patrimônio acarreta também em uma obrigação (no caso de um empréstimo, por exemplo) ou porque o aumento já surge como parte integrante do estoque de capital, isto é, a transferência não gera obrigação de restituição (é o caso, por exemplo, de subscrição de capital social pelos sócios).

Essas noções preliminares são essenciais para a compreensão dos vários sentidos de lucro, conforme os diversos contextos em que o lucro estiver inserido, e auxiliarão na compreensão das implicações do fim lucrativo na dinâmica das sociedades.

3.2 Lucro em sentido econômico e em sentido financeiro

Em SMITH, o lucro correspondia ao valor remanescente do preço de venda que, após utilizado para pagamento do preço dos materiais e dos salários dos trabalhadores, ficava com

²⁸ PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia: conceitos e fundamentos*. Rio de Janeiro: Forense, 1989. P. 244.

²⁹ PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia: conceitos e fundamentos*. Rio de Janeiro: Forense, 1989. P. 250.

o empresário, pelo seu trabalho e pelo risco assumido ao empreender o negócio³⁰. Já neste contexto, o conceito de lucro pressupunha o emprego do patrimônio ou capital. Para SMITH, “a renda auferida do patrimônio ou capital, pela pessoa que o administra ou emprega, chama-se lucro”³¹. Utilizando das noções conceituais acima, o lucro sob essa perspectiva é equivalente ao resultado do fluxo de renda que decorre do emprego do patrimônio e do capital que, após ser repartido como **remuneração** dos fatores de produção, é devido ao agente empregador do patrimônio e do capital.

Assim, na teoria econômica, o lucro está abarcado pelo conceito de renda repartida ou distribuída, segundo os fatores de produção que *remunera*³². A renda obtida pela atividade comercial deverá ser suficiente para remunerar o trabalho com o salário, os bens com o aluguel, o capital com juros e o empresário com o lucro. O lucro seria, nesse sentido, a parcela da renda repartida que excede a remuneração dos fatores de produção (recursos humanos, recursos naturais e capital).

No início, a teoria econômica enxergava o lucro, enquanto decorrente da renda repartida, como *remuneração do trabalho do empresário*. A formação desse conceito tem origem no tipo de empresa que prevaleceu no início da Revolução Industrial, em que a figura do empresário e do proprietário se confundiam.

Com a divisão das funções nas empresas modernas entre empresário-empREENDEDOR, aplicador de capital de risco e administrador de empresa, novas teorias passaram a entender o lucro como remuneração das iniciativas inovadoras ou, ainda, como compensação pelo risco assumido pelo empresário ao empreender a atividade³³. Nesse contexto, as três funções do empresário (empREENDEDOR, administrador e aplicador de capital de risco) eram normalmente desempenhadas pelo mesmo indivíduo³⁴. De toda forma, na

³⁰ “Ao trocar-se o produto acabado por dinheiro ou por trabalho, ou por outros bens, além do que pode ser suficiente para pagar o preço dos materiais e os salários dos trabalhadores, deverá resultar algo para pagar os lucros do empresário, pelo seu trabalho e pelo risco que ele assume ao empreender esse negócio.” (SMITH, Adam. *A Riqueza das Nações – Investigação sobre sua natureza e suas causas*. Vol. I In: Os Economistas. São Paulo: Ed. Nova Cultural, 1996.)

³¹ SMITH, Adam. *A Riqueza das Nações – Investigação sobre sua natureza e suas causas*. Vol. I In: Os Economistas. São Paulo: Ed. Nova Cultural, 1996, p. 105.

³² PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Imposto sobre a renda: pessoas jurídicas*. Vol. I. Rio de Janeiro: Justec Editora, 1979, p. 110.

³³ PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Imposto sobre a renda: pessoas jurídicas*. Vol. I. Rio de Janeiro: Justec Editora, 1979, p. 110

³⁴ Bulhões menciona a existência de três perfis bem delimitados de empresário: “comerciante-empresário (que promovia a produção dos bens do seu comércio), proprietário-empresário (que organizava empresas para explorar recursos naturais ou de capital de sua propriedade), ou capitalista-empresário (que organizava empresa para aplicar capital financeiro).” (PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia: conceitos e fundamentos*. Rio de Janeiro: Forense, 1989. p. 288.)

base da teoria econômica, o lucro é entendido como uma forma de remuneração do proprietário de capital, constituindo um rendimento cuja origem está no fluxo de *pagamento* (e não de transferência) de *renda* (e não de capital).

Com o aumento da escala das empresas, o desenvolvimento do mercado de capitais e o surgimento das macroempresas, a função empresarial passou a ser comumente desempenhada por grupo empresário, isto é, por uma série de indivíduos reunidos em sociedade (acionistas), o que causou uma gradativa diferenciação das subfunções empresariais. Como consequência, o saldo do valor adicionado que remanesce no patrimônio, ou seja, o lucro, passou a ser repartido entre os membros do grupo empresário³⁵.

Não obstante a noção de remuneração dos proprietários de capital ser inerente ao sentido econômico de lucro, a repartição do resultado na macroempresa moderna é realizada por meio de um fluxo financeiro de *transferência de renda* (distribuição de lucros ou dividendos) e não mais por meio de um fluxo financeiro de *pagamento de renda* (remuneração dos fatores de produção do empresário ou compensação por suas iniciativas inovadoras ou riscos assumidos), diferente da lógica da renda do empresário originalmente proposta por SMITH.

Se na teoria *econômica* o conceito de lucro é a renda repartida ou distribuída, classificada segundo os fatores de produção que remunera (salário, aluguel, juros ou lucro), na perspectiva *financeira* o conceito de lucro se relaciona com a renda financeira³⁶, como ganho financeiro, em determinado período, cuja origem pode ser o *fluxo de renda* ou o *fluxo de capital*. Necessariamente, o lucro como renda financeira, em função da própria definição de renda financeira, representa um ganho decorrente de um fluxo financeiro que, como visto no item anterior, pode ser consumido ou transferido sem que isso implique em diminuição do capital aplicado.

Na perspectiva financeira o lucro assume um caráter mais abrangente do que na teoria econômica, na medida em que a renda financeira abrange, além da remuneração dos fatores de produção e da contribuição do empresário (pagamentos de renda), os ganhos de capital (pagamentos de capital), que não são renda no sentido econômico³⁷. Nesse sentido,

³⁵ PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia: conceitos e fundamentos*. Rio de Janeiro: Forense, 1989. p. 283.

³⁶ Para Bulhões, “na legislação do imposto de renda, lucro é produto da renda financeira.”(PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Imposto sobre a renda: pessoas jurídicas*. Vol. I. Rio de Janeiro: Justec Editora, 1979.)

³⁷ PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Imposto sobre a renda: pessoas jurídicas*. Vol. I. Rio de Janeiro: Justec Editora, 1979, p. 177.

o lucro financeiro é composto tanto pelo rendimento que decorre da contrapartida de um serviço produtivo (remuneração) quanto pelo rendimento resultante do pagamento pela venda de um bem do patrimônio (ganho de capital).

Assim, diante do exposto, é possível identificar o lucro, em sentido econômico, como remuneração dos fatores de produção. Em relação à sociedade, é a renda produzida e repartível entre os seus acionistas, levando-se em consideração a remuneração do capital aportado. Em sentido financeiro, traduz-se em ganho financeiro (em primeiro plano, da sociedade) decorrente da realização da atividade econômica empreendida e dos demais fluxos 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.

4. Os diversos “lucros” na sociedade

4.1 Lucro social, lucro da exploração, lucro bruto e lucro líquido

Não há como estudar o lucro no âmbito das sociedades comerciais sem analisar a sua formação como resultado positivo do funcionamento da sociedade. Importante ressaltar que as noções que serão trabalhadas neste item estão essencialmente ligadas à perspectiva financeira do lucro, muito embora sejam importantes para entender o lucro da sociedade também na sua perspectiva econômica. Feita a ressalva, a primeira distinção terminológica que se faz necessária é aquela entre “resultado da empresa” e “resultado da sociedade”.

Nesse aspecto, importante a lição de BULHÕES PEDREIRA para quem o “**resultado da empresa** é renda (econômica) produzida – é o “*output*” líquido da empresa, que consiste em bens econômicos.”³⁸ Utilizando dos conceitos previamente analisados no capítulo anterior: o resultado da *empresa*, enquanto atividade empresarial objeto da sociedade, são os *bens econômicos* produzidos em sua totalidade. O resultado da empresa decorre da aplicação dos fatores de produção na atividade empresarial e é “*output*” porque, após produzidos, os bens escoam da empresa para o mercado consumidor em que ela atua.

Já o “**resultado da sociedade** empresária é a renda financeira – é “*input*” líquido da sociedade empresária, que consiste em ganho financeiro.”³⁹ Ou seja, o resultado da sociedade é o fluxo financeiro (rendimento) que resulta de *pagamento de capital*, seja em contrapartida aos bens econômicos produzidos ou, ainda, venda de bens do patrimônio. Por isso a noção de “*input*”, porque ingressa na sociedade como contrapartida aos bens produzidos ou vendidos. O resultado da sociedade é efeito do seu funcionamento, e esse efeito pode ser lucro ou prejuízo⁴⁰. Por abarcar esses dois efeitos, evidente que o resultado não equivale necessariamente ao lucro.

O *lucro social* é, por sua vez, o efeito positivo do resultado do funcionamento da **sociedade**. É o resultado positivo, traduzido em ganho financeiro decorrente de um fluxo de rendimento que ingressa no *patrimônio da sociedade* empresária, em razão do seu

³⁸ PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia: conceitos e fundamentos*. Rio de Janeiro: Forense, 1989, p. 442.

³⁹ PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia: conceitos e fundamentos*. Rio de Janeiro: Forense, 1989, p. 442.

⁴⁰ PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia: conceitos e fundamentos*. Rio de Janeiro: Forense, 1989, p. 445.

funcionamento, e que pode ser utilizado, consumido ou transferido sem prejuízo ao capital estabelecido⁴¹.

O resultado da sociedade, enquanto organização complexa que é, implica na apuração de receitas e custos decorrentes do seu funcionamento. Tais receitas e custos não decorrem apenas da atividade principal de produção econômica da sociedade. Para além disso, o funcionamento da sociedade implica na realização de uma série de atividades, principais e secundárias, que agregam aos ganhos da produção econômica e são fontes do resultado social⁴².

A fonte de resultado principal por natureza é o exercício do objeto principal da empresa, isto é, da atividade de produção de bens ou serviços em contrapartida a um fluxo financeiro de receita. A receita ou o custo, no entanto, também podem vir incidentalmente e de fontes secundárias de resultado, como: (i) fornecimento de recursos produtivos (trabalho, recursos naturais ou capital); (ii) titularidade de bens do patrimônio, que tem valor de troca e podem ser alienados, perecerem ou serem extintos; (iii) uso de capital de terceiros; (iv) participação societária em outras sociedades, dentre outros. Esse conjunto de atividades complementa o funcionamento da sociedade para que ela possa realizar o seu objeto e atingir seu fim, mas as receitas provenientes de tais atividades não se confundem com a receita decorrente da exploração do negócio principal que constitui seu objeto.

Nas demonstrações de resultado da companhia, por exemplo, a receita bruta e a receita líquida decorrente das vendas e serviços devem vir discriminadas separadamente⁴³.

⁴¹ PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia: conceitos e fundamentos*. Rio de Janeiro: Forense, 1989, p. 448.

⁴² A expressão “lucro social” foi criticada por Leães, que entende ser mais tecnicamente preciso o termo “lucro de balanço”, na medida em que o que é entendido como lucro social abrange incrementos patrimoniais que não derivam de operações sociais, mas que repercutem no balanço do exercício, vindo compor o que é comumente chamado de lucro social. (LEAES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Do direito do acionista ao dividendo*. São Paulo: Obelisco, 1969, p. 85 e ss.)

⁴³ Art. 187. A demonstração do resultado do exercício discriminará: **I - a receita bruta das vendas e serviços, as deduções das vendas, os abatimentos e os impostos; II - a receita líquida das vendas e serviços, o custo das mercadorias e serviços vendidos e o lucro bruto; III - as despesas com as vendas, as despesas financeiras, deduzidas das receitas, as despesas gerais e administrativas, e outras despesas operacionais; IV - o lucro ou prejuízo operacional, as outras receitas e as outras despesas; V - o resultado do exercício antes do Imposto sobre a Renda e a provisão para o imposto; VI - as participações de debêntures, empregados, administradores e partes beneficiárias, mesmo na forma de instrumentos financeiros, e de instituições ou fundos de assistência ou previdência de empregados, que não se caracterizem como despesa; (Redação dada pela Lei nº 11.941, de 2009); VII - o lucro ou prejuízo líquido do exercício e o seu montante por ação do capital social.**

No seu conjunto, no entanto, as fontes de resultado contribuem para a geração de receita da sociedade como um todo⁴⁴.

Aqui importante uma segunda distinção: o resultado da sociedade é dividido em operacional e não operacional. O *resultado operacional* decorre das atividades que são empreendidas pela sociedade usualmente, isto é, dentro do curso normal dos negócios. São atividades que não dizem respeito a um exercício específico, mas à permanência e continuidade da sociedade. O *resultado não operacional*, por sua vez, irá designar situações extraordinárias, de ocorrência esporádica e ligadas a circunstâncias excepcionais.

Nesse sentido, o resultado operacional é composto não apenas pela receita que decorre da atividade principal da sociedade, mas também de atividades secundárias e assessórias que, ainda que não indicadas expressamente no objeto social, são realizadas com certa frequência e periodicidade no âmbito do funcionamento da sociedade. Um exemplo clássico é o rendimento decorrente da aplicação de excesso de caixa. É comum que as sociedades procurem obter renda cedendo a terceiros recursos de sua propriedade que não estão fazendo uso em determinado momento. A aplicação em instrumentos financeiros é uma das formas de otimizar o caixa da companhia e, para isso, não há necessidade de uma indicação específica de operação de crédito no objeto social descrito no estatuto social. É uma atividade assessória à atividade principal, mas usualmente praticada pela sociedade e de forma recorrente, portanto faz parte do resultado operacional. Quando o resultado operacional é positivo fala-se em *lucro operacional*.

O resultado operacional também passa por uma subdivisão. Pode ser (e deve ser, segundo a Lei das S.A.⁴⁵) separado em lucro bruto e demais resultados operacionais. O *lucro bruto*, na legislação brasileira, se identifica com a soma dos resultados dos negócios de venda e serviços da sociedade. É verificado a partir da realização do ganho decorrente da venda de determinada mercadoria, produto ou serviço, no montante que ultrapassar o custo para a produção de tal mercadoria, produto ou serviço. O lucro bruto está diretamente relacionado à atividade principal da sociedade.

⁴⁴ É interessante analisar a conceituação de receita bruta para que se possa fazer uma distinção clara entre receita líquida e lucro no sentido em que está se tentando defender. O que separa a receita bruta da receita líquida não são custos, mas os “sacrifícios financeiros que a sociedade suporta” para ganhar essa receita. A esse respeito, cf. PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia: conceitos e fundamentos*. Rio de Janeiro: Forense, 1989, p. 459.

⁴⁵ O art. 187 prescreve a discriminação do lucro bruto nas demonstrações de resultado da Companhia. Cf. nota de rodapé n. 43.

Os demais resultados operacionais são aqueles decorrentes das atividades secundárias e assessórias mencionadas acima, mas que se mantêm no curso ordinário do negócio. São basicamente: rendimentos líquidos derivados da cessão do uso de recursos (alugueis, rendimentos financeiros), participações societárias e demais atividades assessórias.

Até aqui, podemos então fazer três distinções em relação ao conceito de lucro no âmbito da sociedade: (i) **lucro social**, enquanto lucro decorrente do resultado total da sociedade, operacional e não operacional, em um determinado período; (ii) lucro operacional ou **lucro de exploração**, que é o resultado positivo entre receitas e custos das atividades que estão no curso normal da sociedade, também em determinado período, e são recorrentes nos exercícios sociais; e (iii) **lucro bruto**, que é o lucro decorrente única e exclusivamente do exercício da atividade principal da sociedade em determinado período de apuração.

Conforme mencionado acima, lucro é um conceito subjetivo no sentido de que a sua verificação depende necessariamente da perspectiva do titular do patrimônio final em que o ganho é incorporado. O lucro da sociedade, nesta concepção, é todo o lucro social, verificado antes de qualquer utilização que possa se dar para ele, até mesmo do pagamento de imposto de renda. Para a sociedade, portanto, o lucro social deve corresponder a todo resultado positivo da sociedade, que equivale à diferença (para ser lucro, positiva) entre as receitas do seu funcionamento, sejam primárias ou secundárias, operacionais ou não operacionais, e dos custos totais incorridos.

Para o acionista, no entanto, a legislação societária brasileira indicou como medida do seu lucro o que a Lei das S.A. chamou no art. 191 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. O lucro líquido do exercício, portanto, é o lucro da sociedade deduzidos os “custos” para os acionistas, que são, nesse sentido, o imposto de renda e o pagamento das participações indicadas acima. São custos para o acionista pois correspondem a “sacrifícios financeiros necessários para que a companhia ganhe o lucro líquido do exercício”⁴⁶.

⁴⁶ PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia: conceitos e fundamentos*. Rio de Janeiro: Forense, 1989, p. 449.

Assim, na perspectiva da sociedade, o processo de formação do lucro (financeiro) total pressupõe que ao lucro bruto (ou lucro da produção que decorre exclusivamente da exploração da atividade primária) seja acrescentado o lucro decorrente de atividades secundárias, formando-se o lucro de exploração (ou lucro operacional). Ao lucro operacional soma-se o “lucro não operacional” para a determinação do que seria o lucro social como um todo – basicamente, o resultado positivo do exercício. Deste resultado, serão retirados os impostos, custos e participações necessárias para que se chegue ao lucro líquido distribuível do exercício.

4.2 A periodicidade do exercício: forma de apuração do lucro da sociedade

Importante ressaltar, em relação ao estudo dos lucros da sociedade, que a sua verificação está submetida a noção de período e exercício social. Sabe-se que a noção de tempo é inerente às atividades humanas, que por natural inclinação se desenvolvem em ciclos determinados e sucessivos⁴⁷. Isso acontece porque a definição de um intervalo de tempo permite periodizar situações contínuas de forma que os eventos de um determinado período possam ser analisados e deles extraídos conclusões. Estas conclusões irão orientar comportamentos futuros e possibilitar o controle e a medição dos próximos eventos, e assim sucessivamente.

As atividades econômicas empreendidas pela sociedade são por natureza contínuas, mesmo no caso de uma sociedade por tempo determinado. As relações jurídicas em que a sociedade é parte, bem como seu fluxo de operações contínuo, decorrem do dinamismo econômico ao qual a sociedade está submetida.

Diante disso, a delimitação do exercício social surge como a forma convencional para periodizar os resultados da atividade econômica da sociedade. Ao final do exercício social, produz-se um balanço daquele exercício em que serão analisados os lucros e as perdas da sociedade durante o período em questão. A rigor, lucros e perdas só poderiam ser verificados na liquidação da sociedade⁴⁸, muito em função da proteção dos credores. No entanto, essa dinâmica revelou-se insustentável inclusive economicamente, afastando investimentos diante de uma promessa longínqua de remuneração do valor investido em

⁴⁷LEAES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Do direito do acionista ao dividendo*. São Paulo: Obelisco, 1969, p. 42.

⁴⁸ LEAES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Do direito do acionista ao dividendo*. São Paulo: Obelisco, 1969, p. 82.

sociedades de longo prazo ou prazo indeterminado. Assim, convencionou-se uma verificação periódica dos lucros e perdas, a qual chamamos de resultado do período. A apuração periódica de resultados foi a alternativa encontrada para temperar interesses de credores e acionistas, pois permite, a partir do desenvolvimento da técnica contábil, que as modificações ocorridas no patrimônio em determinado período sejam conhecidas sem a necessidade de liquidação, possibilitando que eventual distribuição de lucros seja feita sem prejuízo aos credores⁴⁹.

Disso depreende-se que 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.

É claro que, justamente pela dinâmica contínua da sociedade, os exercícios sociais não podem ser analisados de forma completamente independente entre si. Para que se possa inclusive compreender os resultados de um exercício, é preciso levar em conta a história passada e a perspectiva futura⁵⁰. Mas é importante que fique claro que os lucros sociais são apurados com base em retratos da situação financeira da sociedade em um determinado momento, levando em conta um período específico e, portanto, não se confundem com a capacidade de geração de lucro para o acionista, muito embora possam estar a ela diretamente relacionados.

4.3 O ganho de capital

Paralelamente às diversas concepções de lucro (e a elas complementar) está a noção de *ganho de capital*. O ganho de capital é um elemento importante para a construção do

⁴⁹ “A apuração de resultado somente na liquidação da sociedade desestimulava a participação de aplicadores de capital e impedia a constituição de sociedades com longos prazos de duração. Daí a difusão da prática de apurar e distribuir resultado durante a existência da sociedade. A determinação periódica da renda somente tomou-se possível com o desenvolvimento da técnica contábil, ao criar métodos e critérios de escrituração e elaboração das demonstrações financeiras que permitem — independentemente da liquidação da sociedade — conhecer todas as modificações ocorridas no patrimônio durante certo período e tempo e distinguir, no estoque de capital existente no fim do período, o que é capital que já existia no início do período e o que é renda auferida durante o período.” (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, p. 1209)

⁵⁰ Para uma descrição pormenorizada dos conceitos (e da evolução deste conceito) de exercício social e balanço, cf. LEAES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Do direito do acionista ao dividendo*. São Paulo: Obelisco, 1969, pp. 37 – 70.

conceito de fim lucrativo da sociedade, na medida em que compõe o lucro sem que com ele se confunda.

Em uma definição técnica, o ganho ou perda de capital é resultado da venda ou liquidação de um bem objeto de aplicação de capital fixo⁵¹. Basicamente, é o resultado entre a receita decorrente da venda ou da liquidação de um bem e o custo incorrido para aquisição deste mesmo bem. Retomando as definições exploradas nos itens anteriores, lucro da produção e ganho de capital são ambos considerados rendas resultantes de *pagamento de capital*. A diferença está justamente na origem da renda. No lucro da produção, a receita é em relação aos bens econômicos produzidos, ao passo que, no ganho de capital, é em relação à disposição de bens do patrimônio.

O ganho (ou perda) de capital encontra-se no nível do resultado não operacional. A alienação ou liquidação de bem do ativo, em geral, é extraordinário ao curso dos negócios e, portanto, a receita daí decorrente não entra no conceito de lucro da exploração, conforme visto acima.

Em geral, o ganho de capital pressupõe a alienação de determinado bem. No entanto, existem exemplos que tal regra não se aplica. É o caso, em sociedades que detenham participação em outras sociedades, do ganho ou a perda de capital decorrente da modificação da porcentagem detida pela sociedade investidora no lucro ou no acervo líquido da sociedade investida. Se há, por exemplo, um evento de recompra e cancelamento de ações na investida, a base acionária é modificada e, como consequência, a participação da investidora pode aumentar. Esse evento de modificação do percentual de participação da investidora na investida gera um ganho de capital para a sociedade investidora sem que haja alienação de participação societária, na medida em que o seu percentual sobre o lucro ou acervo líquido na sociedade objeto do investimento aumenta. Esse fenômeno, no entanto, é peculiar às participações societárias.

Muito embora o ganho de capital escape à atividade principal da sociedade e não faça parte do lucro operacional ou lucro de exploração, ele é uma receita financeira da sociedade que é fonte de resultado⁵² e, portanto, contribui para a formação do lucro social.

⁵¹ PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia: conceitos e fundamentos*. Rio de Janeiro: Forense, 1989, p. 474.

⁵² Sobre o conceito de fonte de resultado, cf. item anterior.

O lucro da sociedade decorre, portanto, das suas operações usuais e do ganho de capital que auferire extraordinariamente.

A noção de ganho de capital também se faz presente de forma recorrente para o acionista, em situações que envolvem diretamente a disposição (ou troca) da sua participação societária. O ganho de capital representa verdadeiro lucro para o acionista, na medida em que consiste em um ganho que acresce diretamente ao seu patrimônio pessoal. Convencionou-se, muito em função da legislação tributária e dos preceitos fiscais, que o ganho de capital do acionista seria apurado quando, no momento da alienação ou disposição da participação societária, fosse verificada uma diferença positiva entre o custo de aquisição daquela participação e o valor obtido com a sua venda. O fluxo financeiro gerado pelo ganho de capital na alienação da participação societária é, de fato, uma das formas de realização do lucro do acionista, como se verá adiante.

PARTE II – O LUCRO PARA O ACIONISTA

5. Fim lucrativo: o lucro do acionista decorrente do funcionamento da sociedade

5.1 A sociedade como veículo de investimento

Como visto acima, o fenômeno associativo que está na base da sociedade consiste na união de pessoas com um objetivo lucrativo comum. As pessoas, visando ao lucro, se unem em sociedade, na qual aportam capital, com a expectativa de que o capital aportado possa lhes gerar um ganho (retorno) financeiro. Assim, a sociedade é constituída com fins lucrativos e, portanto, deve funcionar visando à geração e obtenção de lucros para o acionista, em última instância. Sem esse direcionamento, a sociedade não pode existir⁵³.

O conceito abarca, portanto, dois níveis: o nível da sociedade, que deve realizar as suas atividades com direcionamento para a produção de lucros, ainda que em potencial; e o nível do acionista, que tem a expectativa de receber, em consequência ao *funcionamento* da sociedade, um ganho financeiro na sua esfera patrimonial.

O ganho, na perspectiva do acionista, está relacionado com a lógica financeira por detrás de uma decisão de investimento⁵⁴. O acionista tem a prerrogativa (e a depender da situação, a obrigação) de financiar a sociedade com recursos próprios ou passa a ter tal prerrogativa por meio da aquisição de uma posição acionária em determinada sociedade. Ao

⁵³ O não preenchimento do fim da sociedade é, inclusive, uma das causas de dissolução da sociedade (o que será explorado com mais detalhe ao longo deste trabalho), conforme indicado no art. 206 da Lei 6.404/76: Art. 206. Dissolve-se a companhia:(...) II - por decisão judicial: (...) b) quando provado que não pode preencher o seu fim, em ação proposta por acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social;(...)

⁵⁴ E aqui vale uma distinção metodológica essencial para o presente trabalho: o acionista ou sócio ao qual nos referimos, sem qualitativo específico, será sempre o “acionista-médio”. Por acionista-médio entende-se qualquer indivíduo (seja direta ou indiretamente, através de uma sociedade interposta) que, independente do contexto, constituiu a sociedade ou decidiu nela aportar recursos com vistas a obtenção de um ganho decorrente do funcionamento e do desempenho da sociedade. O conceito de acionista médio não considera condições subjetivas ou interesses extrassociais dos acionistas. Nesse sentido, a expressão acionista quando empregada no presente trabalho não abarcará situações específicas de herdeiros, sucessores ou indivíduos que por ventura façam parte de uma sociedade em decorrência de outros objetivos que não os lucrativos. O conceito de sociedade com fins lucrativos os ignora, justamente por estar voltada, na sua essência, para o objetivo lucrativo comum. Por outro lado, o conceito abarca sociedades pertencentes a um grupo de sociedades que, muito embora sejam subsidiárias integrais ou sociedades de propósito específico, no contexto mais amplo o funcionamento do grupo como um todo gera ganho para o beneficiário final, sendo este o “acionista-médio”. Ressalte-se ainda que a utilização de um conceito genérico de “acionista-médio”, em referência a um objetivo comum a todos os acionistas, não é inédita. GOWER em seu manual da companhia utiliza a expressão “hypothetical average member” para designar o acionista que “presumably has no personal interests apart from those as member.” (GOWER, L.C.B. *The Principles of Modern Corporate Law*. 2a ed. Londres, 1957, p. 530)

retirar recursos financeiros da sua esfera patrimonial pessoal, seja para subscrever capital ou para adquirir uma participação acionária, o acionista espera que estes mesmos recursos sejam mais bem aproveitados na sociedade objeto de investimento, na medida em que tais recursos financiarão uma atividade econômica com vistas a obtenção de lucro⁵⁵.

Assim, a decisão do acionista de se tornar parte de uma sociedade pode ser pautada em diversas razões, mas no que diz respeito ao fim comum dos sócios reunidos em sociedade, isto é, o objetivo lucrativo, é uma decisão tomada visando a um resultado positivo que se pretende obter por meio do investimento realizado – é a ideia de retorno do investimento. E isso vale para qualquer decisão de alocação de recursos entre patrimônios.

Tomemos o caso ilustrativo da compra de um imóvel. O imóvel pode ser comprado apenas para acomodar às necessidades de alojamento de um determinado indivíduo, levando em conta apenas as características daquele imóvel e o fato delas agradarem ou não ao seu comprador para o fim que pretende utilizá-lo: moradia. Nesse caso, a aquisição do imóvel não tem fins lucrativos. Isso não significa que o imóvel não possa gerar lucro para o morador quando e se decidir vendê-lo. No entanto, nesta hipótese, o lucro gerado em relação ao momento da compra do imóvel é um lucro incidental, uma vez que não foi o que motivou a compra (muito embora possa ser o que tenha motivado a venda).

Um imóvel também pode ser comprado como forma de investimento e, nesse caso, o principal elemento motivador da compra é a capacidade que aquele imóvel tem de gerar um ganho financeiro para o comprador no futuro. Para determinação do ganho em questão, é preciso levar em conta o custo do imóvel, isto é, quanto de recurso financeiro que foi alocado para a sua aquisição, bem como os possíveis retornos financeiros que aquele imóvel irá gerar no futuro, a partir da aquisição. No caso de um imóvel, o retorno pode decorrer do rendimento dos alugueis ou, ainda, do valor recebido na alienação do imóvel, se for maior que o valor da aquisição. Assim, no momento da decisão de alocação de recursos para a aquisição do imóvel (decisão de investimento), o comprador deverá trazer a valor presente a perspectiva de rentabilidade futura do ativo a ser comprado e compará-la com o montante que se pretende pagar no momento da aquisição.

Na sociedade a lógica é a mesma. Em contrapartida ao aporte de recursos financeiros na sociedade, o acionista recebe ações que representam direitos econômicos e

⁵⁵ Sobre o financiamento da sociedade, LEAES: “Os capitais próprios se vinculam à empresa por tempo indeterminado e visam à uma remuneração variável em função dos resultados econômicos.” (LEAES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Do direito do acionista ao dividendo*. São Paulo: Obelisco, 1969, p. 12.)

políticos. Os direitos econômicos incluem a participação nos lucros distribuíveis pela companhia, a participação no acervo líquido da companhia quando da sua liquidação e, ainda, a possibilidade de dispor das suas ações, sempre observadas as regras legais e estatutárias. O exercício desses direitos em determinadas situações – que chamaremos ao longo deste trabalho de “eventos de distribuição”, explorados no Capítulo 8 – permitirá ao acionista auferir um ganho financeiro na sua esfera patrimonial individual. Nessas situações, o acionista terá “lucro” quando o resultado dos eventos de distribuição representar um ganho financeiro superior ao custo incorrido para a aquisição (e manutenção) da participação societária em questão.

Em linhas gerais, pois os eventos de distribuição serão tratados em capítulo específico, o ganho financeiro percebido pelo acionista pode decorrer diretamente do lucro social distribuído pela sociedade (distribuição de dividendos, por exemplo) ou da transferência da participação societária (em uma alienação das ações, por exemplo). Em determinadas situações, principalmente de transferência, o *quantum* do ganho financeiro do acionista será em função não apenas dos resultados da sociedade, mas também de diversos fatores extrínsecos à sociedade, que variam desde condições econômicas, políticas e sociais até a predisposição e motivações pessoais do comprador.

Aliás, também no exemplo do imóvel esses mesmos fatores extrínsecos influenciam o valor da alienação e, portanto, o ganho financeiro do titular do bem. A diferença é que, no lucro do **acionista**, o bem em questão – a ação – é representativa de uma sociedade de fins lucrativos. Isso significa que a sociedade existe e funciona com a finalidade de produção de lucro para o acionista. Apesar de ser possível que a decisão de compra do imóvel decorra de uma lógica de investimento, a função originária do imóvel é a moradia, e não o fim lucrativo. A sociedade, por sua vez, tem por função principal e inerente à sua existência a produção de lucros e distribuição de riqueza para seus sócios, que se associam visando ao lucro.

Nesse sentido, o funcionamento e o desempenho da sociedade, tanto em termos de geração de lucro social quanto de valor, costumam ser fatores essenciais na precificação das ações e, portanto, interferem diretamente no lucro a ser auferido pelo acionista e na verificação do cumprimento do fim lucrativo, como se verá adiante.

5.2 O lucro decorrente do funcionamento da sociedade

No início do presente trabalho, concluiu-se que o fim lucrativo é a capacidade da sociedade em gerar lucros para os sócios. O fim lucrativo parece-nos, assim, não estar apenas relacionado com os lucros sociais, entendidos no sentido de lucros remanescentes da atividade econômica empreendida. Na verdade, a consecução do fim lucrativo por uma determinada sociedade está associada à capacidade desta sociedade em permitir ao acionista que perceba um lucro na sua esfera individual decorrente do *funcionamento* e do desempenho da sociedade.

Tal entendimento nos leva a crer que o lucro que compõe a expressão “fim lucrativo” no direito societário abarca diversos outros conceitos além do lucro da sociedade – ou lucro social – explicado acima. Se, em última instância, o fim lucrativo está relacionado com o ganho do acionista, o direcionamento das atividades sociais deve ser no sentido de que a sociedade possa gerar ao acionista o lucro pretendido. 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.

Tomemos por exemplo o caso de uma sociedade deficitária. As despesas incorridas superam as receitas geradas, o que representa um resultado negativo da atividade. Ou seja, não há nem mesmo geração de lucro líquido para ser distribuído aos acionistas. No entanto, tal sociedade pode ainda assim representar lucro para os seus acionistas, dentro do limite da conduta lícita⁵⁶.

As situações nesse sentido são das mais diversas. A sociedade deficitária em questão pode estar inserida em um grupo societário maior, de forma que o grupo, no seu conjunto, gera lucro. A sociedade pode não ser lucrativa, mas possuir um alto potencial de crescimento, dado o seu estágio, mercado de atuação ou modelo de negócios, o que implica

⁵⁶ É importante ressaltar que a explicação e os exemplos aqui utilizados partem da premissa de que a conduta dos acionistas não será abusiva e se pautará na legalidade. Casos em que o acionista se vale da sociedade apenas para fins pessoais são comuns e não se confundem com o que está tentando se defender. Por isso, a questão dos limites da lucratividade dos acionistas é de grande relevância e decorre da organização societária: “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 sócios, imediatamente, e da coletividade envolvida nas atividades da sociedade, mediamente.” (ROBERT, Bruno. *Dividendo mínimo obrigatório nas S/A: apuração, declaração e pagamento*. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 39).

na sua capacidade de gerar lucros futuros e, portanto, valorização (e precificação) no momento presente. A sociedade pode não estar gerando lucros pois utiliza de grande parte dos seus recursos como forma de investimento para ingressar em novos negócios e ganhar mais parcelas de mercado, o que prejudica a sua lucratividade momentaneamente, mas pode gerar valor líquido presente⁵⁷.

Além disso, a condição de sociedade deficitária é momentânea. Como visto acima, o lucro social é medido periodicamente, em uma tentativa de se capturar o estado financeiro da sociedade em um determinado momento, fazendo referência a um período anterior, para fins de análise e parametrização. No entanto, o funcionamento da sociedade é dinâmico e contínuo. A sociedade é sujeito de direito distinto dos seus sócios e, assim, está submetida à dinâmica das relações em que se torna parte ao longo da sua existência, em um fluxo contínuo.

É essa roda em constante movimento que tem a capacidade de gerar *valor* para a sociedade, o qual nem sempre corresponde ao lucro social propriamente dito. A geração de valor da sociedade está associada à capacidade desta sociedade de atuar de forma a gerar, no futuro, um ganho para o acionista – observados, claro, não apenas os limites da legalidade, mas principalmente os limites que a própria personificação da sociedade impõe. E esse valor é medido de diversas formas, não apenas pelo lucro distribuído ao acionista (cf. Capítulo 6 sobre o valor da sociedade).

O funcionamento da sociedade pressupõe, assim, um conjunto de atos contínuos que visam, em última instância, ao lucro para o acionista. A capacidade de geração de lucro está submetida a este funcionamento e à continuidade da sociedade, o que demonstra que o fim lucrativo abarca tanto o lucro em sentido financeiro quanto em sentido econômico.

E muito embora o fim lucrativo seja verificado a partir da perspectiva do acionista, é a sociedade que está submetida à sua persecução. Isso significa que as atividades sociais e os atos praticados pela sociedade devem sempre visar: (i) à capacidade da sociedade de gerar lucro para o acionista; e (ii) a formas de permitir que o acionista acesse de fato esse lucro, por meio do que vamos chamar de “eventos de distribuição”.

⁵⁷ Cf. Capítulo 6.

6. O valor da sociedade

6.1 Valor e preço

Se é verdade que o funcionamento da sociedade de fins lucrativos deve acontecer visando ao lucro para o acionista, nada mais intuitivo do que entender o valor da sociedade, em termos econômicos, como a sua capacidade de gerar lucro para o acionista. Mas o que exatamente é o valor de uma sociedade ou das ações que a representam?

Para entender esta pergunta e começarmos a delimitar a sua resposta, é relevante a diferenciação entre valor e preço. São conceitos que, por sua correlação intrínseca, não raro são utilizados como sinônimos, confundindo os operadores de finanças e do direito. Muito embora a utilização de um pelo outro seja corrente e não possa ser condenada, a diferença conceitual entre valor e preço é uma premissa importante de se ter em mente ao analisar a dinâmica lucrativa das sociedades. Se valor e preço fossem a mesma coisa, no entanto, os preços não flutuariam, não haveria pessoas dispostas a pagar preços diferentes para um mesmo ativo ou bem, tampouco haveria discussões a respeito de algo estar supervalorizado ou subvalorizado.

Para a Ciência Econômica, o valor de um bem está relacionado com os objetivos que aquele bem nos permite atingir. Todo apreço que temos por bens não é outra coisa senão reflexo de um apreço mais fundamental, a saber, o que temos pelos objetos da vida e do bem-estar, para cuja obtenção os bens nos servem⁵⁸. Via de consequência, o valor de qualquer bem relaciona-se em última análise com o atingimento dos objetivos humanos, pois algo será valioso se nos permite atingir determinada situação de bem-estar. Como essa situação de bem-estar é decorrente do que cada um, na sua individualidade, entende como objetivo pessoal, o valor atrela-se sobremaneira às preferências dos indivíduos.

O valor pode ser analisado sob uma perspectiva subjetiva ou objetiva. Valor no sentido subjetivo “é a importância que um bem ou uma quantidade de bens tem para os fins de bem-estar de determinado sujeito”⁵⁹. No sentido objetivo, “é a aptidão, reconhecida por nosso juízo, que um bem tem de produzir determinado resultado objetivo externo

⁵⁸ BOHM-BAWERK, Eugene Von. *Teoria Positiva do Capital*. Vol. I (Livros I – IV). Trad. Luiz João Baraúna. São Paulo: Nova Cultural, 1986, p. 149.

⁵⁹ BOHM-BAWERK, Eugene Von. *Teoria Positiva do Capital*. Vol. I (Livros I – IV). Trad. Luiz João Baraúna. São Paulo: Nova Cultural, 1986, p. 150.

qualquer.”⁶⁰. O que isso significa é que o valor de um bem sempre estará relacionado: (i) com as condições subjetivas de um determinado sujeito, que entende, por suas circunstâncias, que aquele bem é essencial para satisfazer seu bem-estar pessoal⁶¹ ou (ii) com a capacidade que aquele mesmo bem tem de produzir (comparativamente com outros bens) um determinado resultado externo ou objetivo, independentemente da importância subjetiva que aquele bem possua para alguém⁶².

O valor de troca, por exemplo, é o valor objetivo dos bens na troca, ou seja, é a aptidão que, com base nas condições reais existentes, determinados bens têm para se conseguir no comércio de trocas determinada quantidade de outros bens como contrapartida. Nesse caso, o valor de troca expressa de forma objetiva a capacidade que um bem tem de, na troca, conseguir um *quantum* de outros bens. Essa capacidade não se confunde com o preço, que é justamente o *quantum* de bens. O preço, como se verá, é explicado por diversos fatores, incluindo o valor de troca.

O valor, portanto, vai depender ou do sujeito para o qual o bem está sendo avaliado ou do objetivo que se quer atingir com determinado bem. No caso da ação, por exemplo, o seu valor subjetivo é determinado pelas preferências do sujeito que possui ou pretende possuir a ação, de acordo com o que, na sua esfera individual, a ação lhe é importante. O seu valor objetivo, por sua vez, depende da capacidade que a ação tem, como bem, de atingir determinados resultados externos que lhe sejam impostos.

⁶⁰ BOHM-BAWERK, Eugene Von. *Teoria Positiva do Capital*. Vol. I (Livros I – IV). Trad. Luiz João Baraúna. São Paulo: Nova Cultural, 1986, p. 150.

⁶¹ O economista alemão exemplifica o valor subjetivo de forma bastante didática, com o exemplo do valor de um copo d’água em duas circunstâncias: (a) um copo que pode ser obtido de uma fonte que jorra em abundância água, permitindo que o indivíduo encha seu copo e a cada minuto continua a correr ao seu lado água suficiente para encher outros cem copos e (b) um único e restante copo d’água de um viajante do deserto, que percorreu uma longa viagem em um dia na areia incandescente do deserto. Na primeira situação, o copo d’água possui apenas utilidade para o indivíduo, pois satisfaz a sua necessidade, mas é ao mesmo tempo dispensável, já que tantos outros copos d’água podem ser obtidos na mesma circunstância. No segundo caso, possui valor, pois o copo d’água é uma condição indispensável de um aumento de bem-estar. (BOHM-BAWERK, Eugene Von. *Teoria Positiva do Capital*. Vol. I (Livros I – IV). Trad. Luiz João Baraúna. São Paulo: Nova Cultural, 1986, p. 154-155.)

⁶² “Nesse sentido atribuímos, por exemplo, à madeira e ao carvão, de acordo com o efeito calorífico maior ou menor que se pode obter com uma unidade quantitativa desses bens, um valor calorífico maior ou menor; aos diversos artigos de alimentação atribuímos um valor alimentar objetivo, aos fertilizantes um valor fertilizante, aos navios de uma marinha de guerra "valor de combate", e similares. Em todos esses modos de falar está excluída do conceito de "valor" qualquer relação com a felicidade ou infelicidade de um sujeito. Quando dizemos que a madeira de faia tem valor calorífico maior do que o pinho, com isso expressamos somente o fato puramente objetivo, digamos "mecânico", de que com determinada quantidade de peso de madeira de faia podemos conseguir um efeito de aquecimento maior do que com uma quantidade igual de pinho.” (BOHM-BAWERK, Eugene Von. *Teoria Positiva do Capital*. Vol. I (Livros I – IV). Trad. Luiz João Baraúna. São Paulo: Nova Cultural, 1986, p. 150.)

Ao aplicarmos a teoria do valor e preço sobre a ação ou à sociedade, é importante definir para quem (valor subjetivo) ou para o que (valor objetivo) estamos determinando esse valor. Considerando que o fim lucrativo se identifica com a capacidade de geração de lucro para o acionista, como visto até aqui, o valor da sociedade ou da ação é, em condições normais da vida social, o valor para o acionista, justamente porque o fim lucrativo é essencial à existência da sociedade. Dessa forma, o valor da ação será, na perspectiva **subjetiva**, a importância que aquela ação tem para o acionista, no sentido de ser essencial para o atingimento de um objetivo individual. Na perspectiva **objetiva**, será o valor da sua rentabilidade, ou seja, a capacidade que aquela mesma ação tem de gerar ganho financeiro para o acionista. O valor da ação não necessariamente será o preço. Mas em geral, o preço da ação irá refletir um desses dois valores.

Na linha do valor da ação como o valor de rentabilidade para o acionista, a definição clássica do valor de uma ação compreendia a ideia de que a ação vale a soma de todos os dividendos que receberá no futuro, descontada a uma taxa para trazer esse valor ao momento presente⁶³. Muito embora esta definição seja ampla o suficiente para evitar grandes divergências, ela é impraticável na medida em que não é possível prever a soma dos dividendos a serem distribuídos por uma sociedade no médio ou longo prazo. Isso porque o risco é inerente ao contrato de sociedade. Sem o risco, o capital investido em uma sociedade poderia muito bem ser determinado contratualmente, com previsões sobre taxas de retorno do capital investido, por exemplo. Mas daí não seria uma sociedade e muito menos faria sentido a existência das ações e todo o seu regime de circulação. É, assim, uma definição insuficiente e ultrapassada.

O preço, por sua vez, reflete o comportamento de mercado no mundo real. É o que efetivamente o comprador paga por algo. O preço é, de ponta a ponta, o produto das avaliações subjetivas de valor das pessoas⁶⁴. Por isso, a lei há tempos conhecida da oferta e da procura continua sendo elucidativa na questão⁶⁵. O preço identifica a zona de acordo entre

⁶³ BERNHARD, Arnold. *The Valuation of Listed Stocks*. In: *The Analyst Journal*, Volume 5, Issue 2, CFA Institute, 1949, p. 20.

⁶⁴ BOHM-BAWERK, Eugene Von. *Teoria Positiva do Capital*. Vol. I (Livros I – IV). Trad. Luiz João Baraúna. São Paulo: Nova Cultural, 1986, p. 246.

⁶⁵ “Se isolarmos os diversos fatores individuais cuja combinação, pelo exposto, resulta o nível de avaliação dos pares limite, obtemos inicialmente quatro ‘motivos determinantes do preço’: 1) o número de desejos dirigidos para a mercadoria – o qual coincide com o que se costuma tradicionalmente chamar de “âmbito da procura”. 2) A grandeza dos números de avaliação do lado dos interessados em comprar – ela coincide com a assim chamada – intensidade da procura. 3) O número de unidades da mercadoria que estão à venda (“âmbito de oferta”). 4) A grandeza dos números de avaliação do lado dos interessados em vender (“intensidade da

as avaliações de valor do comprador e do vendedor. Nesse sentido, o melhor indicador externo do valor de um bem para determinado sujeito é o preço que ele está disposto a pagar ou receber.

Retomemos então a aplicação da teoria do valor e preço sobre uma ação. Apesar de valor e preço não se confundirem, para analisarmos a formação do preço de uma ação (e, como se verá no Capítulo 7, a riqueza intrínseca do acionista), é preciso entender as variáveis de valor que compõem a zona de acordo entre compradores e vendedores, a qual definirá o seu preço.

O preço da ação poderá refletir o seu valor subjetivo (valor para o acionista conforme suas preferências individuais) ou seu valor objetivo (rentabilidade para o acionista). Em uma companhia aberta, a diversidade de investidores, com uma multiplicidade de preferências e circunstâncias individuais, impede que se tenha uma noção clara, apenas observando os preços, de qual seria o valor subjetivo dos acionistas (ou proponentes a serem acionistas). Assim, o comportamento dos investidores de mercado, na sua generalidade, em relação ao preço de uma ação, por um período razoável, é indicativo do valor objetivo (rentabilidade para o acionista) desta ação para aquele mercado. Em outras palavras: a permanência do preço de uma ação em uma determinada faixa, por um determinado período de tempo, indica que está naquela zona o valor que o mercado considera como o valor objetivo daquela ação. Essa correlação entre valor e preço, no entanto, não captura o valor quando existem grandes variações de preço, apenas indica um preço médio durante determinado período.

Segundo BERNHARD, o preço de uma ação de uma companhia aberta seria o resultado de quatro variáveis: (i) lucros da sociedade; (ii) dividendos distribuídos; (iii) ativos da sociedade; e (iv) hábito da mente dos compradores e vendedores⁶⁶. O último medido pelo preço médio de uma ação nos últimos doze meses. Para o autor, se for possível estabelecer uma relação entre o preço da ação e as *três* primeiras variáveis (lucros, dividendos e ativos, o que chamaremos de “variáveis de valor”) por um longo período, é razoável concluir que

oferta”).” (BOHM-BAWERK, Eugene Von. *Teoria Positiva do Capital*. Vol. I (Livros I – IV). Trad. Luiz João Baraúna. São Paulo: Nova Cultural, 1986, p. 247.)

⁶⁶ BERNHARD, Arnold. *The Valuation of Listed Stocks*. In: *The Analyst Journal*, Volume 5, Issue 2, CFA Institute, 1949, p. 21.

as variáveis, no seu conjunto, não definem, mas pelo menos descrevem, o valor de rentabilidade da ação para a generalidade dos acionistas⁶⁷.

Analisando os preços de algumas ações listadas e comparando com as projeções das variáveis de valor, BERNHARD verificou não apenas uma relação entre o preço de uma ação e as suas variáveis de valor, mas a existência de uma frequência e coeficiente altos nessa relação, que não poderiam ser atribuídos simplesmente ao azar. Assim, se o preço desvia muito da combinação destas variáveis, é indicativo de uma supervalorização ou subvalorização da ação. Importante ressaltar que o desvio dos preços não invalida o modelo de determinação do valor, ao contrário, é a razão para a existência do modelo. Para o autor, é o mesmo caso de analisarmos a temperatura dos dias de inverno: ainda que no último inverno tenha havido vários dias quentes, ainda é válido dizer que o inverno é uma estação fria.

Nesse sentido, na companhia aberta, o valor de rentabilidade da ação é, pelo menos, indicado pelo seu preço. As variações de preço decorrem substancialmente de alterações nas variáveis de valor que compõe esse preço. É, então, a correlação entre alterações de preço e alterações nas variáveis de valor que permite avaliar a ação como supervalorizada ou subvalorizada e fazer previsões sobre o preço futuro de uma determinada ação de uma companhia aberta.

Na companhia fechada, em que o preço da ação não decorre da negociação em livre mercado, o valor da ação é medido menos pela correlação entre preço e as variáveis que o compõe, e mais pela análise das demonstrações financeiras e dos componentes do resultado e perspectivas da companhia que, no fim do dia, irão proporcionar lucro para o acionista. Não obstante, como alternativa ao preço da ação no mercado, nas companhias fechadas são comuns métodos de avaliação que comparam os resultados da companhia em questão com resultados de companhias abertas (e o preço das suas ações listadas) no mesmo segmento e indústria da companhia avaliada, por exemplo, para se chegar a uma relação entre preço e fatores de valor.

⁶⁷ Ressalte-se que as variáveis de valor indicadas por BERNHARD não se identificam com o nosso entendimento, mesmo porque o texto em questão remonta a uma outra época e contexto econômicos. As variáveis de valor, no nosso entendimento, seriam outras medidas financeiras e operacionais da sociedade que indicam, para além da lucratividade e rentabilidade da empresa, o potencial de geração de lucro para o acionista, como se verá adiante. De todo modo, manteremos a referência a estas três variáveis de valor para fins de compreensão da proposta conceitual do autor e da lógica por detrás da quantificação e mensuração do valor.

Percebe-se, assim, que a teoria do valor e preço é importante para entendermos até que ponto o valor da ação para o acionista corresponde ao seu preço. Isso nos permitirá, ao longo deste trabalho, identificar situações em que o fim lucrativo é cumprido pelo aumento do valor da companhia para o acionista e, em seguida, pela distribuição desse valor diretamente para o acionista, por meio de um evento societário de distribuição que lhe gerará lucro.

6.2 O modelo de valor na gestão da sociedade

O conceito de valor é um conceito que, assim como o lucro, é subjetivo e, portanto, varia conforme o sujeito para o qual o bem é relevante ou, como visto acima, conforme o resultado que se queira chegar com a utilização de determinado bem. Por algum tempo, o valor da sociedade e o valor da sociedade para o acionista eram conceitos completamente distintos e que não necessariamente se correlacionavam para fins de gestão administrativa da sociedade.

Os métodos tradicionais de gestão de empresas sempre focaram na busca do lucro financeiro e da lucratividade da própria sociedade como indicativos do valor da sociedade. Assim, as estratégias de gestão passavam exclusivamente pelo aumento da margem de lucro e maximização do lucro contábil obtido nas atividades sociais. A consecução do fim lucrativo se identificava, nesses modelos, com uma busca pela maior lucratividade da *empresa*.

Esse padrão de valor da sociedade, no entanto, tem sofrido mudanças decorrentes da evolução da economia globalizada e da sociedade moderna. ASSAF NETO atenta para este fenômeno de mudança na forma de entendimento do valor da sociedade, observando importantes avanços na forma de atuação das empresas, que estão “saindo de uma postura convencional de busca do lucro e rentabilidade para um enfoque preferencialmente voltado à riqueza dos acionistas”⁶⁸.

Nesse sentido, repara o autor que, nas empresas contemporâneas, as estratégias de gestão para maximização do valor da empresa ultrapassam o objetivo de cobrir apenas os custos explícitos identificados nas vendas. Mais do que isso, tais estratégias incorporam os custos implícitos, isto é, o custo de oportunidade do capital investido, que não é cotejado

⁶⁸ ASSAF NETO, Alexandre. *Finanças Corporativas e Valor*. 7a ed. São Paulo: Atlas, 2016, p. 169.

pela contabilidade tradicional na apuração dos resultados, para quantificar a riqueza dos acionistas.

Esta nova metodologia de apuração do valor da sociedade condiz com a premissa do fim lucrativo correspondente ao lucro para o acionista: só é possível verificar a ocorrência desse lucro se no seu cálculo forem considerados os custos incorridos na perspectiva *do acionista*. Assim, o valor da sociedade passa a ser entendido, efetivamente, como o valor da sociedade para o acionista, estabelecendo-se, na avaliação de valor⁶⁹, o *acionista* como parâmetro subjetivo e a sua *rentabilidade* como parâmetro objetivo.

A gestão das companhias atuais leva em consideração a busca por um retorno para o acionista que consiga superar o custo de oportunidade do capital próprio. Para ASSAF NETO, “o valor de cada empresa depende de seu potencial intrínseco em promover esse retorno em excesso, que supere o custo de capital.”⁷⁰ A principal diferença entre a gestão baseada em valor, característica das empresas modernas, para a gestão baseada em lucratividade, verificada nas estratégias tradicionais de gestão, está em se considerar, como parte importante para mensuração do valor de uma companhia, o custo de oportunidade⁷¹ dos proprietários do capital: acionistas e credores.

O custo de oportunidade representa quanto uma determinada pessoa (acionista, credor ou a própria empresa) 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. O custo de oportunidade está diretamente relacionado com a *decisão de investimento* do acionista. Chega-se ao custo de oportunidade de determinado investimento a partir do retorno que se deixa de ganhar com um investimento similar.

Nesse sentido, 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, ou seja, acima de suas expectativas mínimas de retorno (em comparação com investimentos semelhantes). Assim, ao lado do custo de oportunidade, o outro elemento essencial para a determinação do valor da sociedade moderna é a efetiva

⁶⁹ Cf. item 6.1.

⁷⁰ ASSAF NETO, Alexandre. *Finanças Corporativas e Valor*. 7a ed. São Paulo: Atlas, 2016, p. 171.

⁷¹ Em benefício de um maior rigor técnico, faremos referência ao custo implícito do acionista como “custo de oportunidade” ao invés de custo de capital, como é referido por alguns economistas. Dessa forma, evita-se a confusão com uma outra acepção de custo de capital, que seria basicamente o custo da sociedade em se financiar com capital dos acionistas em contraposição ao custo do capital de terceiros (alavancagem).

remuneração paga em contrapartida ao capital investido pelo proprietário desse capital. A definição padrão amplamente utilizada pelos financistas para o valor da sociedade (ou de qualquer projeto corporativo que se queira determinar o valor) é a de que o valor de uma sociedade é o valor presente dos seus fluxos de caixa esperados, descontados de uma taxa que reflita o risco dos investimentos da empresa e o custo de oportunidade dos aplicadores de capital⁷².

O valor da sociedade se aproxima, assim, do valor da sociedade para o acionista, coroando o lucro para o acionista como o direcionamento principal das atividades sociais. Esse comportamento da economia contemporânea revela, para o mundo jurídico, a expressão financeira do fim lucrativo como lucro para o acionista e coloca sob questionamento a adoção da lucratividade e rentabilidade⁷³ da sociedade e, via de consequência, da distribuição de dividendos, como parâmetros para avaliar o cumprimento do fim lucrativo da sociedade.

6.3 Lucratividade vs. valor

Mas como a remuneração do capital do *acionista* gera um aumento de valor da *sociedade*? A resposta está novamente no fim lucrativo. Pela teoria das finanças corporativas, sempre que um investimento for capaz de produzir um retorno maior que a remuneração mínima dos proprietários de capital (acionistas e credores) calculada para aquele tipo de investimento (custo de oportunidade), agrega-se valor ao negócio.

A riqueza econômica normalmente é gerada quando as receitas operacionais da sociedade superam todos os dispêndios (custos e despesas) incorridos pela sociedade, inclusive o custo de oportunidade do proprietário do capital⁷⁴. De forma análoga, essa mesma riqueza é destruída quando o montante do resultado não conseguir cobrir o custo mínimo de

⁷² “The link between these decisions and firm value can be made by recognizing that the value of a firm is the present value of its expected cash flows, discounted back at a rate that reflects both the riskiness of the projects of the firm and the financing mix used to finance them.” (DAMODARAN, Aswath. *Applied Corporate Finance*. 4th ed. John Wiley & Sons, Inc., 2015, p. 5.)

⁷³ “Rentabilidade é a qualidade de dar origem à renda, que é medida com base na relação entre a renda do período e o valor da sua fonte. (...) A renda de período da sociedade empresária é o lucro do exercício, e a medida da sua rentabilidade – também referida como lucratividade – é a relação entre o lucro anual e o capital financeiro existente em seu patrimônio.” (PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia: conceitos e fundamentos*. Rio de Janeiro: Forense, 1989. p. 506.)

⁷⁴ “Nesse caso, o valor da empresa excederia o de realização de seus ativos (investimentos), indicando esse resultado adicional uma agregação de riqueza pelo mercado conhecida por *Market Value Added* (MVA)”. (ASSAF NETO, Alexandre. *Finanças Corporativas e Valor*. 7a ed. São Paulo: Atlas, 2016, p. 174).

oportunidade do capital investido⁷⁵. A criação ou destruição de riqueza econômica é entendida como uma criação ou destruição de valor da sociedade, que será imediatamente refletida no preço de mercado desta sociedade.

Muito embora se saiba que valor e preço são conceitos distintos, a valorização da sociedade tende a ser refletida no seu preço (ou preço das suas ações). Para que a sociedade seja valiosa ao acionista, já vimos que é preciso que os resultados sociais permitam uma remuneração do acionista que supere o seu custo de oportunidade. Esse valor é calculado com base nas informações financeiras e operacionais da companhia. A precificação desse valor pelo mercado, por sua vez, é o que gera a riqueza intrínseca para o acionista⁷⁶.

Como já mencionado acima, o valor da sociedade é, na concepção da empresa atual, o resultado positivo para o acionista frente ao seu custo de oportunidade, decorrente do funcionamento daquela sociedade. Depende, assim, dos resultados operacionais, das decisões de gestão e do custo de oportunidade. Nesse sentido, a literatura financeira aponta o valor, e não o lucro ou qualquer outra medida derivada, como a melhor medida de desempenho de uma empresa⁷⁷. O valor seria uma medida mais completa 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.

Nesse aspecto, a noção de geração e fluxo de caixa é essencial. Fluxo de caixa é o fluxo financeiro de moeda e dinheiro⁷⁸. É importante na avaliação de desempenho da empresa porque seu funcionamento regular e eficiente pressupõe um equilíbrio entre disponibilidades que ingressam e saem do patrimônio, o que permite uma boa gestão no pagamento de obrigações e realização de investimentos. Muito embora tenham uma base matemática parecida (entradas diminuídas de saídas), caixa gerado e o lucro não se confundem.

⁷⁵ Nesse caso, “o retorno oferecido não se mostra capaz de remunerar o risco assumido pelo acionista, indicando um MVA negativo, indicativo de uma destruição de valor.” (ASSAF NETO, Alexandre. *Finanças Corporativas e Valor*. 7a ed. São Paulo: Atlas, 2016, p. 175).

⁷⁶ “[o] valor agregado é incorporado pelo mercado na avaliação das ações, gerando riqueza aos acionistas, principalmente se a empresa demonstrar competência de repassar a informação e credibilidade em seus resultados aos investidores.” (ASSAF NETO, Alexandre. *Finanças Corporativas e Valor*. 7a ed. São Paulo: Atlas, 2016, p. 175)

⁷⁷ ASSAF NETO, Alexandre. *Finanças Corporativas e Valor*. 7a ed. São Paulo: Atlas, 2016, p. 175.

⁷⁸ PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia: conceitos e fundamentos*. Rio de Janeiro: Forense, 1989. p. 513.

A primeira diferença é que o lucro gera um aumento de valor no patrimônio líquido, enquanto o caixa gerado é apenas a quantidade de moeda que acresce às disponibilidades do ativo, mas não implica necessariamente em aumento do patrimônio. Além disso, no regime de competência (adotado em geral pelas sociedades), receitas que geram lucro são reconhecidas independentemente de recebimento de caixa e nem sempre os custos para ganhar tais receitas implicam em desembolso de caixa. Isso significa que, ainda que a demonstração de resultado de uma determinada sociedade informe a existência de lucro, a mesma sociedade pode não ter disponibilidade de caixa suficiente para, por exemplo, cumprir com suas obrigações em curto ou médio prazo, remunerar seus acionistas ou pagar seus financiadores⁷⁹. É, portanto, pelo fluxo de caixa que se mede o potencial efetivo da empresa em implementar suas decisões financeiras fundamentais (investimento, financiamento e distribuição de dividendos).

A análise dos fluxos de caixa de uma determinada sociedade auxilia o aplicador do capital (acionista) na sua decisão de investimento. Isso porque, como já visto, a decisão de aplicar o capital passa a fazer sentido quando os fluxos de caixa decorrentes de determinado ativo proporcionam um retorno superior à melhor alternativa de aplicação de capital disponível para aquele mesmo investidor, em negócio e investimento similar. No âmbito da sociedade, essa métrica é o valor presente líquido dos fluxos de caixa, que consiste na diferença entre o valor presente dos fluxos positivos e negativos, descontados à taxa que exprime o custo de oportunidade do investidor⁸⁰. Quando mais positivo o valor presente líquido de uma sociedade, mais vantajoso é o investimento nela, na medida em que a disponibilidade de caixa poderá fazer frente à remuneração do acionista ou, alternativamente, ao reinvestimento na própria sociedade, ambas situações de geração de valor para o acionista.

O lucro social, por si só, não é capaz de gerar a remuneração suficiente do capital investido. Nem sempre decisões a favor de uma maior lucratividade da sociedade irão criar valor para o acionista, isto é, irão produzir um retorno suficiente para superar o custo de oportunidade dos proprietários de capital. O lucro social, na análise tradicional de valor da

⁷⁹ “A compreensão da diferença entre lucro e caixa gerada é fundamental em finanças da sociedade empresária (e em finanças pessoais, de um modo geral): a rentabilidade é função do lucro, mas a sociedade empresária rentável pode falir por impontualidade no pagamento de obrigações devido à insuficiência de disponibilidades.” (PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia: conceitos e fundamentos*. Rio de Janeiro: Forense, 1989. p. 516.)

⁸⁰ PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia: conceitos e fundamentos*. Rio de Janeiro: Forense, 1989. p. 524-525.

sociedade, não considera este custo de oportunidade. Portanto, 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.

O lucro social é um indicador estático de um resultado contábil positivo. Por isso, não apenas é ruim como indicador de criação de valor para a sociedade, como pode ser um destruidor de valor em determinados contextos. Isso acontece porque o custo de oportunidade não é registrado como uma despesa na contabilidade. Como consequência, os resultados financeiros (liquidez) e econômicos (lucros) não são (negativamente) afetados por estratégias que podem gerar um lucro operacional, mas desconsideram o custo de oportunidade⁸¹. Tais estratégias, no entanto, podem destruir o valor para o acionista, o que repercute diretamente no preço de mercado da companhia e na riqueza intrínseca.

O modelo de valor, por sua vez, prioriza os resultados de longo prazo, a continuidade da empresa, sua capacidade de competir, ajustar-se aos mercados em transformação e agregar riqueza aos seus proprietários⁸². A avaliação do desempenho da sociedade pelo valor criado (ao invés da sua lucratividade ou rentabilidade) tem, portanto, maior capacidade de perceber o fluxo de caixa esperado pelo acionista em decorrência do funcionamento da sociedade e, assim, verificar se a gestão empresarial se aproxima ou se afasta do fim lucrativo.

Retomando as definições preliminares trazidas no Capítulo 3, temos que o modelo de valor mede o *lucro econômico* de uma sociedade enquanto os modelos tradicionais irão se pautar no *lucro financeiro* ou puramente contábil. Muito embora essa divergência conceitual possa gerar certa confusão no ambiente empresarial e das finanças corporativas⁸³, parece-nos razoável admitir que o lucro econômico abrange a realidade contínua e dinâmica

⁸¹ Assaf Neto utiliza o exemplo de uma unidade de negócios que, muito embora representasse um lucro operacional para a companhia, a sua alienação por um determinado valor teria o efeito de criação de valor para a sociedade ao passo que a sua manutenção implicaria em destruição de valor, se considerado o custo de capital para manter a unidade de negócios. (ASSAF NETO, Alexandre. *Finanças Corporativas e Valor*. 7a ed. São Paulo: Atlas, 2016, p. 180).

⁸² ASSAF NETO, Alexandre. *Finanças Corporativas e Valor*. 7a ed. São Paulo: Atlas, 2016, p. 176.

⁸³ A priorização da gestão baseada no valor econômico é relativamente recente e nem sempre a administração das companhias, acostumadas com os modelos de valor tradicionais pautados essencialmente nos resultados financeiros, conseguem aceita-lo e implementá-lo. Como visto, o conceito de lucro econômico pode conflitar com o conceito de lucro contábil, o que dificulta a disseminação e aceitação do modelo de gestão baseado em valor no ambiente empresarial.

da empresa, moldando-se melhor ao conceito de fim lucrativo como sendo a capacidade da sociedade de geração de lucro para o acionista.

Importante ressaltar que as medidas de desempenho da companhia com base na sua geração de valor não desconsideram o lucro social, apenas consideram também outros fatores que impactam nos resultados operacionais a ponto de ser verificado um acréscimo ou decréscimo no valor intrínseco da sociedade que será, muito provavelmente, traduzido em valorização do preço de mercado da sociedade⁸⁴, conforme explorado acima.

Tomemos, por exemplo, o valor econômico agregado (VEA), que é a medida principal de verificação de criação de valor pela empresa. Em linhas gerais – e com o cuidado de não extrapolar as explicações financeiras para além do puramente didático para o presente tema – o cálculo do VEA considera o lucro operacional, o custo de oportunidade médio e o valor do capital investido pela sociedade nas suas operações. Basicamente, para se chegar ao VEA deve-se subtrair do lucro operacional (líquido de impostos) o custo de oportunidade médio ponderado pela participação do capital do investimento realizado pela empresa (capital fixo e de giro). O VEA pode ser entendido como o resultado líquido que determinada sociedade foi capaz de produzir acima das expectativas de desempenho dos seus proprietários de capital. Indica, portanto, se a sociedade está criando ou destruindo valor com base no seu desempenho operacional.

Se o lucro operacional é alto a ponto de superar o retorno mínimo esperado pelos acionistas e credores, estamos diante de um valor econômico agregado positivo. Mas também outras estratégias financeiras podem agregar valor econômico à empresa, sem que haja necessariamente um aumento dos lucros operacionais. É o caso de uma maior eficiência na gestão dos ativos, diminuindo, por exemplo, o estoque e, assim, reduzindo o valor do investimento para o cálculo do VEA, que resultará em um valor agregado maior. Nesse caso, foi gerada uma maior eficiência com a liberação do capital investido sem que isso afetasse os resultados operacionais, o que permitiu um aumento da riqueza agregada da empresa em relação aos recursos aplicados pelos credores e acionistas⁸⁵.

Além disso, toda decisão administrativa da sociedade que seja capaz de promover um valor presente líquido positivo, isto é, uma diferença positiva entre entradas e saídas de

⁸⁴ “Todas as evidências de mercado indicam uma forte correlação positiva entre o VEA e o preço de mercado da empresa.” (ASSAF NETO, Alexandre. *Finanças Corporativas e Valor*. 7a ed. São Paulo: Atlas, 2016, p. 190.)

⁸⁵ ASSAF NETO, Alexandre. *Finanças Corporativas e Valor*. 7a ed. São Paulo: Atlas, 2016, p. 187.

caixa, considerando também o custo de oportunidade, agrega valor à empresa. Como visto acima, a gestão dos fluxos de caixa é essencial para que se possa mensurar o potencial de retorno do acionista, pois as decisões financeiras fundamentais da sociedade são tomadas com base no fluxo de caixa e não nos lucros. E, nem sempre, um fluxo de caixa positivo representa uma maior lucratividade (ou vice-versa).

Com isso, percebe-se que, nas ciências financeiras, o valor para o acionista está relacionado com medidas e indicadores operacionais que vão além do lucro contábil. Na visão de ASSAF NETO, “[m]edidas convencionais de avaliação de desempenho, como lucro, lucro por ação, crescimento do lucro, e todos os demais indicadores que não levam em consideração o custo de oportunidade do capital investido e o risco da decisão, tem pouca utilidade como critérios de decisão e controles empresariais. Devem, outrossim, dar lugar a parâmetros financeiros voltados à criação de valor para os acionistas, coerente sempre com o objetivo de maximização de sua riqueza.”⁸⁶

Conclui-se, assim, que a concepção econômica do valor da sociedade não se afasta do fim lucrativo, ao contrário, corrobora o nosso entendimento de que a essência do fim lucrativo da sociedade não é a produção de lucro social pura e simplesmente, mas o ganho auferido pelo acionista em decorrência do funcionamento da sociedade.

6.4 Avaliações de valor: diferentes prismas para o valor da sociedade

Vimos que o valor da sociedade, na perspectiva econômica atual, se aproxima do valor da sociedade para o acionista e, portanto, condiz com a noção de fim lucrativo como sendo a persecução do lucro para o acionista. É importante lembrar, como visto acima, que é inerente à noção de valor certa subjetividade, que implica na maleabilidade do conceito conforme o contexto, o sujeito e o objetivo para o qual o bem se mostra valioso.

A avaliação de uma empresa tem por objetivo determinar o seu valor (subjetivo ou objetivo), em determinado contexto, para que se possa chegar a um indicador numérico que corresponda ao “valor justo”. No entanto, a própria expressão “valor justo” possui uma carga subjetiva que não condiz com o que pretende buscar. As noções de valor e justiça são dotadas de alto grau de abstração, o que dificulta trabalhar com o conceito de “valor justo” de forma objetiva e pragmática.

⁸⁶ ASSAF NETO, Alexandre. *Finanças Corporativas e Valor*. 7a ed. São Paulo: Atlas, 2016, p. 190.

Assim, ao sustentarmos a visão de que o valor da sociedade deve corresponder ao valor da sociedade para o acionista, a ideia que está se tentando defender é de que 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**. O fim lucrativo reside no funcionamento da sociedade visando ao lucro para o acionista, o que, como largamente explorado neste trabalho, é a premissa originária da existência de toda e qualquer sociedade.

Por outro lado, o lucro para o acionista também implica em alto grau de subjetividade, dados os diversos interesses e motivações dos indivíduos que são qualificados como acionistas. Assim, faz-se necessário, na determinação do valor da sociedade para o acionista, desconsiderar a perspectiva subjetiva do valor e utilizar o valor na sua perspectiva *objetiva*, que vai medir a capacidade da sociedade (bem em questão) em atingir um determinado resultado. Em se tratando de fim lucrativo, esse resultado é a *rentabilidade do acionista*.

Como se viu no item anterior, o resultado operacional, apesar de ser um parâmetro puramente objetivo, sozinho não indica o valor da sociedade, pois desconsidera o custo de oportunidade do acionista, essencial para a apuração do seu lucro. Para a apuração do valor da sociedade, outras medidas de valor econômico da sociedade são necessárias, como o VEA. O VEA, na sua função de determinar o valor para o acionista enquanto rentabilidade, neutraliza a subjetividade dos interesses e preferências individuais dos acionistas ao definir uma taxa de retorno comum a todos, calculada com base na comparação de rendimentos em sociedades e negócios similares. Assim, define-se o custo de oportunidade como sendo o retorno mínimo esperado pelos acionistas em geral, isto é, sem levar em consideração motivações ou interesses pessoais e individuais, e considerando essencialmente o tipo de negócio, a indústria e o mercado de atuação da sociedade em questão.

Esse conjunto de medidas e parâmetros financeiros que medem o valor da sociedade para o acionista e, portanto, demonstram a aptidão da sociedade em gerar renda para o acionista, é o valor da sociedade que nos parece se aproximar mais do “valor justo”, tendo por base a característica principal das sociedades que é o fim lucrativo. É, na nossa visão, a forma mais próxima do valor da sociedade comumente aceito, dadas as suas características fundamentais, *objetivamente* falando.

Não obstante, o valor da sociedade como o valor para o acionista captura apenas uma primeira camada mais superficial da relação entre acionista e sociedade, o que, apesar de imprescindível para a tomada de decisão no curso ordinário da gestão societária, não contempla toda a realidade dos fatos e eventos societários aos quais esta mesma sociedade estará submetida ao longo da sua existência. Não se deve ignorar que existem diversas outras situações em que o valor da sociedade deverá ser buscado conforme outros aspectos da realidade que não o valor para o acionista. O valor de liquidação da sociedade, por exemplo, é um valor importante para o momento de se avaliar uma decisão a ser tomada no contexto específico de *crise empresarial* e se afasta do valor da sociedade para o acionista, que faz sentido em um contexto de *saúde empresarial*.

Tendo em vista a multiplicidade de situações que exigem uma avaliação do valor da sociedade para um determinado contexto, são vários os métodos de avaliação e os critérios e metodologias utilizados para se chegar ao valor de uma sociedade (ou das ações que a representam). O método escolhido será determinado conforme as particularidades circunstanciais e, assim, será utilizado para auxiliar numa determinada tomada de decisão, muitas vezes extraordinária ao cotidiano dos negócios sociais.

Nesse sentido, um outro exemplo de avaliação do valor da empresa que escapa à lógica do valor para o acionista é o valor do reembolso das ações do acionista dissidente. Conforme o que dispõe o art. 45 da Lei das S.A., o valor para fins de reembolso deverá ser, no mínimo, o valor do patrimônio líquido da companhia, salvo determinação estatutária de avaliação pelo valor econômico, a ser realizada por perito ou empresa especializada⁸⁷. O recesso, como é sabido, é situação de natureza extraordinária na dinâmica societária, sendo

⁸⁷ **Art. 45, Lei 6.404/76.** O reembolso é a operação pela qual, nos casos previstos em lei, a companhia paga aos acionistas dissidentes de deliberação da assembleia-geral o valor de suas ações. **§ 1º O estatuto pode estabelecer normas para a determinação do valor de reembolso, que, entretanto, somente poderá ser inferior ao valor de patrimônio líquido constante do último balanço aprovado pela assembleia-geral, observado o disposto no § 2º, se estipulado com base no valor econômico da companhia, a ser apurado em avaliação (§§ 3º e 4º).** § 2º Se a deliberação da assembleia-geral ocorrer mais de 60 (sessenta) dias depois da data do último balanço aprovado, será facultado ao acionista dissidente pedir, juntamente com o reembolso, levantamento de balanço especial em data que atenda àquele prazo. Nesse caso, a companhia pagará imediatamente 80% (oitenta por cento) do valor de reembolso calculado com base no último balanço e, levantado o balanço especial, pagará o saldo no prazo de 120 (cento e vinte), dias a contar da data da deliberação da assembleia-geral. § 3º Se o estatuto determinar a avaliação da ação para efeito de reembolso, o valor será o determinado por três peritos ou empresa especializada, mediante laudo que satisfaça os requisitos do § 1º do art. 8º e com a responsabilidade prevista no § 6º do mesmo artigo. § 4º Os peritos ou empresa especializada serão indicados em lista sêxtupla ou tríplex, respectivamente, pelo Conselho de Administração ou, se não houver, pela diretoria, e escolhidos pela Assembleia-geral em deliberação tomada por maioria absoluta de votos, não se computando os votos em branco, cabendo a cada ação, independentemente de sua espécie ou classe, o direito a um voto.

utilizado para temperar a regra geral do princípio do majoritário que conduz as deliberações sociais. O valor da ação para fins de cálculo do reembolso está, portanto, submetido a uma condição específica da sociedade em uma dada circunstância.

Os diversos eventos na vida da sociedade e as particularidades de cada um deles justificam os diversos tipos de avaliações para determinação do valor da sociedade. Via de regra, estas avaliações são baseadas em critérios **patrimoniais** ou **econômicos**.

Os métodos **patrimoniais** analisam o valor da empresa com base no valor do seu patrimônio líquido. Assim, o valor patrimonial é medido pela diferença entre os ativos e passivos de uma determinada sociedade. Existem diversos enfoques, dentro do método de avaliação patrimonial, que permitem avaliar tais ativos e passivos e, assim, chegar a valores patrimoniais diferentes. Para ilustrar, temos o valor patrimonial *a custo histórico* – que se baseia no valor dos ativos que foi registrado no momento da sua aquisição, normalmente corrigido monetariamente – e o valor patrimonial *a mercado* – que determina o valor possível de realização dos ativos, individualmente e em condições normais de um mercado organizado. O *valor de liquidação* também é um tipo de valor patrimonial da sociedade, pois representa o resultado que se obteria em eventual encerramento das atividades.

Os métodos de avaliação **econômica**, por sua vez, levam em consideração a capacidade da empresa de gerar ganhos de caixa esperados no futuro. Ao invés da lógica histórica de acumulação passada, verificada nos métodos patrimoniais, os métodos de avaliação econômica se baseiam na capacidade de produção futura da sociedade e, portanto, na continuidade das operações sociais. O fundamento por detrás dos métodos de avaliação econômica é a geração de valor para o acionista, portanto as suas principais bases são: capital investido, projeção de resultados operacionais e custo de oportunidade. Tais métodos buscam determinar o valor intrínseco da sociedade com base nos (i) benefícios econômicos esperados de caixa; (ii) risco associado a esses resultados previstos; (iii) taxa de retorno esperada pelos proprietários de capital⁸⁸.

Os métodos de avaliação econômica buscam o “valor justo” da empresa com base na máxima do fim lucrativo como geração de lucro para o acionista. A base é a mesma, mas tais métodos podem variar entre si conforme o contexto e as características da empresa avaliada. Em geral, os mais utilizados são: criação de valor, múltiplos de mercado, opções reais e fluxos de caixa descontados. Todos eles indicam uma grandeza de valor intrínseco da

⁸⁸ ASSAF NETO, Alexandre. *Finanças Corporativas e Valor*. 7a ed. São Paulo: Atlas, 2016, p. 722.

sociedade, com base no fluxo de renda a ser produzido *para o acionista* em decorrência do funcionamento da sociedade.

Também o **valor de mercado** é uma medida de avaliação do valor da empresa e uma primeira base para a determinação do seu valor justo⁸⁹. Em tese, o preço de uma ação irá refletir o valor da sociedade conforme a rentabilidade esperada pelos acionistas em geral. Apesar de valor e preço não se confundirem, como já explorado no início deste capítulo, o preço de mercado é geralmente o mais próximo do valor comum a uma coletividade, desde que em condições normais de mercado.

Interessante observar que a Lei das S.A. captura estas três metodologias de avaliação (valor patrimonial, valor econômico e valor de mercado) na sua sistemática. O art. 170, no intuito de proteger os acionistas da diluição injustificada (que seria justamente a diminuição da sua participação acionária em decorrência de um preço abaixo do “valor justo”), prescreve que o preço de emissão das ações, no aumento de capital, deve levar em consideração⁹⁰ um dos três critérios: (i) perspectiva de rentabilidade da companhia, que na essência é um critério de *valor econômico*; (ii) valor do patrimônio líquido “da ação”, que corresponde a um *valor patrimonial*; e (iii) cotação das suas ações em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado, que por definição é o *valor de mercado*⁹¹.

Muito embora a lei, acertadamente, não interfira na autonomia privada da sociedade para determinar o melhor método de apuração do valor justo, ela indica que são estas três metodologias de avaliação (patrimonial, econômica e de mercado) que irão, conforme o contexto e as características da sociedade em questão, melhor se aproximar de um preço suficientemente adequado para refletir o valor da sociedade. O intuito da lei parece ser justamente permitir certa flexibilidade na determinação do preço, conforme as

⁸⁹ A nosso ver, o valor de mercado está abarcado pelo valor econômico e é apenas um tipo de metodologia de avaliação econômica. Teríamos, assim, apenas as os métodos de avaliação patrimonial e os métodos de avaliação econômica. No entanto, como tal entendimento é controverso, preferimos utilizar a expressão “valor de mercado” como paralela a “valor patrimonial” e “valor econômico”.

⁹⁰ O §1º do art. 170 prescreve que “o preço de emissão deverá ser fixado, (...), tendo em vista, alternativa ou conjuntamente”. A expressão “tendo em vista” é entendida pela doutrina como um parâmetro para a fixação do preço e não necessariamente uma imposição da utilização do valor encontrado pelos métodos de avaliação. Sublinha-se a discricionariedade do órgão societário ao determinar o preço de emissão, dando espaço a decisão de gestão que melhor atenda ao interesse social, desde que devidamente justificado. Nesse sentido, cf. COMPARATO, Fábio Konder. *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.

⁹¹ Importante ressaltar que a Lei das S.A. não possui um rigor técnico para diferenciar os tipos de avaliação conforme os tipos de valores em questão (patrimonial, econômico ou de mercado), muito embora faça diversas referências a estes métodos nos seus dispositivos.

particularidades do contexto societário e empresarial, sem que se dê margem ao abuso da maioria que, no caso, seria a determinação de um preço subvalorizado, sem justificativa.

Verifica-se assim que as avaliações de valor, independentemente do método utilizado, tentam buscar o valor justo da sociedade em determinada situação e circunstância. No nosso entendimento, o valor decorrente de métodos que visam a medir o valor da sociedade *para o acionista*, é o que irá melhor refletir o valor da sociedade em uma situação ordinária, de saúde empresarial e sem as particularidades de eventos societários específicos. Isso porque esse tipo de valor se baseia na premissa essencial da sociedade: o fim lucrativo.

Assim, pode-se concluir que a capacidade da sociedade de gerar riqueza para o acionista é onde reside o seu valor. Nesse sentido, a melhor forma de se avaliar se a empresa está cumprindo o seu fim lucrativo, ou seja, o seu fim enquanto sociedade, é verificar se possui a capacidade, ainda que futura, de geração de lucro para o acionista. Daí também a relevância do fator “futuro” na determinação do valor da sociedade⁹².

6.5 Conclusão Preliminar

O exposto nesse capítulo demonstra que o valor da sociedade, muito embora seja um conceito dotado de certa 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*. Esse valor é quantificável e seu cálculo leva em consideração não apenas os resultados operacionais e lucros financeiros, mas também o custo de oportunidade do acionista, sua expectativa de retorno, as formas de alocação do capital investido nas operações sociais, bem como as projeções de crescimento futuras, ainda que em detrimento de uma lucratividade presente. Chega-se, assim, a determinação de um *lucro econômico* da sociedade, como sendo

⁹² A capacidade de geração de riqueza futura não é algo completamente abstrato. Na teoria das finanças, é possível se medir, com certa margem de previsibilidade, a geração de riqueza futura para o acionista. Esse valor é obtido a partir da projeção do valor econômico agregado (VEA) em determinado período no tempo, considerando os resultados operacionais passados para fins de projeção dos resultados futuros, trazido a valor presente com uma taxa de desconto que representa o custo de oportunidade dos acionistas (também projetado). O resultado é chamado, pelos financistas, de *Market Value Added* (MVA). O MVA, ao contrário do valor econômico agregado, vincula-se à capacidade futura da empresa em agregar valor. Na essência, o MVA é um método de avaliação econômica com base em fluxos de caixa descontados e irá produzir os mesmos resultados que a aplicação de outros métodos similares como a determinação do fluxo de caixa operacional disponível (*free operating cash flow – FCOD*) e fluxo de caixa disponível ao acionista (*free cash flow to equity – FCFE*)

correspondente à capacidade da sociedade em gerar o fluxo de renda esperada pelo acionista com o seu funcionamento.

A partir disso, temos que não apenas o lucro financeiro da sociedade, mas também o seu lucro econômico, devem ser percebidos pelo acionista na sua esfera pessoal para que se concretize, efetivamente, o fim lucrativo.

7. Concretização do fim lucrativo: a percepção do lucro pelo acionista

7.1 Geração de renda para o acionista

Como se viu acima, a persecução do fim lucrativo implica na busca pelo lucro do acionista. Enquanto titular da ação representativa da sociedade, o acionista encontra-se em posição de titular de direitos e obrigações que lhe permitirão auferir o lucro pretendido em decorrência do funcionamento da sociedade. O funcionamento e o desempenho da sociedade, seus resultados passados e projeções de resultados futuros, aliados à boa gestão de fluxos de caixa da sociedade, irão, por meio da ação, ser “distribuídos” ao acionista, permitindo-lhe o lucro.

A sociedade, como visto acima, produz tanto lucro financeiro como lucro econômico. A distribuição do lucro financeiro da sociedade é normalmente realizada por meio da distribuição de dividendos para o acionista, concretizando o seu direito de participar dos lucros sociais. Por outro lado, a ação como título de legitimação (como se explicará a seguir) também permite que o acionista transfira a sua posição para outrem, de forma simples e rápida. Essa transferência pode ser onerosa e, portanto, permitir ao acionista uma outra possibilidade de ganho, dessa vez decorrente da conversão do valor da sociedade e, portanto, do lucro econômico da companhia.

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. É nesse sentido inclusive que o valor econômico da sociedade captura a capacidade de geração de renda futura para o acionista, com base nos fatos passados (lucratividade e dividendos pagos), mas também em perspectivas futuras, medidas por taxas de crescimento e estratégias de criação de valor.

Não obstante, o valor econômico da sociedade não é capaz, sozinho, de ser convertido em lucro direto para o acionista – é preciso um evento de geração de renda. Muito

embora possa se dizer que a valorização da sociedade possa gerar um “lucro econômico”⁹³ também para o acionista, a valorização da sociedade (no sentido do aumento do seu preço de mercado), por si só, não é capaz de gerar renda para o acionista.

A ideia de valorização de qualquer ativo pressupõe um evento futuro que irá permitir a conversão do valor econômico em fluxo de renda financeira. Se a probabilidade de um evento futuro de transformação do valor econômico em fluxo de renda financeira é mínima ou inexistente, esvazia-se o próprio valor econômico do ativo.

Nesse sentido, LAMY FILHO e BULHÕES PEDREIRA, ao discorrer sobre as motivações por detrás da inclusão da regra do dividendo mínimo obrigatório no projeto de lei das sociedades anônimas, indicaram a necessidade da ação, como título, ter um valor de renda ou de troca, “porque ninguém se dispõe a adquirir ações que não ofereçam perspectivas de alguma modalidade de rendimento”⁹⁴. A palavra-chave é, portanto, *rendimento* para o acionista.

Assim, é parte do atingimento do fim lucrativo também a perspectiva de recebimento, pelo acionista, de um fluxo de renda financeira decorrente do funcionamento da sociedade. Isso não significa que é essencial ao cumprimento do fim lucrativo que exista, de forma periódica ou provável, eventos que impliquem na geração de renda para o acionista. Da mesma forma que é suficiente, para o conceito de fim lucrativo, a *capacidade* da sociedade de gerar lucro para o acionista, a existência de um evento futuro *capaz* de gerar renda para o acionista em função do funcionamento da sociedade também deve ser vista como potencial, não necessariamente exigida.

O que muitas vezes é mal interpretado, como se verá ao longo dos próximos capítulos, é que a única forma de percepção de lucro para o acionista em decorrência do funcionamento da sociedade é a partilha, pela sociedade, do lucro social na forma de distribuição de dividendos. Sob tal perspectiva, o resultado positivo da companhia só poderia ser partilhado com os acionistas por meio da distribuição de dividendos. No entanto, como se viu no capítulo anterior, os resultados positivos da sociedade e, principalmente, a expectativa de geração de resultados positivos no *futuro* e a gestão dos fluxos de caixa,

⁹³ O lucro econômico do acionista corresponderia à diferença positiva, em termos de valor, do quanto a participação societária do acionista passou a valer mais (com base na sua precificação) em relação aos custos para sua aquisição e manutenção.

⁹⁴ LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.* 3ª ed, Rio de Janeiro: Renovar, 1997., v.1, p.158.

influenciam diretamente no valor econômico da ação, que é traduzido em riqueza e pode ser convertido em um fluxo de renda financeira para o acionista quando de um evento de distribuição, como se verá adiante.

7.2 Ação: o vínculo do acionista com a sociedade

A titularidade da ação consubstancia a relação do acionista com a sociedade e, assim, permite que o primeiro aufera ganhos decorrentes da última. É a natureza das ações como *título de legitimação*, como se verá a seguir, que, de um lado, permite ao acionista exercer direitos e obrigações decorrentes da sua posição de sócio e, de outro, dispor e transferir o seu título livremente.

As ações ou quotas são o instrumento jurídico que permite ao sócio de uma determinada sociedade auferir algum tipo de ganho decorrente do seu funcionamento. É a ação que conecta o lucro da sociedade ao lucro do acionista e assim permite a concretização do objetivo lucrativo. É intuitivo, portanto, que a ação possua características que possibilitem ao seu titular recepcionar os ganhos provenientes do funcionamento da sociedade.

Em uma companhia, a ação pode designar (a) a participação societária na companhia; (b) o valor mobiliário que incorpora essa participação; (c) o certificado desse valor mobiliário e, ainda; (d) a alíquota do capital social⁹⁵.

Enquanto participação societária, a ação ou quota representa um conjunto de direitos e obrigações decorrentes da posição jurídica de sócio. É “participação” societária pois compreende direitos de participação na sociedade. Além dos direitos de participação de cunho econômico, como participação nos lucros sociais e no acervo líquido, a participação societária também implica em direitos participativos de cunho político, como a fiscalização da administração ou direito de voto. A ação como participação societária representa a relação de direitos e obrigações do acionista em relação à sociedade. É como participação societária que a ação possibilita ao acionista a percepção dos dividendos. Os titulares das ações no momento da aprovação da distribuição do lucro líquido apurado são aqueles que terão o

⁹⁵ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Ação como participação societária*. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. (coord.) *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2ª ed., 2017, p. 159.

direito de auferir o ganho na forma de dividendos e assim participar diretamente do produto do lucro social.

As ações também representam alíquota do capital social. Nesse sentido, o art. 1º da Lei das S.A. dispõe que “a companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações”. O entendimento da ação como alíquota do capital social tem mais cunho histórico⁹⁶ do que prático: significa que a formação do capital social se deu por meio de contribuições que geraram como contrapartida a emissão de títulos representativos de direitos e obrigações correspondentes às posições de sócios e acionistas. Isso não significa que o acionista tenha direito sobre o capital social ou que possa de algum modo reaver o valor aportado, designa apenas a origem da emissão da ação, qual seja, a subscrição do capital social.

A conotação de ação como certificado do valor mobiliário que representa deixou de fazer tanto sentido com a eliminação, no direito brasileiro, dos valores mobiliários ao portador e endossáveis. Os certificados de ações existentes são apenas de ações nominativas e a sua função é apenas provar a propriedade registrada no livro social. Nas companhias abertas, o padrão são as ações escriturais, que prescindem de certificados.

É, no entanto, a noção da ação como valor mobiliário que nos indicará as características deste instituto que contribuem para a identificação de outras formas de geração de lucro para o acionista e verificação do cumprimento do fim lucrativo pela sociedade, que não por meio da distribuição de dividendos.

7.2.1 A natureza das ações: título de legitimação

Como valor mobiliário, a ação é um título no qual são incorporados direitos e obrigações da posição jurídica de acionista.

Em contrapartida à sua contribuição ao capital social da sociedade, o acionista recebe a ação. Pela natureza da sociedade, a contribuição feita pelo acionista ao capital social

⁹⁶ Segundo LAMY FILHO e PEDREIRA, o significado da ação como alíquota do capital social “é originário das companhias colonizadoras criadas nos séculos XVII e XVIII, cujo capital social era formado com contribuições de subscritores, recebendo estes, como prova de pagamento, documento transferível que habilitava o detentor a exercer os direitos de acionista e a promover ação judicial de cobrança contra a companhia, o que origem à sua designação como “ação” (aktie em holandês). Cada um desses documentos representava, portanto, uma parte ou alíquota do capital social; e daí a expressão “capital dividido em ações”. (LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Ação como participação societária*. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. (coord.) *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2ª ed., 2017, p. 161.)

é irrevogável, de modo que não subsiste ao acionista contribuinte qualquer tipo de direito de resgatar ou reaver o valor aportado na sociedade. A contrapartida natural da irrevogabilidade da contribuição inicial feita pelo acionista à sociedade é justamente a possibilidade de dispor e negociar o papel recebido como comprovante da subscrição, qual seja, a ação⁹⁷.

A livre disposição e negociação naturalmente conferida às ações rapidamente lhes permitiu o tratamento como títulos transmissíveis. Os títulos, a exemplo da disciplina dos títulos de crédito em sentido amplo, têm por característica principal a capacidade de transformar direitos em bens corpóreos passíveis de circulação de forma rápida e segura, sem os formalismos e implicações jurídicas de uma cessão de direitos.

A ação constitui mais especificamente um *título de legitimação*, que confere ao seu titular direitos e obrigações que legitimam a sua posição de acionista. Portanto, muito embora a ação se afaste da definição de título de crédito, pois não confere ao seu titular um direito de crédito propriamente dito, ela está submetida ao regime dos títulos em sentido amplo, na medida em que nela são incorporados direitos de participação.

Apesar de incorporar direitos, a ação como título de legitimação não se submete completamente ao regime de circulação de coisas móveis – em que a aquisição do bem completa-se por simples tradição e o adquirente não precisa se preocupar com o risco de nova alienação a terceiro –, na medida em que o regime de transferência e circulação da ação possui uma pequena nuance: a função registrária da sociedade. Na circulação das ações, a atestação da transferência nos documentos pertinentes (livros societários e comunicação ao agente escriturador) garante ao possível adquirente a legitimidade da respectiva aquisição e lhe permite a oposição do justo título e da boa-fé a terceiros⁹⁸. A sociedade é inclusive

⁹⁷ A natureza da ação como coisa ou mercadoria negociável é percebida desde as companhias colonizadoras. Segundo LAMY FILHO e PEDREIRA, o reconhecimento da ação como coisa corpórea, que não dependia das formalidades e riscos de uma cessão de direito foi paradigmática na história moderna. (cf. LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Valores Mobiliários: natureza e normas gerais*. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. (coord.) *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2ª ed., 2017, p. 365.)

Os mesmos autores indicam, ao fazer um panorama histórico do surgimento das sociedades da era moderna, a livre transmissibilidade como uma característica básica das ações, que já se fazia presente nas *loca*, quotas-partes iguais das *Rheederein*, fenômeno associativo que pode ser entendido como precedente histórico das companhias. (LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.* 3ª ed, Rio de Janeiro: Renovar, 1997., v.1, p.28)

⁹⁸ GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *A função registraria das sociedades anônimas*. In: WALD, Arnaldo (coord.) *O Direito na Década de 90: estudos jurídicos em homenagem a Hely Lopes Meirelles*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1985, p. 145.

responsável pela regularidade das transferências e da constituição de direitos ou ônus sobre os valores mobiliários de sua emissão⁹⁹.

As formalidades de registro e atestação dos valores mobiliários, no entanto, não afastam a qualidade da ação como um título que, na sua essência, está submetido a livre transmissibilidade e negociabilidade¹⁰⁰. Na realidade, a função registrária da sociedade emissora reforça o vínculo indissociável entre o acionista e a sociedade, consubstanciado na ação. Sem as formalidades de registro, negócios jurídicos como a constituição de ônus sobre a ação ou a sua transferência não se aperfeiçoam, nem mesmo entre as partes, pois a função registrária da sociedade tem características constitutivas¹⁰¹. Há, portanto, um concurso necessário da companhia quando a ação de sua emissão é objeto de negócios jurídicos celebrados pelos seus acionistas, em que a sociedade anônima pode inclusive não possuir nenhum interesse jurídico.

Para além da definição como título de legitimidade, a ação é valor mobiliário. Segundo LAMY FILHO e PEDREIRA, a expressão “valor mobiliário” surgiu para designar os títulos de emissão exclusiva pela companhia: ações, partes beneficiárias, debêntures e bônus de subscrição. Esse conceito foi ampliado posteriormente para compreender também outros negócios jurídicos que, quando ofertados ao público, sujeitam-se à disciplina legal do mercado de capitais¹⁰². É comum aos títulos entendidos como valores mobiliários a função de servirem como instrumento de investimento de capital financeiro com o fim de obter renda¹⁰³.

Não obstante o nosso entendimento pela caracterização da ação como um título de legitimidade e não como um título de crédito, a caracterização da ação como valor mobiliário, isto é, como gênero de títulos em sentido amplo, permite-nos enxergar algumas

⁹⁹ É o que se depreende dos arts. 100, 103 e 104 da Lei 6.404/76.

¹⁰⁰ Guardada a possibilidade de eventuais restrições legais ou estatutárias, conforme permitido pelo próprio art. 36 da Lei 6.404/76.

¹⁰¹ GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *A função registraria das sociedades anônimas*. In: WALD, Arnaldo (coord.) *O Direito na Década de 90: estudos jurídicos em homenagem a Hely Lopes Meirelles*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1985, p. 146.

¹⁰² LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Valores Mobiliários: natureza e normas gerais*. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. (coord.) *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2ª ed., 2017, p. 366. Mais especificamente, a expressão tem origem na doutrina francesa do século XIX, que dividiu os títulos negociáveis em duas espécies: (i) efeitos de comércio (*effects de comerce*), representativos de créditos de curto prazo ou que servem para pagamentos de obrigações; e (ii) valores mobiliários (*valeurs mobilières*), representativos de direitos de participação ou créditos a longo prazo.

¹⁰³ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Valores Mobiliários: natureza e normas gerais*. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. (coord.) *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2ª ed., 2017, p. 373.

características relevantes para a sua disciplina. No regime de títulos em sentido amplo, a ação da sociedade constitui um título *causal*, uma vez que os direitos de participação incorporados na ação são definidos pelo estatuto social, sendo que alguns deles podem ser modificados pela lei ou suspensos por deliberação da Assembleia Geral de acionistas¹⁰⁴. Por outro lado, a natureza da ação como valor mobiliário também atrai para si a *autonomia* do título, essencial para a circulação do direito incorporado como bem móvel.

De um lado, isso significa que a ação tem um vínculo indissociável com a sociedade. O funcionamento da sociedade e o pacto social em que ela se baseia é o que está na origem do direito incorporado pelo título em questão. Nesse sentido, a ação viabiliza o vínculo do acionista com a sociedade, pois é valor mobiliário que incorpora direitos e obrigações de participação societária. Por outro lado, a livre circulação das ações permite que o sócio deixe de ser sócio e, assim, dê fim à relação societária que possui com a companhia, pela simples transferência do seu título a outrem, desde que observadas as formalidades decorrentes da função registrária da sociedade e eventuais imposições adicionais que por ventura possam ser estabelecidas por lei ou estatuto.

São estas as duas principais consequências da natureza da ação como valor mobiliário. E delas decorrem as duas principais situações que permitem ao acionista a percepção de lucros: o direito de participação societária incorporado pela ação lhe permitirá os dividendos; e a livre negociabilidade e transmissibilidade da ação lhe permitirá um eventual ganho sobre o valor de troca da ação. Muito embora estas situações pareçam dissociadas e independentes, decorrem ambas diretamente da natureza da ação. Em ambas as situações, o acionista poderá auferir ganho em decorrência da titularidade da ação e, via de consequência, em decorrência do funcionamento da sociedade e do seu desempenho.

7.2.2 Ação como título de renda variável

A ação, por sua natureza, é fonte de rendimento para o acionista. O rendimento, conforme já explicado anteriormente, é a “renda financeira resultante de um fluxo financeiro singular”¹⁰⁵. Dentre os fluxos financeiros que compõe um rendimento temos, conforme já

¹⁰⁴ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Valores Mobiliários: natureza e normas gerais*. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. (coord.) *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2ª ed., 2017, p. 370

¹⁰⁵ PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia: conceitos e fundamentos*. Rio de Janeiro: Forense, 1989. p. 247.

explorado ao longo deste trabalho, os fluxos resultantes de (a) pagamento de renda; (b) transferência de renda; (c) pagamento de capital e (d) transferência de capital. Todos estes tipos de fluxos de renda permitem que a ação proporcione ao seu titular o rendimento que, em outras palavras, é a geração de lucro para o acionista.

A ação, pelas características indicadas acima, tem a capacidade de gerar ao seu titular fluxos de transferência de renda e pagamento de capital, cada um desses fluxos nascentes de um direito específico da ação que, mediante um evento de exercício de tais direitos, geram o fluxo de renda necessário para que o acionista perceba o lucro diretamente na sua esfera individual.

Esses fluxos vão, de certa forma, remunerar o titular da ação pelo seu capital, que foi aportado na sociedade ou utilizado para a aquisição da ação anteriormente detida por outro acionista. Essa remuneração é o que torna a ação um título de renda variável¹⁰⁶.

Em linhas gerais, um título de renda variável é um título de investimento de capital em que a rentabilidade do capital investido não é fixada. Isso significa que a remuneração e/ou a forma de cálculo do rendimento não são conhecidas pelo aplicador do capital no momento da aplicação. Na base do rendimento da ação está a incerteza do retorno financeiro, que é pautado pelo desempenho da sociedade e risco do negócio, por isso o rendimento decorrente da ação é de natureza variável.

Em contraposição, temos os títulos de renda fixa, em que o retorno já é (pré ou pós) fixado e, portanto, conhecido pelo aplicador de capital. Uma sociedade também pode emitir títulos de renda fixa, mas daí a relação entre a sociedade e o aplicador de capital passa a se aproximar de uma relação de dívida. Nesses casos, a remuneração do titular do capital é previamente acordada com a sociedade e a última passa a ter uma obrigação propriamente dita em relação ao primeiro, aplicador do capital. A natureza é, portanto, de dívida e não de participação no risco. É o caso, por exemplo, da emissão de debêntures.

Retomando os fluxos de renda decorrentes da ação mencionados acima, temos que a ação é instrumento capaz de gerar renda variável para o acionista, em decorrência do

¹⁰⁶ Ao justificar a inserção do dividendo mínimo obrigatório na lei, discorrem os autores do anteprojeto: “E como esse dividendo depende do montante do lucro realizado e distribuído pela companhia em cada exercício social, a ação é referida como título de renda variável, por oposição aos títulos de crédito e às debêntures, que são títulos de renda fixa, porque rendem juros predeterminados.” (LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.* 3ª ed, Rio de Janeiro: Renovar, 1997., v.1, p.160)

funcionamento da sociedade. Em princípio, os fluxos de renda mais comuns que emanam da ação para o acionista são os fluxos de *transferência de renda e pagamento de capital*.

O exemplo clássico de *transferência de renda* é a distribuição de dividendos. A sociedade, como organização econômica, obtém rendimentos decorrentes da sua produção econômica e seu funcionamento em geral. Esses rendimentos podem ser distribuídos aos acionistas na qualidade de lucro líquido distribuível. Nesse caso, a ação atua como o instrumento capaz de transferir o lucro da sociedade para o acionista, de forma que o evento societário da distribuição dos lucros sociais corresponde a um evento de percepção de lucro diretamente na esfera do acionista. O direito que consubstancia essa transferência de renda é o *direito do acionista aos lucros sociais*.

O fluxo de *pagamento de capital* também proporciona uma renda variável para o acionista. Nesse contexto está o rendimento decorrente da alienação da ação pelo seu titular. Como se viu no capítulo anterior, o valor da sociedade é base para o seu preço e, portanto, o funcionamento da sociedade, os seus resultados e perspectivas futuras são essenciais para a determinação do valor e do preço da ação. Ao dispor da ação, o acionista efetivamente liquida o seu título e recebe em contrapartida um montante correspondente ao seu valor de troca. Esse valor é *renda* na medida em que ultrapassa o custo de aquisição daquela ação: esta é a lógica por detrás de um rendimento caracterizado como pagamento de capital¹⁰⁷. É *renda variável*, na medida em que a valorização (ou desvalorização) da ação não é passível de fixação e flutua, dentre outras variáveis, conforme o sucesso do negócio. O direito que consubstancia esse pagamento de capital é o *direito de dispor da ação*.

Ressalte-se que a ação, como bem passível de avaliação econômica, permite que o seu titular possa lhe conferir funções secundárias que também serão fontes de rendimento. É o caso, por exemplo, do empréstimo e aluguel de ações, penhora, dação em pagamento, usufruto, etc. No entanto, o presente trabalho tem por objetivo analisar e estudar o rendimento do acionista que decorre da função *primária* da ação, que é ser instrumento por

¹⁰⁷ “O efeito do pagamento de capital sobre o patrimônio líquido varia conforme a relação entre o valor do fluxo e o custo do bem trocado: (a) se o valor do fluxo excede o do custo do bem, a diferença é rendimento bruto que tem por efeito aumentar o patrimônio líquido; (b) se os dois valores são iguais, não há modificação no valor do patrimônio líquido; (c) se o valor do fluxo é inferior ao do custo do bem, o efeito é a diminuição do patrimônio líquido – a pessoa realiza prejuízo, em vez de auferir rendimento líquido.” (PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia: conceitos e fundamentos*. Rio de Janeiro: Forense, 1989. p. 250)

meio do qual é realizada a distribuição de riqueza aos acionistas, gerada pelo funcionamento e desempenho da sociedade.

Em geral, todos os fluxos de renda envolvendo a função primária da ação nascem de algum evento societário que, por sua vez, foi impulsionado por um direito ou característica intrínseca à titularidade da ação. A natureza da ação como título de renda é evidenciada não apenas pela distribuição de dividendos, mas por outros tantos eventos societários que geram um fluxo de renda para a esfera patrimonial do acionista, e que será caracterizado como rendimento decorrente do funcionamento da sociedade.

8. Eventos societários “de distribuição”

Se, de um lado, a sociedade deve funcionar visando à geração de valor, a ser traduzido em lucro para o acionista, de outro é preciso haver certa perspectiva futura de percepção deste lucro pelo acionista, sob o risco de se esvaziar o valor da própria sociedade. A sociedade ou as ações que a representam tem seu valor quantificado na medida em que há certa previsibilidade de geração de caixa para o acionista, mesmo que em potencial. O valor intrínseco deve ser, em algum momento, percebido na esfera patrimonial individual do acionista como um fluxo de caixa.

Como visto anteriormente, a posição de sócio confere ao acionista direito de participar dos lucros sociais, participar no acervo líquido da companhia e, ainda, dispor da sua ação. Todos esses direitos, incorporados na própria ação, conferem ao acionista a possibilidade de auferir lucros em decorrência do funcionamento da sociedade.

São esses mesmos direitos, inclusive, que deram ensejo para a determinação legal dos três principais critérios de avaliação de uma ação (patrimonial, econômico e de mercado), como visto acima. Para os autores do anteprojeto de lei, LAMY FILHO e BULHÕES PEDREIRA, o valor da ação depende, exclusivamente, do valor dos direitos patrimoniais por ela assegurados – o que, na visão desses autores, é o direito de participação nos lucros e o direito de participar no acervo líquido da companhia – ou de sua cotação no mercado¹⁰⁸, que é baseado no direito de dispor da ação.

Mais precisamente, desses três direitos decorrem eventos societários que irão permitir a geração de caixa para o acionista, concretizando o seu lucro. Tais eventos, que poderão ter no pano de fundo tanto a relação societária entre acionista e sociedade, quanto a relação com terceiros em que a ação figure como objeto, é o que chamaremos, neste trabalho, de “eventos de distribuição”.

¹⁰⁸ Para os autores do anteprojeto de lei, tais direitos conduzem “aos três critérios usuais de avaliação de uma ação: a) o valor de rentabilidade, baseado no direito, que a ação assegura, de participação percentual nos lucros a serem gerados pela companhia, e que é calculado mediante o desconto, para o valor atual, dessa porcentagem do fluxo futuro de lucros; b) o valor de patrimônio líquido, baseado no outro direito patrimonial da ação, que é o de participar do acervo líquido da companhia, no caso de liquidação, e que é calculado mediante a divisão do valor do patrimônio líquido pelo número de ações do capital social; c) o valor de mercado, ou seja, o preço pelo qual é efetivamente negociada no mercado, baseado no direito de dispor de ação, e que é determinado pelas condições de oferta e demanda da ação nesse mercado.” (LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.* 3ª ed, Rio de Janeiro: Renovar, 1997., v.1, p.162)

Os eventos de distribuição permitem que o acionista perceba diretamente o lucro na sua esfera patrimonial individual na forma de acréscimo de renda. O termo “evento de distribuição” denota um evento societário que permitirá que determinado tipo de lucro da sociedade (financeiro ou econômico) seja “distribuído” ao acionista por meio da titularidade da ação, gerando ao acionista um fluxo financeiro de renda que será incorporado definitivamente ao seu patrimônio e daí para frente dissociado da ação ou da relação societária que o acionista mantiver com a companhia. O evento de distribuição tem o condão de transferir renda (lucro financeiro) ou converter valor (lucro econômico) em lucro para o acionista.

Retomando as lições trazidas no subitem acima, entendemos que os eventos de distribuição aos quais as ações emitidas (e seus acionistas) estão sujeitas decorrem de fluxos de *transferência de renda* ou de *pagamento de capital*. Em geral, são esses os fluxos financeiros que derivam da titularidade da ação e escoam para a esfera individual do acionista sob a forma de rendimento. A principal diferença prática desses dois fluxos financeiros é que, no primeiro caso, não há diminuição do número de ações de um determinado titular pois, na essência, há verdadeira transferência de renda de um patrimônio para o outro. No segundo caso, a conversão do valor de troca em pagamento de capital implica em diminuição ou até extinção do número de ações em relação a um determinado acionista, que são substituídas por dinheiro ou por outro bem de igual valor.

Além disso, nos fluxos de transferência de renda, os sujeitos envolvidos são a sociedade e o acionista. Nos fluxos de pagamento de capital, todavia, o fluxo financeiro pode se dar entre o acionista e um terceiro, sem o envolvimento direto da sociedade. Não obstante, em ambas as situações, o fluxo financeiro criado estará sempre relacionado com o funcionamento e desempenho da sociedade. Mais do que isso, em que pese tal fluxo contribuir para o lucro do acionista, os fluxos de transferência de renda ou de pagamento de capital envolvendo uma determinada ação compõem o seu próprio valor, pois são elementos da perspectiva de lucro futuro do acionista.

Importante ressaltar ainda que nos eventos de transferência de renda, necessariamente, há transferência de recursos do patrimônio da sociedade para o patrimônio do acionista. Essa transferência de recursos também ocorre nos eventos de pagamento de capital em que a companhia está na ponta que paga o capital em contrapartida ao bem em questão (ação). Esse tipo de situação é tratado com a devida cautela pela lei, em função

principalmente da proteção dos credores. São vários os dispositivos e regras que funcionam como balizas para a tutela dos credores nessas situações, todos eles remontando ao sistema da intangibilidade do capital social, opção do nosso sistema jurídico societário¹⁰⁹.

No âmbito deste trabalho, trabalharemos com os eventos de distribuição que consideramos mais comuns às sociedades anônimas, tomados com uma certa generalidade e sem entrar profundamente nos detalhes jurídicos que não são essenciais para o presente tema. Dentre aqueles que geram um fluxo de transferência de renda, temos a distribuição de dividendos (incluindo os juros sobre capital próprio), a liquidação e a amortização. No conjunto dos eventos que geram pagamento de capital, temos a alienação da ação, seja para terceiros ou para a própria companhia (recompra de ações), e os eventos incidentais de resgate e reembolso.

8.1 Eventos de distribuição que resultam em **transferência de renda**

8.1.1 Distribuição de dividendos

A distribuição de dividendos é, por natureza, a forma mais clara de partilha com o acionista da riqueza gerada pela sociedade. Como já analisado no presente trabalho, a exploração da atividade empresária por meio de uma sociedade tem por consequência a geração de resultado que, quando positivo, se traduz em lucro. Esse lucro, quando excede todos os custos (incluindo os custos para o acionista, conforme visto acima, do imposto de renda e das outras participações no capital) se traduz em lucro líquido distribuível.

Uma vez aprovada a distribuição de lucros pelos acionistas em assembleia, o lucro líquido remanescente pode ser transferido para o acionista sob a forma de dividendos, a depender da destinação dada aos lucros. Em tese, o rendimento para o acionista decorrente

¹⁰⁹ Nesse sentido, discorrem os autores do anteprojeto de lei: “Firmados os princípios da unidade e realidade do capital no momento em que se constitui a sociedade, e da irrevogabilidade das prestações feitas, a garantia dos credores exigia que tal fundo perpétuo permanecesse intangível, com o observa Ascarelli, enquanto a sociedade continuasse operando e seus credores não tivessem sido pagos: - esse o princípio da intangibilidade do capital social. Essa intangibilidade apresenta múltiplas projeções na lei. Assim, o rigor na verificação da existência de lucros para admitir-se a distribuição de dividendos, as normas que presidem as auditorias e confecção dos balanços, a publicidade' a que está sujeita a vida financeira da sociedade, a proibição de participação recíproca de sociedades (que fraudaria o conceito de capital), a impossibilidade de a sociedade comprar ou receber em caução suas próprias ações (art. 30 da lei), a obrigação de constituir reserva legal (art. 193), o imperativo de promover a correção monetária anual do capital (art. 5a, enquanto vigeu), a subordinação da redução do capital à concordância (ou não oposição) dos credores, prevista no art. 174, e mesmo a sanção penal pela violação de certas normas (art. 177 do CP)” (LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coords.), *Direito das Companhias* (obra coletiva), cit., vol. 1, p. 198.)

dos dividendos só é ganho a partir do momento que, em seu conjunto, os dividendos superam (ou tem a capacidade de superar no futuro) o custo incorrido para aquisição e manutenção da participação acionária.

Por representar geração de caixa imediata para o acionista, o dividendo contribui para a composição do valor econômico da ação. Nesse contexto, muito se discutiu entre os teóricos a influência que uma política de distribuição de dividendos poderia exercer sobre o preço de uma ação. Como visto no Capítulo 6, a teoria do valor clássica indicava que o valor de uma determinada ação era correspondente aos dividendos que dela decorreriam no futuro, trazidos a valor presente. Como, no entanto, verificou-se impossível projetar a distribuição de dividendos no longo prazo, tendo em vista o risco inerente a qualquer sociedade e empreendimento empresarial, o valor de uma ação deixou de tomar apenas o dividendo por base e passou a considerar, *grosso modo*, os resultados passados e perspectivas futuras, como já visto.

Não obstante, a possível relação entre a política de distribuição de dividendos de uma determinada companhia e preço das suas ações (ou aptidão dos acionistas em comprar tais ações) continuou a inquietar os teóricos. O trabalho clássico e histórico nesse sentido é dos ganhadores do Prêmio Nobel de Economia, MILLER e MODIGLIANI, que defenderam em sua tese a irrelevância da política de dividendos para os acionistas, uma vez que, em condições perfeitas de mercado, a decisão entre distribuir lucros por meio de dividendos ou reinvesti-los no próprio negócio não faria diferença para o acionista, na medida em que o reinvestimento também representaria para esse acionista um ganho em termos de valor¹¹⁰. Na base, esta conclusão vem da premissa de que a empresa representa sempre uma corrente de fluxos de caixa esperados e que valor de mercado e o custo de capital das companhias não interferem nesse fluxo e, portanto, não são afetados pela estrutura de financiamento da companhia.

O modelo foi amplamente criticado por não corresponder à realidade, principalmente no que diz respeito a existência, no mundo real, de variáveis que não foram levadas em consideração por Miller e Modigliani, como por exemplo impostos e assimetria de informação¹¹¹.

¹¹⁰ MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. *Dividend policy, growth and the valuation of shares*. In: *Journal of Business*, oct., 1961, v. XXXIV, pp. 411-433.

¹¹¹ Para uma breve visão sobre o modelo de Miller e Modigliani e as críticas pertinentes, cf. HART, Oliver. *Financial Contracting*. In: *Journal of Economic Literature*, Vol. 39, No. 4 (Dec., 2001), pp. 1079-1100.

Entre defensores e opositores, fato é que o modelo de MILLER e MODIGLIANI lida mais com a estrutura de financiamento da companhia e com a decisão de distribuir ou reinvestir o lucro social já produzido. Ou seja, se limita à destinação do lucro financeiro da companhia e não entra efetivamente nas discussões sobre eventuais lucros para o acionista para além dos dividendos ou a tradução do lucro econômico em geração de caixa – muito embora traga a noção de valor para o acionista decorrente da valorização da ação no mercado.

Assim, sem adentrar nos meandros desse debate teórico histórico, temos como cerne deste trabalho que a decisão de distribuir ou reinvestir o lucro social é puramente uma decisão de gestão¹¹² e deve levar em consideração as particularidades da sociedade em questão, contexto e outras questões circunstanciais, como se verá mais à frente. O que nos propomos a analisar por enquanto são as outras formas de rendimento que a condição de acionista proporciona aos indivíduos reunidos em sociedade, que vão além da distribuição de dividendos.

8.1.2 Juros sobre Capital Próprio

No ordenamento jurídico brasileiro, há um outro tipo de fluxo de transferência de renda que deriva da titularidade da ação: os “juros sobre capital próprio” – JCP¹¹³. Os JCP são entendidos como pagamentos de juros em contrapartida ao capital investido pelos acionistas. Esse mecanismo teve sua origem em uma medida política do governo brasileiro

¹¹² Sobre a questão do binômio distribuição vs. Reinvestimento para os teóricos econômicos: “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.” (ROBERT, Bruno. *Dividendo mínimo obrigatório nas S/A: apuração, declaração e pagamento*. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 65). Nas cortes americanas, há grande relutância em se questionar o mérito da decisão dos administradores quanto à distribuição de dividendos. Nesse sentido, cf. *Gottfried v. Gottfried*, 73 N.Y.S.2d. 692 (1947).

¹¹³ Os juros sobre o capital próprio estão atualmente previstos no art. 9º da Lei 9.241/95: “**Art. 9º, Lei 9.249/05.** 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.” Ressalte-se que a Lei 9.241/95 não foi uma inovação no sistema positivo brasileiro. A Lei do Anonimato anterior (Decreto Lei n. 2.627/40) já previa, em seu artigo 129, p. único, alíneas “d” e “e”, a possibilidade de pagamento de juros aos sócios durante o período de instalação da sociedade. Para uma análise da natureza jurídica e das implicações societárias e tributárias da figura dos juros sobre capital próprio, cf. 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.

visando à mitigação da prática da subcapitalização nominal das sociedades, na medida em que submete essa nova forma de rendimento do capital próprio ao mesmo tratamento fiscal a que estão sujeitos os juros do capital de terceiros¹¹⁴.

Em uma primeira análise, dir-se-ia que os JCP são fluxos de *pagamento de renda*, e não de transferência de renda como aqui indicado. Retomando as noções anteriores, temos que o pagamento de renda é tipicamente um fluxo de renda que gera rendimento em contrapartida a um serviço produtivo. Esse serviço pode ser trabalho (recursos humanos), bens corpóreos ou *capital*.

Mas apesar da justificativa por detrás da criação desse novo mecanismo ser a remuneração do capital investido pelo acionista (capital próprio), os JCP são calculados sobre as contas do patrimônio líquido (e não sobre o capital efetivamente aportado na sociedade, como pressupõe um fluxo de pagamento de renda) e com base na Taxa de Juros de Longo Prazo – TJLP (que foi substituída pela TLP, por força da Lei 13.483/2017).

Em tese, a fixação de uma taxa de juros estaria atrelada à lógica econômica do custo de oportunidade do acionista, como já visto. Mas novamente aqui há outra diferença técnica em relação ao que já foi exposto no presente trabalho. Ao discorrermos sobre o modelo de valor das sociedades, explicamos o conceito de custo de oportunidade como sendo o montante que o acionista deixou de ganhar em outro negócio similar ao investir seus recursos (capital) na sociedade em questão. A TLP é uma taxa de juros que remunera títulos públicos (Tesouro Nacional) e fundos de recursos governamentais. Não são situações completamente comparáveis com o investimento em uma companhia.

Assim, a regra fiscal diverge do modelo de valor em duas principais premissas: (i) que o patrimônio líquido representa o capital do acionista investido na sociedade e (ii) que a TLP (taxa de juros definida a partir da rentabilidade média de títulos de baixo risco) seria o “investimento alternativo” para a definição do custo de oportunidade do capital próprio. Tais premissas não estão de acordo com toda a lógica financeira de investimento e custo de oportunidade, como visto até aqui. O patrimônio líquido não corresponde necessariamente aos recursos aportados pelo acionista e a TLP de forma alguma poderia ser um rendimento comparável com o rendimento em ações de uma companhia, justamente porque a natureza dos títulos que esta taxa remunera é diversa da natureza de uma ação.

¹¹⁴ Os juros sobre capital próprio são dedutíveis do lucro real da sociedade para efeito de apuração do Imposto sobre a Renda e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido da empresa.

Além disso, a legislação que introduziu os JCP no nosso sistema condiciona o seu pagamento à existência de lucros no exercício, lucros acumulados e reserva de lucros¹¹⁵. Essa mesma legislação indicou, no seu art. 7º, a possibilidade dos JCP serem diminuídos do montante do dividendo obrigatório que estabeleceu a Lei das S.A. no seu art. 202.

Portanto, apesar da utilização da expressão “juros” para designar esse tipo de remuneração do acionista, na essência, os JCP compartilham a mesma natureza de distribuição de lucro social que os dividendos¹¹⁶. Isso porque os JCP, como exposto acima, sempre serão pagos com os resultados positivos obtidos na exploração empresarial e nunca dependerão exclusivamente do tempo, como ocorre com os “verdadeiros” juros¹¹⁷.

Ao que nos parece, o entendimento dos JCP como custo de oportunidade dos acionistas foi apenas a forma encontrada para sustentar a medida pública de equiparação do tratamento fiscal entre as duas fontes de financiamento das sociedades: capital próprio e de terceiros. No fim do dia, a regra fiscal apenas possibilitou que parte dos dividendos pudesse compartilhar do mesmo benefício fiscal (dedutibilidade no lucro real e na base de cálculo da contribuição social, no nível da sociedade), que os valores pagos como juros ao capital emprestado de terceiros. Por isso, para fins do presente trabalho, os JCP são irrelevantes e serão considerados como dividendos.

8.1.3 Liquidação

¹¹⁵ **Art. 9º, § 1º, Lei 9.249/05.** O efetivo pagamento ou crédito dos juros fica condicionado à existência de lucros, computados antes da dedução dos juros, ou de lucros acumulados e reservas de lucros, em montante igual ou superior ao valor de duas vezes os juros a serem pagos ou creditados.

¹¹⁶ Essa conclusão é corroborada pela doutrina: “Portanto, os fundos disponíveis para a distribuição de dividendos, tendo em vista o disposto neste artigo, são exatamente os mesmos que podem ser utilizados para fundamentar o pagamento de juros sobre o capital próprio.” (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Vol. III. 3ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p.551) e pela jurisprudência: Processo Administrativo Sancionador CVM n. RJ2008/4877, Rel. Dir. Marcos Barbosa Pinto, j. em 12.05.2009 e REsp n. 921.269 – RS, Rel. Min. Francisco Falcão, j. em 22.05.1997.

¹¹⁷ “Juros são frutificações de capital, enquanto os dividendos correspondem à partilha de lucros sociais distribuíveis. Aqueles só podem referir-se à soma do capital efetivamente emprestado. Estes podem ser calculados em função de critério diverso do capital social, e, ainda quando referidos no capital, **não representam necessariamente a sua frutificação, pois no cômputo dos lucros sociais incluem-se resultados oriundos de fatos que nada tem que ver com o capital, tais como doações, subsídios ou autorizações governamentais.** Os juros calculam-se sobre quantia fixa (principal), em função do tempo decorrido. Os dividendos, embora calculados sobre quantia fixa, só podem ser pagos com os resultados positivos obtidos na exploração empresarial, resultados esses cuja variação não está ligada à fluência do tempo.” (COMPARATO, Fábio Konder. *O direito aos dividendos nas companhias fechadas*. In: *Direito Empresarial – estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1990, p. 164-165).

Em paralelo, temos a liquidação como o acontecimento societário que, por definição, corresponde a um evento de distribuição para os acionistas e remonta às origens da sociedade anônima. Nas primeiras companhias que surgiram para financiar as expedições intermarítimas, os lucros e prejuízos eram apurados apenas ao final de cada expedição comercial, como consequência da dissolução da sociedade. Diz-se que a Companhia Holandesa das Índias Orientais prestava contas aos seus investidores apenas após concluída a empresa para a qual havia levantado capital, em um prazo previamente fixado de dez anos¹¹⁸.

Como parte da dissolução, apura-se o balanço final e distribui-se qualquer eventual excedente da sociedade. O procedimento de liquidação consiste basicamente na apuração dos ativos remanescentes, identificação e pagamento do passivo e, por fim, partilha do produto remanescente.

Como a liquidação é fase do processo de dissolução e extinção da sociedade, ainda que haja transferência da renda remanescente para os acionistas, há também extinção da relação entre acionista e sociedade e, portanto, não há que se falar mais em ações após a liquidação. Não obstante, é a titularidade da ação durante o processo de liquidação que define a parcela do direito de participação no acervo líquido que cabe a cada acionista¹¹⁹ e, por isso, caracteriza um fluxo de transferência de renda.

Importante lembrar que a liquidação não está necessariamente relacionada com o insucesso da atividade econômica empreendida, mas apenas com a dissolução, que pode ocorrer de pleno direito, nas hipóteses indicadas no art. 206, I, e por decisão judicial (ou de autoridade administrativa competente), nas demais hipóteses do art. 206 e do art. 209 da Lei das S.A. Sendo assim, a liquidação poderá acontecer mesmo em pleno funcionamento e viabilidade econômica da sociedade. É essa situação, inclusive, que interessa para fins de compreensão da liquidação como um evento de distribuição para o acionista, podendo significar, por exemplo, um ganho de capital em relação ao capital investido na sociedade¹²⁰.

¹¹⁸ LEAES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Do direito do acionista ao dividendo*. São Paulo: Obelisco, 1969, p. 41.

¹¹⁹ “Devido, todavia, ao fato de que na S.A., esses direitos são organizados em quotas-partes iguais, cada ação representa o direito a determinada porcentagem dos lucros e do acervo líquido. Essa porcentagem depende do número de ações em que se divide o capital social, e cada ação de uma mesma classe assegura os mesmos direitos patrimoniais.” (LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.* 3ª ed, Rio de Janeiro: Renovar, 1997., v.1, p.160)

¹²⁰ “Na hipótese de liquidação da companhia, o acionista pode perceber ainda um ganho de capital, se o valor da quota-parte do acervo líquido que lhe cabe é superior ao custo pelo qual adquiriu a ação.” (LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.* 3ª ed, Rio de Janeiro: Renovar, 1997, v.1, p. 161)

Daí o entendimento da liquidação como transferência de renda, apesar de ser evento que precede o fim da sociedade.

8.1.4 Amortização

Um outro evento de transferência de renda que não é tão mais comum na prática societária é a amortização. Na sua base, a amortização nada mais é do que a antecipação do processo de liquidação da sociedade (art. 44, §2º), em que a companhia decide utilizar lucros e reservas (sem redução do capital social) para o pagamento antecipado de quantias que poderiam tocar aos acionistas em caso de liquidação. Na sua origem, a amortização fazia sentido pois, em termos fiscais, era mais eficiente do que a distribuição de dividendos, o que não mais acontece¹²¹.

Assim como a liquidação, a amortização decorre do direito do acionista de participar do acervo da companhia (art. 109, II). Por isso que, diferente dos eventos de pagamento de capital, a amortização não implica em extinção do vínculo societário ou diminuição do número de ações. Após amortizada, a ação tem o direito ao acervo líquido limitado, justamente porque parte (ou a totalidade) desse direito é exercido com a operação de amortização. Nesse sentido, a ação que foi amortizada participa no acervo líquido da liquidação apenas no montante que exceder o que já foi recebido a título de amortização, mas mantém todos os demais direitos que possuía antes da amortização e não é de nenhuma forma extinta ou cancelada¹²².

O valor da amortização e o preço por ação a ser pago nessa operação não tem uma definição precisa, pois trata-se do exercício antecipado de um direito que o acionista, em tese, só poderia exercer no momento da liquidação. Isso porque a precisão do montante do acervo líquido e a partilha de eventual ativo líquido remanescente só é possível após o pagamento de todos os credores, procedimento incompatível com a situação da sociedade cujos negócios permanecem em curso. O que a amortização faz não é prescrever *a priori* o

¹²¹ “A amortização de ações foi praticada entre nós com o fim de obter economia de imposto de renda, que índice sobre dividendos e não sobre a restituição de capital, mas depois que a Lei n. 3.826/1962 (art. 26) submeteu às importâncias distribuídas a título de amortização ao mesmo imposto de renda dos dividendos, é instituto em desuso.” (LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Ações*. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. (coord.) *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2ª ed., 2017, p. 411)

¹²² Conforme permitido pelo §5º do art. 44, “[a]s ações integralmente amortizadas poderão ser substituídas por ações de fruição, com as restrições fixadas pelo estatuto ou pela assembléia-geral que deliberar a amortização.”

valor de liquidação daquela ação, mas apenas antecipar valores a título de remuneração do acionista e, em contrapartida, diminuir tais valores do exercício futuro do direito que o titular daquela ação teria no momento da liquidação.

8.2 Eventos de distribuição que resultam em pagamento de capital

8.2.1 Alienação de ações

O exemplo mais comum de fluxo de renda para o acionista que decorre de pagamento de capital é a alienação da ação que, assim como os dividendos e o produto da liquidação, pode gerar um efeito positivo na esfera patrimonial do acionista. Para isso, é preciso que o valor da alienação supere o valor de aquisição da participação societária e de todos os demais custos incorridos pelo acionista para mantê-la. Esse delta positivo implica em ganho para o acionista. E, muito embora este ganho possa não decorrer diretamente do funcionamento da sociedade (e sim de inúmeros fatores externos), sem o seu funcionamento ele não existiria¹²³.

Isso porque o valor da ação, como já visto, decorre principalmente dos resultados passados e perspectivas futuras da sociedade¹²⁴. O evento de alienação da participação societária permite a transformação de eventual lucro econômico retido na titularidade da ação em fluxo de renda e possível lucro financeiro para o acionista. Essa troca – ação por geração de caixa – é o que caracteriza a alienação da ação como fluxo de pagamento de capital e faz com que ocorra, em contrapartida ao rendimento auferido, diminuição do número de ações do acionista.

A alienação da participação societária não necessariamente depende da listagem da companhia em bolsas de valores ou outros mercados que permitam transações secundárias. A alienação da ação consiste simplesmente em ceder e transferir aquele título de legitimação

¹²³ Ao discorrer sobre a anomalia das bonificações, no mercado de capitais e no direito anterior, os autores do anteprojeto da Lei das S.A. apontam para a indissociação do preço da ação e perspectivas de rentabilidade futura: “Mas não é possível imaginar a existência de um mercado primário de ações que funcione regularmente, auxiliado pelo mercado secundário, na sua função de proporcionar liquidez aos investidores no mercado primário, se as cotações das ações forem inteiramente dissociadas das expectativas sobre a rentabilidade futura das companhias emissoras, mas dependerem, basicamente, da distribuição de filhotes.” (LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.* 3ª ed, Rio de Janeiro: Renovar, 1997, v.1, p. 162-163)

¹²⁴ Cf. capítulo 5 acima, sobre o valor da ação e os seus principais componentes.

para um terceiro disposto a pagar determinada quantia por aquele bem – quantia esta que, geralmente, estará relacionada com o valor econômico da ação em questão.

É evidente que, como descrito nos capítulos anteriores, o preço estipulado não necessariamente corresponderá ao valor econômico da ação. O preço, no limite, representa apenas a zona de acordo entre comprador e vendedor. Por outro lado, vimos também que, na prática e na realidade corporativa atual, as companhias vêm se preocupando com a geração de valor para o acionista, de forma a priorizar a formação do lucro econômico, isto é, o aumento de valor da empresa capaz de ser traduzido em lucro para o acionista. Esse lucro econômico, no entanto, apenas seria percebido na esfera individual do acionista quando convertido em fluxo de renda, proveniente de algum evento de distribuição. A alienação da ação é certamente um desses eventos, mas para que efetivamente ocorra a conversão do lucro econômico em geração de caixa, é preciso haver um mercado disposto a pagar pelo valor criado e financiar a conversão do lucro.

Por isso, a alienação da participação societária nem sempre é vista, pelo menos não de imediato, como o evento de distribuição que melhor traduz o valor econômico da sociedade em lucro para o acionista. A dependência de um mercado para a alienação da ação muitas vezes limita o acionista de perceber, na sua esfera individual, a riqueza gerada. Isso não significa, no entanto, que apenas companhias abertas poderiam estabelecer uma relação entre a alienação da ação e a geração de lucro para o acionista.

De mais a mais, certos investidores (fundos de investimento, empresas de *private equity* e *venture capital*, gestoras de patrimônio e até fundos de pensão, dentre outros) vem estabelecendo um mercado interessado na compra e venda de participação acionária de companhias privadas¹²⁵. As companhias objeto de investimento por este tipo de investidor passam pelas chamadas “rodadas de captação de investimento”. Tais rodadas de investimento permitem a mensuração do valor da companhia para um determinado mercado investidor, o que seria muito próximo de um “valor de mercado”.

As rodadas de investimento também são verdadeiras oportunidades de liquidar a participação societária e proporcionar rendimento para o acionista. Muito embora rodadas

¹²⁵ O sucesso da indústria de *venture capital* e *private equity* já é há algum tempo relevante na economia norte-americana. Segundo Lerner, Leamon e Hardymon, o montante de capital captado por fundos especializados nesse tipo de investimento passou de USD 5 bilhões em 1980 para mais de USD 580 bilhões ao final de 2009. (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, p. 6)

de investimento sejam caracterizadas como operações *primárias*, isto é, de investimento direto na companhia, por meio do aporte de recursos diretamente no negócio, tais operações são muitas vezes combinadas com as chamadas operações *secundárias*, que consistem na compra e venda de participação entre acionistas já existentes e acionistas ingressantes, no preço estabelecido pela rodada de investimento primária.

A cada rodada de captação, seja pelo estabelecimento de direitos contratuais ou pela oportunidade de uma operação secundária, existe uma janela de liquidação (e conversão de lucro econômico em geração de caixa) para os acionistas anteriores. Além disso, a tendência de companhias que estão submetidas a este tipo de investimento é, no médio ou longo prazo, abrir o capital e ir à mercado, ou submeter-se a uma grande operação de fusão ou aquisição que implique em alienação da maior parte das ações dos acionistas anteriores. Em ambos os casos, abre-se a possibilidade de maior liquidez das ações, isto é, da ocorrência de um evento capaz de gerar um mercado disposto a converter o valor econômico da participação societária em lucro para o acionista.

Evidentemente, esta é a realidade de uma parcela específica das companhias privadas. Não obstante, é um setor de investimento privado que cresce exponencialmente no Brasil e no mundo, como se verá nos próximos capítulos, e não pode ser desconsiderado ao tratarmos de formas de remuneração e rendimento dos acionistas, tendo em vista o fim lucrativo da sociedade.

São, portanto, dois os principais elementos que nos levam a crer que a alienação da participação societária é um evento societário que contribui para o cumprimento do fim lucrativo: (i) geração de lucro efetivo (rendimento) para o acionista; (ii) lucro decorrente do funcionamento e desempenho da empresa pois, em geral, o valor da participação tem como componente principal o lucro econômico da sociedade, que é convertido em lucro financeiro para o acionista¹²⁶.

¹²⁶ Também é interessante retomar um argumento histórico para o entendimento da alienação como remuneração do acionista: nas companhias colonizadoras da era moderna, que deram origem às sociedades por ações nos moldes atuais, o “congelamento” da contribuição para o capital da companhia pelo seu prazo de duração (ou, em alguns casos, de forma perpétua) era compensada pela livre negociabilidade e transmissibilidade das ações. Nesse sentido, discorrem os autores do anteprojeto da Lei 6.404/76: “Os sócios tinham pouca ou nenhuma influência no comando da Companhia; sua contribuição para o capital, inicialmente prevista para durar pelo prazo de 10 anos, findo o qual poderiam retirar-se da sociedade com seu investimento e lucros, foi depois alterada e considerada perpétua. Essa exigência era compensada com a livre negociabilidade das ações — transferíveis mediante transcrição no livro próprio da Companhia, com o nome do novo titular.” (LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.* 3ª ed, Rio de Janeiro: Renovar, 1997., v.1, p. 34)

Assim, e considerando também as companhias abertas – cujas ações estão submetidas a uma variação de preço de mercado que, como se viu anteriormente, está diretamente relacionada com o funcionamento, desempenho e perspectivas da companhia – faz sentido considerar a alienação da ação como um evento de distribuição para o acionista, que lhe permite um lucro proveniente do funcionamento da sociedade e, portanto, concretiza o cumprimento do fim lucrativo da sociedade.

8.2.2 Aquisição de ações pela própria companhia (recompra de ações)

Note-se que nem mesmo a existência de um terceiro é necessária para que a alienação da ação permita um fluxo de renda para o acionista. Cada vez mais, a figura da **recompra de ações** pela própria companhia vem sendo utilizada pelas sociedades como forma de remuneração do acionista¹²⁷. Em outros países, é efetivamente tida como uma alternativa ao dividendo, mais flexível e com vantagens fiscais, permitindo ainda a gestão de eventual excesso de caixa¹²⁸.

No histórico da nossa legislação societária¹²⁹, a recompra de ações foi, a princípio, vista com certa restrição, justamente por representar uma transferência de recursos do patrimônio da companhia para o patrimônio do acionista, o que é sempre tomado com

¹²⁷ Nesta linha, um caso recente e interessante foi a decisão da Berkshire Hathaway, empresa de investimento do famoso investidor Warren Buffet, em alterar a sua política de recompra de ações para facilitar este tipo de operação. Pela nova política, a companhia poderá recomprar as ações emitidas sempre que o preço de mercado das ações for considerado pelos administradores abaixo do preço justo – um cenário melhor do que o critério anterior que era quando a ação despencasse a um preço de 1,2x o seu valor patrimonial, o que praticamente nunca aconteceu. A companhia é famosa por não distribuir dividendos (a última distribuição em dinheiro foi em 1967) e a nova regra de recompra demonstra que Buffet, além de ser um entusiasta do aumento do valor econômico da ação em detrimento da distribuição de dividendos, entende que a recompra de ações é uma melhor forma de remunerar o acionista quando o preço de mercado não o estiver remunerando suficientemente. Cf. “O novo investimento de Buffett: ele mesmo”, reportagem veiculada por Brazil Journal, disponível em < <http://braziljournal.com/o-novo-investimento-de-buffett-ele-mesmo> >, acesso em 25 de julho de 2018.

¹²⁸ No Brasil, o sucesso do mecanismo de recompra é limitado dada a vantagem fiscal apresentada pelos dividendos, que não são tributáveis. Nos EUA, por exemplo, o ganho de capital pago na recompra implica em menos custo para o acionista do que a tributação sobre os dividendos.

¹²⁹ Há evidências que o receio da recompra de ações existiu em várias legislações, principalmente em se tratando do risco da recompra corresponder à manipulação de mercado nas companhias abertas. Em muitos países, a recompra era vedada ou então restrita a situações bem específicas. Nos EUA, país em que hoje as recompras fazem bastante sucesso no mercado de capitais, foi apenas em 1982 que a recompra foi impulsionada. Até então, companhias que adotassem programas de recompra poderiam estar sujeitas a encargos decorrentes da regra de anti-manipulação de preços do Securities Exchange Act de 1934. Nesse sentido, cf. 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.

ressalvas e cautelas em legislações que adotam o princípio da intangibilidade e integralidade do capital social como proteção aos credores¹³⁰.

A aquisição de ações pela própria companhia foi proibida nas leis brasileiras que trataram das sociedades por ações até a promulgação da Lei 4.728/1965, que admitia a recompra de ações para tesouraria apenas para as sociedades anônimas de capital autorizado, desde que mediante a aplicação de lucros acumulados ou capital excedente e sem a redução do capital subscrito. A Lei 6.404/1976 inovou ao estender a possibilidade de recompra de ações para todas as sociedades, independentemente de capital autorizado¹³¹. Esta possibilidade veio por meio do art. 30, §1º, 'b', que exceção à proibição da companhia de negociar com as próprias ações a possibilidade de aquisição das ações, para manutenção em tesouraria ou cancelamento, desde que o pagamento não supere o valor dos lucros e reservas e sem diminuição do capital social¹³². A regra é complementada, no que diz respeito às companhias abertas, pela Instrução CVM n. 567 de 17 de setembro de 2015, que revogou e substituiu a Instrução CVM n. 10 de 14 de fevereiro de 1980.

Por detrás da opção legislativa em permitir a recompra de ações, temos a sua aproximação com o regime de distribuição de dividendos. Na perspectiva da sociedade, tanto a recompra quanto a distribuição de dividendos implicam na transferência de recursos do patrimônio da sociedade para o patrimônio do acionista, e ambas estão submetidas a regras de proteção do capital social¹³³ e, por isso, dependem da existência de lucros ou reservas (exceto à legal).

¹³⁰ Nesse sentido, Luiz Sampaio Campos: “Disso decorre que todas as legislações adeptas do regime do capital social como garantia de credores - sem prejuízo de outros motivos, despidos de maior relevância para o objeto deste estudo - apresentam-se cautelosas com relação à aquisição de ações pela própria companhia.” (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, p. 435)

¹³¹ O intuito foi permitir a recompra de ações em casos que não houvesse prejuízo do capital social, como se depreende da exposição de motivos da Lei 6.404/76: “O art. 30 estende a todas as companhias a faculdade, hoje restrita às companhias com capital autorizado (reguladas nos arts. 45 e 47 da Lei n. 4.728), de adquirir suas próprias ações, desde que sem prejuízo do capital social. A lei proíbe a negociação com as próprias ações para proteger a integridade do capital social. Não há razão para manter essa proibição nos casos em que as ações são adquiridas sem prejuízo do capital social e da reserva legal. Nas companhias abertas, o § 2º do art. 30 subordina a aquisição das próprias ações às normas fixadas pela Comissão de Valores Mobiliários porque essa modalidade de operação pode ser utilizada com o instrumento de manipulação no mercado, em prejuízo do público investidor” (Ministério da Fazenda. *Exposição de Motivos n. 196, de 24.6.1976*)

¹³² **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;

¹³³ Luiz Sampaio de Campos defende, inclusive, que as regras do art. 204 para distribuição de dividendos intermediários também deveriam ser aplicadas à recompra, pela proximidade dos institutos do dividendo e da recompra: “É adequado entender que o lucro (ou reservas) apurado em balanço intermediário que pode ser

Na perspectiva do acionista, tanto a recompra como a distribuição de dividendos são fluxos de renda que escoam da sociedade para a esfera individual do acionista. A diferença principal entre eles é que a primeira é um pagamento de capital, que resulta na entrega do bem (ações), e a segunda consiste em uma transferência de renda, em que não há modificação no número de ações detidas. Em compensação, a recompra de ações gera um efeito interessante para o acionista em termos de participação societária detida. Como não há transferência para outro acionista, mas sim para a companhia, as ações recompradas são: (a) canceladas ou (b) mantidas em tesouraria, sem direito a voto ou dividendo¹³⁴. Assim, seja pelo cancelamento ou pela perda dos direitos principais quando mantidas em tesouraria, as ações recompradas deixam de ser consideradas na base acionária total para fins de exercício de direitos econômicos e políticos pelos acionistas. Logo, a participação acionária de cada acionista aumenta na mesma proporção do número de ações recompradas, ainda que haja diminuição do número de ações de cada um individualmente.

No entanto, muito embora os efeitos remuneratórios da recompra e dos dividendos sejam similares, a lei do anonimato brasileira não se preocupou (ou simplesmente optou) em detalhar o procedimento da recompra de ações como o fez com a distribuição de dividendos. Enquanto na distribuição de dividendos as regras partem da formação de reservas até o estabelecimento de um dividendo mínimo obrigatório, o procedimento de recompra de ações está indicado na lei como uma breve exceção à proibição de negociação pela companhia das próprias ações, condicionada à integridade e intangibilidade do capital social, ficando apenas as companhias abertas sujeitas à regulamentação específica da CVM.

Decorre desta lacuna a dificuldade de se determinar o preço pelo qual a recompra de ações deve ser realizada¹³⁵. A recompra de ações é, por natureza, um negócio jurídico de

utilizado para distribuir dividendo pode também ser utilizado para recomprar ações para tesouraria, pois em ambas as hipóteses a exigência de lucro prende-se ao princípio da intangibilidade do capital social. Por outro lado, no sistema da Lei 6.404/76 não se encontra razão jurídica que justifique tratamento mais relaxado no que concerne ao lucro utilizável para a recompra de ações em oposição àquele para a distribuição de dividendo. Apenas o lucro distribuível com o dividendo, não sujeito à concordância dos credores, pode ser utilizado na recompra de ações, e desde que não prejudique o dividendo obrigatório ou prioritário.” (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, p. 435)

¹³⁴ **Art. 30, § 4º** As ações adquiridas nos termos da alínea b do § 1º, enquanto mantidas em tesouraria, não terão direito a dividendo nem a voto.

¹³⁵ Ao tratar sobre a recompra de quotas na sociedade limitada, Guerreiro indica a necessidade da determinação do valor da recompra levar em consideração os interesses dos sócios remanescentes. (GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Aquisição de quotas pela própria sociedade*. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 36. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1979, pp. 49-57)

alienação da participação acionária, oneroso e que se reveste de todas as características de uma alienação: o acionista cede e transfere voluntariamente a sua participação para a sociedade, que paga ao primeiro uma contraprestação pecuniária¹³⁶. Como explicado no item anterior, na alienação de ações, a determinação do preço a ser pago pela participação envolve diversos fatores. Como, em tese, a recompra não gera um efeito de diluição da participação acionária (e, ainda que gerasse, há uma contraprestação correspondente), a Lei 6.404/76 não indica critérios de estabelecimento de preço, como o faz, por exemplo, no art. 170 da lei.

Por outro lado, nas companhias abertas, o piso para o preço de recompra é, evidentemente, o preço de mercado. Nas companhias abertas, portanto, a recompra de ações é o evento de distribuição que por definição converte o valor da sociedade em lucro para o acionista. Se o preço de recompra é, no mínimo, o preço de mercado, e o preço de mercado, como visto acima, tem uma relação intrínseca com o valor econômico da sociedade para o acionista e, ainda, considerando que a recompra é um fluxo de pagamento de capital que escoa da sociedade para o acionista, a recompra de ações é a forma mais próxima de distribuição de lucro econômico (valor) da sociedade, em contraposição ao lucro financeiro (lucro líquido apurado contabilmente) distribuído por meio dos dividendos.

Como visto acima, o valor da sociedade supera a simples lucratividade (ou lucro financeiro). Assim, não obstante a existência de lucros ou reservas ser importante para o procedimento de recompra (exclusivamente porque limita a transferência de recursos da sociedade para o acionista em proteção ao capital social), o rendimento do acionista decorrente da recompra de ações reflete o valor da companhia como um todo, não apenas a sua lucratividade ou existência de lucros financeiros.

Em complemento à tese, há evidências de que nas companhias abertas os programas de recompra tem, como um dos seus principais objetivos, a sinalização para o mercado de que o preço das ações está subavaliado¹³⁷. Em outros países¹³⁸, para serem atrativos, os

¹³⁶ GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Aquisição de quotas pela própria sociedade*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, n. 36. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1979, p. 53)

¹³⁷ Em trabalho empírico sobre o tema, GABRIELLI e SAITO reiteram que, em diversos países, estudos comprovam que a recompra de ações em companhias abertas tem como um dos seus motivos a sinalização para o mercado e, ainda, confirmam que a hipótese também se aplica ao Brasil, a partir da análise de anúncios de recompras e comportamento do mercado na Bovespa entre janeiro de 1994 e junho de 2002. Para o estudo completo, cf. 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.

¹³⁸ No Brasil, a Instrução CVM n. 10 limitou o preço da recompra ao preço de mercado da ação, o que foi reproduzido na Instrução CVM nº 567, de 17 de setembro de 2015 que a sucedeu.

programas de recompra estabelecem um preço de recompra com um certo ágio sobre o preço de mercado. O rendimento decorrente dessa alienação, portanto, tende a refletir o valor econômico que a administração da companhia entende ser correto para a ação.

Nas companhias fechadas, a ausência de um mercado de ações interfere de duas maneiras na recompra de ações pela própria companhia: (i) deixa de ser possível o estabelecimento de um piso para o preço de recompra e (ii) diferente do que acontece numa alienação para terceiros, em que geralmente o acionista interessado procura um comprador para a sua posição acionária, na recompra de ações o único ofertante é a própria companhia. Estas duas consequências submetem o acionista à maior discricionariedade da companhia (no caso brasileiro, na maioria das vezes, do acionista controlador).

8.2.3 Eventos incidentais: resgate e reembolso

Os eventos mencionados até aqui decorrem de direitos patrimoniais que, quando exercidos, geram um fluxo de rendimento para o acionista, contribuindo para o cumprimento do fim lucrativo. A complexidade da relação entre o acionista e a sociedade, no entanto, dá conta de outros eventos societários capazes de gerar um fluxo de rendimento para o acionista, que não decorrem diretamente do exercício de um direito patrimonial pelo acionista e se afastam, portanto, de um evento comum de remuneração do acionista no curso ordinário da sociedade.

Nesse sentido, a Lei das S.A. disciplina os eventos de resgate e reembolso. Ambos originam um fluxo de pagamento de capital, mas estão relacionados a situações específicas e particulares da vida societária, que fogem do curso normal dos negócios e, portanto, seus efeitos lucrativos para o acionista são, de certo modo, incidentais.

Definido por lei, o resgate de ações “consiste no pagamento do valor das ações para retirá-las definitivamente de circulação, com redução ou não do capital social” (art. 44, §1º). O resgate de ações é operação de extinção do vínculo societário entre acionista e sociedade, decorrente de manifestação de vontade unilateral da companhia, independente do consentimento do titular da ação resgatada¹³⁹ - não consiste, portanto, no exercício de um *direito* do acionista, mas de uma *prerrogativa* da sociedade.

¹³⁹ “Resgate é negócio jurídico unilateral, ou seja, que contém apenas uma manifestação de vontade, e cujas consequências jurídicas são estabelecidas pela pessoa que manifesta a vontade, independentemente do

O resgate pode ter a sua compulsoriedade definida no estatuto, na criação das ações resgatáveis, ou pode ser deliberado pela assembleia geral, desde que com a “aprovação por acionistas que representem, no mínimo, a metade das ações da(s) classe(s) atingida(s)” (art. 44, §6º). A diferença para a operação de recompra de ações é justamente a unilateralidade da operação e, por consequência, a sua imposição ao acionista que, na recompra, tem a opção de se desfazer ou não da ação¹⁴⁰.

Apesar da nossa lei permitir o resgate de todas as espécies e classes de ações, na origem o resgate surgiu como forma de possibilitar o estabelecimento de uma limitação temporal às vantagens de determinadas classes de ações. Para uma melhor aceitação, por parte dos ordinaristas, da criação de ações preferenciais com vantagens sobre as demais ações de uma determinada companhia, é comum a inserção do mecanismo do resgate das preferenciais após o decurso de certo tempo ou implementadas certas condições¹⁴¹.

A lei brasileira optou por uma vertente mais liberal e ampliou a hipótese de resgate para todos os tipos e classes de ações. Segundo COMPARATO, essa abordagem deu aso às principais (dis)funções da operação de resgate acionário no Brasil: (i) servir como forma de captar recursos de investimento a prazo fixo, “sob a aparência de capital de risco”¹⁴², pactuada entre acionista e sociedade; (ii) servir de contrapartida ao encargo financeiro representado pelos privilégios concedidos às ações preferenciais, como era na origem do instituto, com as condições previstas em estatuto e no interesse geral da sociedade; (iii) ou, na pior das hipóteses, servir como autêntica exclusão de acionista em benefício próprio do controlador, o que seria um ato *in fraudem legi*¹⁴³.

A Lei das S.A. não fixou parâmetros para definição do preço a ser pago no resgate de ações ou qual seria o valor da companhia para fins dessa operação, deixando a critério da

consenso de outra.” (LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.: Pareceres*, vol. II. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 164)

¹⁴⁰ Essa unilateralidade, inclusive, foi amplamente criticada por Comparato, que atentou para o fato de que a disciplina do resgate acionário na nossa lei societária abriu grande espaço para o abuso de direito de acionistas controladores, mostrando-se muitas vezes como forma discricionária da maioria excluir a minoria acionária e privar-lhes do *status socii*. Nesse sentido, cf. COMPARATO, Fábio Konder. *Funções e disfunções do resgate acionário*. In: Direito Empresarial – estudos e pareceres. São Paulo: Saraiva, 1990, pp. 120-130.

¹⁴¹ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Ações*. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. (coord.) *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2ª ed., 2017, p. 408.

¹⁴² Para o autor, essa hipótese beneficia o acionista em detrimento da companhia, na medida em que o investidor adquire uma “superespécie de debêntures”, com participação nos lucros e direito de voto, e a companhia usa de seus recursos para resgatá-lo no preço e prazo acordados. (COMPARATO, Fábio Konder. *Funções e disfunções do resgate acionário*. In: Direito Empresarial – estudos e pareceres. São Paulo: Saraiva, 1990, p.125)

¹⁴³ COMPARATO, Fábio Konder. *Funções e disfunções do resgate acionário*. In: Direito Empresarial – estudos e pareceres. São Paulo: Saraiva, 1990, p.128.

companhia a sua fixação. Existe alguma discussão a respeito do valor base para o cálculo do resgate, tendo em vista os impactos que representa para o acionista resgatado e para os acionistas que permanecem na companhia. Alguns autores aplicam os critérios do art. 170 da Lei das S.A. para definição do valor do resgate¹⁴⁴, outros entendem que a unilateralidade do resgate exige um prêmio que compense eventual perda. No entendimento de COMPARATO, o valor do resgate deve ser estabelecido com base na função para o qual foi utilizado. Se, nesse sentido, houve exclusão do acionista em uma manobra de resgate voluntário pela assembleia geral, deveriam ser aplicados parâmetros para estabelecer o valor justo da participação resgate, incluindo perspectivas de rentabilidade futuras e eventuais valores intangíveis¹⁴⁵.

Fato é que o resgate é um instituto que serve a situações específicas na dinâmica societária e leva em conta um cálculo de retorno para o acionista que não é claro nem parametrizado na lei. Tem, de certo modo, uma natureza híbrida de devolução de capital¹⁴⁶ e reembolso pela exclusão¹⁴⁷ e, por isso, leva em consideração questões que superam o cálculo do valor da sociedade para o acionista, em situações que fogem do curso ordinário dos negócios.

O reembolso, por sua vez, é fluxo de rendimento para o acionista decorrente do exercício de um direito não patrimonial: o direito de retirada. Previsto no art. 137 da Lei das S.A., o direito de retirada é direito essencial do acionista, que lhe permite, nos casos previstos em lei, requerer a extinção do seu vínculo com a sociedade. O direito de retirada é exceção ao princípio da maioria que rege a dinâmica social, na medida em que permite ao acionista, dissidente em determinada deliberação aprovada por maioria, desfazer-se do vínculo societário.

¹⁴⁴ Nesse sentido, cf. CARVALHOSA, Modesto. *Comentários a Lei das Sociedades por Ações*. São Paulo: Saraiva, v.1, p. 226; EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Vol I. 2ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p.323.

¹⁴⁵ COMPARATO, Fábio Konder. *Funções e disfunções do resgate acionário*. In: *Direito Empresarial – estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1990, pp. 120-130.

¹⁴⁶ Alguns autores entendem que o resgate pode ser feito à conta de capital social, conforme permitido pelo §1º do art. 44. Nesse sentido: “Ocorrendo redução do capital, a efetivação do resgate equivale a uma devolução aos acionistas de valores dele integrantes, razão pela qual ela pressupõe a observância dos procedimentos estabelecidos nos artigos 173 e 174 para a operação de redução de capital com restituição de parte do patrimônio social aos acionistas.” (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Vol I. 2ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p.320.)

¹⁴⁷ Cf. COMPARATO, Fábio Konder. *Funções e disfunções do resgate acionário*. In: *Direito Empresarial – estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1990, pp. 120-130.

Do exercício do direito de retirada nasce o negócio jurídico do reembolso (art. 45), que consiste no pagamento ao acionista que exerce o seu direito de retirada de quantia referente ao “valor” da sua participação societária. Considerando a excepcionalidade do direito de retirada e, portanto, a particularidade da operação de reembolso, a lei definiu critérios e estabeleceu todo um procedimento para a determinação do valor da ação nessa situação.

De acordo com o disposto no §1º do art. 45, o valor da ação para fins de reembolso deverá ser, no mínimo, o valor do patrimônio líquido da companhia, salvo determinação estatutária de avaliação pelo valor econômico, a ser realizada por perito ou empresa especializada. Sem adentrarmos nas discussões sobre o cálculo e a apuração do valor do reembolso temos, em linhas gerais, o valor patrimonial e o valor econômico – tais como já previamente detalhados no Capítulo 6 – como as duas formas de avaliação de valor que a lei designa para a determinação do valor da ação para fins de reembolso.

Ambos os eventos – resgate e reembolso – tem a natureza de negócio jurídico unilateral cujo efeito é extinguir a ação¹⁴⁸. Enquanto no resgate a unilateralidade é da companhia, no reembolso o ato unilateral parte do acionista. Muito embora os eventos de resgate e reembolso gerem um fluxo financeiro de pagamento de capital para o acionista que possa resultar em lucro (se for superior aos custos e despesas de aquisição e manutenção daquela participação), a unilateralidade do negócio jurídico de resgate e de reembolso cria uma situação específica de necessidade de transferência de recursos da sociedade para o acionista que não necessariamente corresponderá a uma situação de distribuição de lucro ou valor.

Esse fato é **corroborado** pelas reservas que são colocadas à disposição da sociedade para o pagamento do valor do resgate ou do reembolso. Além das reservas de lucros, o art. 200, II, da Lei 6.404/76 permite que a reserva de capital possa ser utilizada para fins de pagamento do resgate e do reembolso. Como se verá a seguir, a reserva de capital não é formada com o saldo positivo da atividade econômica da companhia, mas sim com o excedente do aporte de capital realizado pelos sócios. No caso do reembolso, o valor de

¹⁴⁸ “Essa é também a conclusão da doutrina em caso de exercício do direito de retirada, que tem a mesma natureza do resgate, no sentido de que é negócio jurídico unilateral cujo efeito é extinguir a ação.” (LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.: Pareceres*, vol. II. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 165)

reembolso pode inclusive ser pago à conta de capital social (art. 45, §6º), o que parte da doutrina entende ser também aplicável ao resgate, pela determinação do §1º do art. 44¹⁴⁹.

Nesse sentido, apesar de serem fluxos de pagamento de capital, nos eventos de resgate e reembolso não há necessariamente uma conversão do lucro econômico da sociedade (valor) em lucro para o acionista, diferente dos outros eventos vistos acima. Há na verdade um pagamento circunstancial por uma participação societária, em um contexto específico que foge do curso normal dos negócios e que, inclusive por isso, exige uma avaliação de valor específica, tomada com base no contexto do evento societário em questão (resgate ou reembolso).

Essa avaliação, que pode ser pelo critério preestabelecido no estatuto ou pela deliberação assemblear (no caso de resgate) e com base no valor patrimonial ou econômico indicado pela lei (no caso do reembolso), não necessariamente vai corresponder ao valor para o acionista, como entendido no Capítulo 7, justamente porque os componentes de precificação e valor da participação societária nesses dois eventos dependem de uma análise casuística da operação em questão.

Por isso, para fins do presente trabalho, o resgate e o reembolso não foram tratados como situações completamente comparáveis com a distribuição de dividendos ou alienação das ações para fins de verificação do preenchimento do fim lucrativo da sociedade. Muito embora a consequência desses eventos societários possa gerar um lucro para o acionista, pelo contexto específico, tais eventos ou (i) estão relacionados com preferências ou características de um determinado tipo de ação ou tem uma função de exclusão de acionista (resgate) e, portanto, não há como tomá-los com certa generalidade ou (ii) não tem por objetivo a geração de lucro para o acionista em primeira instância, pois decorrem do exercício de direitos não patrimoniais (direito de retirada).

8.3 Conclusão Preliminar

¹⁴⁹ Cf. EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Vol I. 2ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p.320. Em sentido contrário: “O resgate implica necessariamente a alteração do dispositivo do estatuto social que fixa o número de ações em que se divide o capital social, mas não a redução do valor deste, que continua o mesmo (...). O resgate com redução do capital social pressupõe duas deliberações – a de resgatar as ações e a de reduzir o capital (...). No resgate com redução de capital, o capital reduzido repõe os lucros ou reservas utilizados no pagamento do valor das ações.” LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Ação como participação societária*. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. (coord.) *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2ª ed., 2017, p. 195).

Pela concepção de fim lucrativo que viemos defendendo até aqui, a sociedade deve funcionar e direcionar as suas atividades para, em última instância, possibilitar lucro ao acionista – sempre no limite da licitude e sem prejudicar credores e demais envolvidos na atividade empresarial. O lucro para o acionista é o seu rendimento que, como visto acima, pode originar-se a partir de fluxos financeiros de transferência de renda ou de pagamento de capital. O rendimento do acionista não necessariamente implicará em uma transferência de recursos da sociedade para o acionista. Em alguns casos, teremos um fluxo de renda que se originará em um patrimônio de terceiro para o patrimônio do acionista, figurando a ação da sociedade apenas como objeto na relação jurídica. Não obstante, considerando que, em situações ordinárias, o valor da sociedade é o valor para o acionista, em todos os eventos aqui referidos como “eventos de distribuição” (com a exceção dos eventos incidentais), o funcionamento e desempenho da sociedade são essenciais para se chegar a um *quantum* de rendimento para o acionista.

Os eventos de distribuição analisados demonstram a natureza da ação como título de legitimação que permite ao seu titular auferir, na sua função primária, renda variável decorrente do funcionamento e do desempenho da sociedade. A titularidade da ação é o elemento que conecta os lucros da sociedade ao lucro do acionista, vezes atuando a ação como instrumento para a transferência de renda, vezes atuando como instrumento de conversão de lucro econômico em geração de caixa para o acionista.

Ao analisarmos os eventos que trigam os fluxos financeiros de renda para o acionista por meio da titularidade da ação, é possível perceber que os eventos que decorrem de fluxos de transferência de renda são eventos de distribuição do *lucro financeiro* da sociedade. Por outro lado, os eventos que decorrem de fluxos de pagamento de capital são eventos de distribuição do *lucro econômico* (valor) da sociedade – com exceção dos eventos incidentais que, por sua natureza e características mencionadas acima, tem componentes específicos no valor da ação objeto do fluxo de pagamento de capital que nem sempre serão correspondentes à conversão do lucro econômico da sociedade.

Diante disso, parece-nos coerente a conclusão de que os eventos de distribuição contribuem, todos eles, para o cumprimento do fim lucrativo da sociedade, na medida em que todos tem a capacidade de proporcionar um ganho financeiro para o acionista decorrente do funcionamento, do desempenho e das perspectivas futuras da sociedade. É claro que os diferentes eventos de distribuição geram efeitos distintos para o acionista em relação ao seu

lucro (principalmente em termos de tributação) mas, em tese, todos esses eventos tem a capacidade de proporcionar algum tipo de lucro para o acionista.

Resta-nos entender como a lei efetivamente tratou os eventos de distribuição e o lucro do acionista e em que medida a interpretação que vem sendo dada aos dispositivos legais está de acordo ou não com o que se entendeu até aqui por fim lucrativo.

PARTE III – FIM LUCRATIVO NA LEI 6.404/76: ANÁLISE CRÍTICA

9. O fim lucrativo na lei e na interpretação jurídica

9.1 O(s) conceito(s) de lucro na lei do anonimato

Para que seja possível analisar o tratamento jurídico do fim lucrativo e da distribuição de lucros da sociedade, é necessário traçar um paralelo entre o que a teoria das finanças nos ajudou a interpretar como lucro da sociedade e lucro para o acionista, e como o ordenamento jurídico brasileiro acolheu tais conceitos para possibilitar a melhor tutela jurídica do fim lucrativo.

A nossa lei do anonimato parece lidar com vários conceitos de lucro, que se relacionam em uma espécie de “cascata”, partindo de conceitos mais amplos até conceitos mais específicos¹⁵⁰. Em geral, esses conceitos incorporam e refletem outros conceitos de lucro desenvolvidos em outras ciências ou outros ramos do direito.

Nesse sentido, HARBICH destaca sete conceitos de lucro diferentes trazidos pela Lei das S.A, a saber: (i) lucro como resultado do exercício, como indicado pelo art. 187, no sentido de superávit das receitas sobre os custos; (ii) lucro como o resultado do exercício diminuído dos prejuízos acumulados e provisão do imposto de renda (art. 189, caput); (iii) lucro resultante das deduções do art. 190 (participações); (iv) lucro líquido do art. 191, que exclui do resultado as participações do art. 190 e as provisões do art. 189; (v) lucro líquido ajustado, previsto no art. 202, que nada mais é do que a conceituação do lucro para fins do cálculo do dividendo mínimo obrigatório; (vi) saldo de reservas de lucros, para fins do art. 199, que é na verdade um teto para o montante de formação de reservas de lucro; (vii) lucro distribuível do art. 201, que teria uma amplitude maior do que o lucro líquido ajustado do art. 202, pois não prevê ajustes como faz o art. 202, inclui lucros acumulados de exercícios anteriores e permite o regresso à reserva de capital nos casos do art. 17, §5º¹⁵¹.

¹⁵⁰ “A Lei 6.404, partindo de uma definição básica, aplica à respectiva quantia progressivas deduções para chegar, p.ex., ao conceito de lucro sobre o qual se calcula o dividendo mínimo obrigatório. A pluralidade conceitual está, assim, dentro da natureza da sistemática do novo diploma.” HARBICH, Ricco. *Conceito e destinação do lucro na nova lei das sociedades por ações*. 2ª ed. São Paulo: RT, 1980, p. 31.

¹⁵¹ HARBICH, Ricco. *Conceito e destinação do lucro na nova lei das sociedades por ações*. 2ª ed. São Paulo: RT, 1980, p. 32-37.

9.1.1 Dispositivos que se referem a “lucro” na perspectiva financeira

Ao analisar sistematicamente a nossa lei do anonimato, verifica-se que, em grande medida, as referências ao conceito de lucro na lei relacionam-se diretamente com o conceito *financeiro* de lucro. Das 108 vezes que a expressão “lucro” ou suas variáveis aparecem na lei, apenas 4 **não** estão diretamente relacionadas com o conceito de lucro do exercício, apurado contabilmente. As outras 104 dividem-se entre (i) referências a “lucro líquido” e suas variáveis, isto é, lucro disponível para distribuição, e (ii) resultados positivos da sociedade, em termos financeiros, mas sobre os quais ainda não foram deduzidos os custos, provisões e participações para se chegar ao lucro líquido.

Destaca-se, nesse sentido, o caráter didático e pragmático da Lei das S.A. no que diz respeito aos aspectos contábeis aplicáveis às sociedades anônimas. A lei dedica uma parte significativa dos seus artigos para descrever minuciosamente o procedimento e as regras que devem reger a elaboração dos relatórios contábeis das companhias, em especial no que diz respeito a apuração de lucros, criação de reservas e demonstrações financeiras.

Ao discorrer sobre as possíveis alterações que o Projeto de Lei n. 3.741 (que foi convertido na Lei n. 11.638/2007) traria à lei do anonimato, BULHÕES PEDREIRA explica que o conteúdo das normas contábeis presentes na Lei 6.404/76 não define direitos e obrigações, mas foram redigidas no intuito de prescrever critérios de escrituração dos direitos e obrigações da lei comercial¹⁵². Tais preceitos contábeis, no seu entendimento, “visam a proteger os credores sociais e a regular os direitos e obrigações dos acionistas e investidores de mercado”¹⁵³.

A opção por inserir a disciplina contábil no diploma jurídico do anonimato foi inclusive uma resposta ao mercado da época, como se verá a seguir, que se queixava, no ambiente anterior, de deficiência nas demonstrações financeiras das companhias e de ausência de uma divulgação correta das informações financeiras que de fato permitisse ao mercado orientar-se na tomada de decisões¹⁵⁴. Foi, assim, uma opção legislativa que visou a

¹⁵² PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Exercício social e demonstrações financeiras*. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. (Coord.) *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2ª ed., 2017, p. 1085.

¹⁵³ PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Exercício social e demonstrações financeiras*. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. (Coord.) *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2ª ed., 2017, p. 1085.

¹⁵⁴ LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.* 3ª ed, Rio de Janeiro: Renovar, 1997., v.1, p.130.

garantir maior proteção jurídica aos envolvidos na estrutura da sociedade anônima e responder às necessidades do mercado investidor da época.

Assim, na nossa lei do anonimato, o lucro da sociedade (ou lucro social) é tomado sob a perspectiva *financeira*. Nesse sentido, a lei reserva alguns dispositivos para detalhar a formação do lucro social da sociedade anônima¹⁵⁵. O nosso ordenamento jurídico optou por atrelar o lucro social ao resultado financeiro positivo da sociedade, e definiu o lucro social como o resultado da aplicação de uma série de normas e regras de formação e validação contábeis sobre a receita bruta.

Em se tratando de lucro social, o que efetivamente muda entre ordenamentos jurídicos não é o conceito geral de lucro social, que sempre será o lucro da sociedade, isto é, o resultado positivo da sua atividade econômica. O que se modifica entre um ordenamento e outro são os elementos que compõem o resultado da sociedade que, quando positivo, será lucro social. Como visto acima, a equação matemática básica do resultado é receitas brutas diminuídas de custos e despesas. Os elementos que são considerados receitas, custos e despesas variam de ordenamento para ordenamento, principalmente por consequência de regras e políticas fiscais.

A Lei 6.404/76 considera para fins de cálculo do resultado do exercício, como componentes da receita total: (i) receita bruta de vendas e serviços (art. 187, I); (ii) receita líquida de vendas e serviços (art. 187, II); (iii) outras receitas (art. 187, IV); e (iv) rendimentos ganhos no período, independente da sua realização em moeda (art. 187, §1º, a). A mesma lei considera, por outro lado, como custos ou despesas: (i) deduções das vendas, abatimentos e impostos (art. 187, I); (ii) custo das mercadorias e serviços vendidos (art. 187, II); (iii) outras despesas (art. 187, IV); e (iv) custos, despesas, encargos e perdas, pagos ou incorridos, correspondentes a essas receitas e rendimentos (art. 187, §1º, b). As receitas da sociedade, diminuída dos seus custos e despesas, resultam no lucro da sociedade, ou lucro social, em um determinado período. Esse lucro será objeto de deduções e reservas, como se verá a seguir, para chegar-se ao que a lei irá considerar como lucro líquido distribuível aos acionistas.

¹⁵⁵ Para ROBERT, muito embora a criação do lucro social seja concreta e mecânica, a sua formalização é juridicamente planejada. Segundo o autor: “Como 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.” (ROBERT, Bruno. *Dividendo mínimo obrigatório nas S/A: apuração, declaração e pagamento*. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 30)

Verifica-se assim que, na sua grande maioria, os conceitos de lucro indicados na nossa lei do anonimato são, em geral, instrumentos para a compreensão e aplicação das normas contábeis necessárias para a operacionalização das finanças empresariais. Tem, portanto, um conteúdo mais pragmático e se aproximam do que viemos chamando neste trabalho de lucro financeiro, isto é, o lucro discriminado nas contas contábeis da companhia, apurados periodicamente.

9.1.2 Dispositivos que se referem a “lucro” na perspectiva “não-financeira”

Das referências a “lucro” e suas variáveis que escapam dessa perspectiva financeira, (a) três estão relacionadas a lucros sociais em geral e participação dos acionistas¹⁵⁶ nos lucros (art. 109, I; art. 117, §1º, “a” e; art. 295, §2º); (b) uma faz referência ao fim lucrativo da companhia (art. 2º).

No nosso entendimento, as referências a lucros sociais e participação nos lucros não estão necessariamente relacionadas ao lucro na perspectiva puramente financeira, como nos demais dispositivos mencionados no item anterior. Em especial, o direito essencial do acionista de participação nos lucros, previsto no art. 109, não parece se limitar ao lucro financeiro da sociedade. O direito do acionista a uma parcela do lucro financeiro a lhe ser distribuído é, na verdade, parâmetro para o direito aos dividendos, que não se confunde com direito aos lucros¹⁵⁷.

Mas mais do que isso, a sistemática da lei nos leva a crer que o direito essencial do acionista de participação nos lucros, do qual não pode o acionista ser privado nem pelo estatuto nem pela assembleia geral, engloba todas as formas de participação do acionista no lucro, isto é, todas as formas que o lucro da sociedade tem a capacidade de gerar um

¹⁵⁶ Existem outros dispositivos que fazem referência a “participação nos lucros”, mas no sentido de benefícios ou vantagens concedidas a não acionistas (administradores, debenturistas, empregados, partes beneficiárias, etc.). Como essas referências dizem respeito a uma parcela do lucro financeiro da companhia (por óbvio, o único tipo de lucro que poderia ser acessado por não acionistas), foram computadas no universo geral das referências de lucro como lucro contábil e financeiro.

¹⁵⁷ Assim nos explica Comparato: “Deve-se partir da diferença fundamental entre lucros sociais e dividendo, para se chegar à diferente caracterização do direito a uns e a outro. A diferença intercorrente não é tanto, na verdade, de gênero a espécie, quanto de origem a produto. O dividendo, como a própria forma gerundiva indica, é o lucro que deve ser dividido, isto é, repartido entre os acionistas. Mas, obviamente, se não pode haver dividendo sem lucro (por inexistência de algo a repartir), nem todo lucro pode ou deve ser distribuído aos acionistas sob a forma de dividendo.” (COMPARATO, Fábio Konder. *A constituição da reserva de lucros a realizar e o dividendo obrigatório*. In: *Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 1981, p. 151)

benefício econômico para o acionista¹⁵⁸. Nesse sentido, o direito de participação nos lucros deve englobar não apenas o lucro financeiro da sociedade, mas também o lucro econômico, que implicará em aumento do valor da sociedade e será revertido ao acionista em benefício econômico futuro.

Essa realidade já era apontada por COMPARATO, para quem o direito do acionista aos lucros consiste “em não ser privado do benefício econômico gerado pela apuração dos lucros no patrimônio social”. Esse benefício, continua o autor, “traduz-se, também, pelo aumento do valor patrimonial das ações de que são titulares”¹⁵⁹, como vem se defendendo até aqui.

Em paralelo, temos o conceito de “fim lucrativo” aparecendo uma única vez na lei (art. 2º), mas na mesma linha temos o conceito de “fim da sociedade”, que aparece mais duas vezes no diploma societário: (a) no art. 154, que exige que o administrador exerça suas atribuições para “lograr os fins” da companhia e (b) no art. 206, II, “b”, que prevê a dissolução judicial da sociedade quando provado, em ação proposta por acionistas representando no mínimo 5% do capital social, que a sociedade não pode “preencher o seu fim”. Nessas ocasiões, a Lei das S.A. optou por utilizar o conceito de lucro em sentido mais genérico e amplo. Tal escolha se justifica na medida em que esses dispositivos operam como diretrizes e enunciam princípios.

Não obstante, talvez pela intenção da lei em inaugurar uma disciplina com um forte traço contábil e financeiro, de forma até didática, a grande maioria dos dispositivos que tratam do lucro da sociedade o associam ao lucro financeiro. Essa associação, combinada com a inclinação da lei em favor da distribuição de dividendos, acabam consagrando esta última como a forma por excelência de remuneração dos acionistas. A sistemática de regras sobre demonstrações financeiras e criação de reservas presente na lei, inclusive, ofereceu ferramentas para que o dividendo obrigatório (criação peculiar à nossa legislação, como se verá a seguir) fosse exequível empresarialmente, inaugurando um sistema de reservas com uma complexidade ímpar, não vista em outras legislações¹⁶⁰. A partir daí começa a se

¹⁵⁸ Nesse sentido, Comparato nos ensina que o texto legal consagrou “um direito do acionista de participar dos lucros sociais, segundo as diferentes formas que essa participação assume, na lei.” (COMPARATO, Fábio Konder. *A constituição da reserva de lucros a realizar e o dividendo obrigatório*. In: Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 1981, p. 152)

¹⁵⁹ COMPARATO, Fábio Konder. *A constituição da reserva de lucros a realizar e o dividendo obrigatório*. In: Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 1981, p. 152

¹⁶⁰ HARBICH, Ricco. *Conceito e destinação do lucro na nova lei das sociedades por ações*. 2ª ed. São Paulo: RT, 1980, p. 70.

estabelecer a disciplina rígida de distribuição de resultados na Lei 6.404/76, marcada pelo instituto do dividendo mínimo obrigatório e por outros mecanismos de proteção ao dividendo.

9.2 A disciplina da destinação dos lucros na Lei 6.404/76

Como visto acima, a Lei 6.404/76 associou o “lucro social” ao lucro financeiro da sociedade, isto é, o lucro tomado como o efeito positivo do resultado do funcionamento da sociedade. Os componentes desse lucro social são todos relacionados a receitas, custos e despesas financeiras, contabilmente apuradas em determinado exercício, conforme determinado pela lei. Todavia, o lucro financeiro da sociedade não necessariamente representa o lucro para o acionista. Não obstante, a lei preocupou-se em buscar uma dimensão do lucro do acionista, ainda que partindo apenas da produção de lucros financeiros pela sociedade, em tentativa de alinhamento com a busca pelo fim lucrativo.

Para isso, a lei do anonimato optou por pré-determinar as finalidades do lucro social para se chegar ao que seria o lucro distribuível ao acionista. Assim, o montante positivo do resultado é submetido a (i) deduções para compensação de prejuízos acumulados, constituição de provisão para o Imposto sobre a Renda e pagamento das participações no lucro definidas no estatuto, de empregados, administradores e partes beneficiárias (arts. 189 e 190); seguido de (ii) separação para constituição e preenchimento de reservas (arts. 193 e ss.) e, finalmente; (iii) distribuição de dividendos. Ao lucro resultante da diminuição do lucro social pelas deduções indicadas em (i), a lei chamou de “lucro líquido do exercício” (art. 191).

A nossa lei societária ocupou-se em delinear uma disciplina de destinação dos resultados rígida, com pouco espaço para a atuação da administração ou da maioria acionária, e privilegiando sempre a distribuição de dividendos. As reformas legislativas que sobrevieram aumentaram ainda mais a rigidez desse sistema, em relação ao qual fazemos três principais observações críticas: (i) a utilização de reservas para pagamento de dividendos para além do lucro realizado; (ii) a flexibilidade relativa na determinação do dividendo mínimo obrigatório e das possibilidades de seu afastamento; e (iii) a possibilidade de distribuição de dividendos antes mesmo de apurado (ou aprovado) o lucro social do exercício, por meio dos dividendos intercalares e intermediários.

9.2.1 As reservas (e o pagamento de dividendos para além do lucro realizado)

As reservas caracterizam “a parte do lucro havido que não se destina a distribuição ou para esta tão-somente se aproveita sob certas condições”¹⁶¹. A criação e o preenchimento de reservas limitam a distribuição do lucro social, quer por força da lei ou dos estatutos, quer por decisão dos órgãos competentes. Nesse sentido, é possível classificar as reservas do sistema de destinação de resultados da Lei 6.404/76 em: (i) *reservas legais*, criadas por disposição obrigatória da lei (reserva legal propriamente dita e as reservas de capital); (ii) *reservas estatutárias*, criadas pelo estatuto, obedecidas as regras do art. 194; e (iii) *reservas de assembleias*, que são todas as demais reservas que, muito embora previstas em lei, são criadas por deliberação da assembleia geral¹⁶².

Na sua base, as reservas se prestam à integridade e intangibilidade do capital social. Como já mencionado, a distribuição de dividendos implica em um fluxo de transferência de renda do patrimônio da sociedade para o seu acionista. E, assim como qualquer outra transferência de recursos entre esses dois patrimônios, por uma opção do nosso sistema societário que escolheu o capital social como garantia dos credores, deve-se observar a integridade deste capital. As reservas atuam como uma proteção a este princípio, na medida em que a sua criação e necessidade de manutenção limitam a transferência de recursos da sociedade para o acionista na forma de distribuição de dividendos.

Por outro lado, as reservas possuem natureza de lucro social “retido”¹⁶³, o que permite que o seu excesso possa ser distribuído aos acionistas como forma de remuneração, desde que observados os critérios legais ou estatutários. Interessante observar que, em geral, as reservas distribuíveis, como se verá a seguir, são também as reservas que podem ser

¹⁶¹ HARBICH, Ricco. *Conceito e destinação do lucro na nova lei das sociedades por ações*. 2ª ed. São Paulo: RT, 1980, p. 14.

¹⁶² 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, p. 160.

¹⁶³ A explicação de Harbich sobre a natureza das reservas é bastante elucidativa: “A denominação ‘reservas’, embora usada em diversas línguas, não nos parece ser das mais expressivas. Na linguagem comum entende-se por reserva ‘algo que se poupa para ocasiões extraordinárias’ (...) No entanto, em termos de aplicações patrimoniais, a contrapartida das reservas, tenham sido constituídas genérica ou especificamente, quase sempre está investida em alguma parcela do ativo, quer no permanente, quer no de giro, que faz parte integrante e indestacável do processo econômico. Não é uma sobre desnecessária para as atividades contínuas da empresa, nem se trata, usualmente, de uma parcela fora deste volume normal. (...) Caracteriza tão-somente a parte de um lucro havido que não se destina a distribuição ou para esta tão-somente se aproveita sob certas condições.” (HARBICH, Ricco. *Conceito e destinação do lucro na nova lei das sociedades por ações*. 2ª ed. São Paulo: RT, 1980, p. 13-14)

utilizadas para pagamentos de outros eventos de distribuição que remuneram o acionista, como a recompra, o resgate e o reembolso, conforme discorrido no Capítulo 8.

A nossa lei do anonimato prevê a existência de reservas de *capital* e reservas de *lucros*. As primeiras, **reservas de capital**, escapando à natureza jurídica da reserva como lucro retido, são formadas com a contribuição de capital. Sua conceituação está disposta no art. 182, §§1º e 2º. Em tese, por escapar à noção de uma reserva formada a partir de um superávit das operações sociais, reservas de capital não são livres para a distribuição aos acionistas sob a forma de dividendos. No entanto, a Lei das S.A. abriu uma exceção a esta lógica permitindo a utilização das reservas de capital para o pagamento da remuneração das ações preferenciais (art. 200, V). Na nossa opinião, esta exceção vai de encontro com a natureza da distribuição de lucros, uma vez que a reserva de capital é decorrente de investimento e não de produção de lucros¹⁶⁴.

As **reservas de lucros**, cuja definição geral está prevista no art. 182, §4º, tem sua origem na apropriação de lucros sociais, na medida em que são formadas com o “lucro líquido do exercício” do art. 191. Podem ser divididas em vários subtipos, conforme o destino a lhe ser dado. Dentre as reservas de lucros (como gênero), temos a reserva legal (art. 195), reservas estatutárias (art. 194), reservas para contingências (art. 195), retenção de lucros (ou “reserva de lucro para expansão”¹⁶⁵, prevista no art. 196) e reserva de lucros a realizar (art. 197).

As reservas de lucros podem ou não ser distribuídas como dividendos, a depender das suas características. A *reserva legal* é excetuada da distribuição de lucros, justamente por se prestar a manutenção da integridade do capital social. As *reservas estatutárias* não podem prejudicar a distribuição do dividendo mínimo obrigatório, como se verá a seguir, e são, portanto, distribuíveis pelo menos na medida do dividendo mínimo. As *reservas para contingências* têm caráter de transitoriedade¹⁶⁶ e, por antecipar um prejuízo futuro provável,

¹⁶⁴ Conceitualmente, as reservas são parcelas do lucro social não distribuído. Por isso, muitas vezes, a distribuição de lucros ou outros eventos de transferência de recursos entre o patrimônio da sociedade e o patrimônio do acionista, como a recompra e o resgate, por exemplo, podem ser operacionalizados com a utilização das reservas. A reserva de capital, no entanto, nunca provém de um superávit das atividades sociais. Ao permitir que as reservas de capital sejam utilizadas para pagamento de dividendo (art. 200, V), por exemplo, a Lei 6.404/76 desequilibra a relação entre integridade patrimonial e remuneração das ações, fazendo com que a base de cálculo para a remuneração em questão não seja montante do lucro social e sim o investimento na sociedade. Nesse sentido, cf. HARBICH, Ricco. *Conceito e destinação do lucro na nova lei das sociedades por ações*. 2ª ed. São Paulo: RT, 1980, p. 18 e ss.

¹⁶⁵ MARTINS, Eliseu (et. al.). *Manual de contabilidade societária*. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2013, p.425.

¹⁶⁶ Harbich aponta para a semelhança com as provisões: “As reservas para contingências do art. 105 não são custos nem capital de terceiros; no entanto, suas características são tais que a probabilidade de se tornarem

não são distribuíveis. Revertem ao lucro quando a previsão de sua diminuição não se concretiza. A *reserva de lucros para expansão*, ou a retenção de lucros, nos termos da lei, cria a possibilidade para a companhia reter parte dos lucros para atender a projeto de investimento, desde que justificado com orçamento de capital da companhia, proposto pela administração e aprovado pela assembleia geral. A lei não impede a distribuição desta reserva, muito embora a sua criação pressuponha exatamente a opção pela não distribuição. Não sendo utilizada para o fim criado, não se vê empecilho para sua distribuição. Por fim, em contraposição à reserva para contingências, a *reserva de lucros a realizar* espelha a expectativa de lucros futuros. Como são lucros em potencial, cujas realizações financeiras ainda não estão refletidas, *em tese*, não seriam distribuíveis.

Em relação à reserva de lucros a realizar, importante ressaltar os efeitos da reforma promovida pela Lei nº 10.303/2001, que incluiu os lucros a realizar na base de cálculo para o dividendo mínimo obrigatório e modificou a forma de constituição dessa reserva o que, na nossa opinião, vai de encontro com a sua lógica e natureza. Na redação anterior do art. 197, a reserva de lucros a realizar era criada a partir do excedente dos lucros a realizar do período que não fossem destinados à formação de outras reservas. E, na redação anterior do art. 202, o valor desta reserva era diminuído da base de cálculo do dividendo mínimo obrigatório¹⁶⁷.

Com a reforma do art. 197, a reserva de lucros a realizar passou a ser formada com o valor de dividendo mínimo obrigatório que excedesse o que a lei começou a chamar de “parcela realizada de lucro líquido”. Essa parcela é o lucro líquido do exercício (lucros realizados e a realizar) diminuído de dois montantes: (a) resultado líquido positivo da equivalência patrimonial; e (b) o lucro, rendimento ou ganho líquidos em operações ou contabilização de ativo e passivo pelo valor de mercado, cujo prazo de realização financeira ocorra após o término do exercício social seguinte.

Com isso, a base de cálculo para o dividendo mínimo obrigatório passou a considerar lucros realizados e lucros a realizar. Isso fez com que o dividendo mínimo obrigatório apurado pudesse ser maior do que a parcela efetivamente realizada do lucro. Nesse caso, paga-se o dividendo mínimo obrigatório com o lucro realizado e, se ainda houver

exigibilidades é existente; são pois, custos em potencial.” (HARBICH, Ricco. *Conceito e destinação do lucro na nova lei das sociedades por ações*. 2ª ed. São Paulo: RT, 1980, p. 21-22).

¹⁶⁷ Para uma análise mais detalhada das mudanças sofridas pela lei no que diz respeito ao conceito de realização dos lucros e constituição da reserva de lucros a realizar, cf. CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. *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, pp. 411-431.

montante de dividendo mínimo devido, esse valor é destinado à reserva de lucros a realizar. Esse valor deverá, em seguida, por força da nova redação do inciso III do art. 202 promovida pela reforma supracitada, ser acrescido ao primeiro dividendo declarado após a realização do pagamento do dividendo obrigatório, salvo se absorvido por prejuízos subsequentes. Ou seja, na prática, todo o lucro efetivamente realizado no exercício poderá ser obrigatoriamente destinado, por força da lei, à distribuição do dividendo mínimo obrigatório.

Na redação original da lei, também eram previstas as reservas de reavaliação, nos termos do §3º do art. 182. As reservas de reavaliação designavam as contas em que são registrados ajustes no valor dos ativos e passivos da sociedade¹⁶⁸. O saldo destas contas flutua em função das oscilações do valor justo dos ativos e passivos que a originou. Por força da reforma implementada pela Lei nº 11.941/2009, a reavaliação dos ativos é atualmente registrada como “ajuste de reavaliação” e não mais como reserva. Via de regra, os valores registrados nessa conta apenas são transferidos para o resultado do exercício à medida que os ativos e passivos vão sendo realizados.

As duas reformas promovidas na Lei das S.A. na parte que diz respeito à formação, criação de reservas e dividendo mínimo obrigatório criaram um problema prático na disciplina do dividendo da nossa lei atual. O objetivo da reserva de lucros a realizar era justamente equilibrar a obrigatoriedade de distribuição de dividendos com a existência de lucros que, por conta de um regime contábil de competência, poderiam não ter sido realizados financeiramente. A sistemática anterior excluía, assim, os lucros a realizar (inclusive a reserva de reavaliação) da base de cálculo do lucro líquido ajustado, evitando que o dividendo mínimo obrigatório pudesse comprometer ou piorar a situação financeira da companhia¹⁶⁹.

No entanto, ao retirar-se da lei o conceito de reserva de reavaliação e incluir os lucros a realizar (dentre eles, o próprio ajuste de reavaliação nos termos do novo inciso II do §1º do art. 197) como integrantes da base de cálculo do dividendo mínimo obrigatório, a lei

¹⁶⁸ Harbich aponta para a finalidade informativa dessa reserva, na medida em que ela identifica a verdadeira situação patrimonial da sociedade aos seus interessados. Em alguns casos, pode ter também uma finalidade preparatória de disposições patrimoniais (HARBICH, Ricco. *Conceito e destinação do lucro na nova lei das sociedades por ações*. 2ª ed. São Paulo: RT, 1980, p. 30).

¹⁶⁹ Nos termos do anteprojeto de lei: “A reserva de lucros a realizar é regulada no Projeto a fim de que o dividendo obrigatório possa ser fixado como percentagem do lucro do exercício sem risco de criar problemas financeiros para a companhia. Os valores enumerados no parágrafo único do artigo 198 são modalidades de lucros que, embora computados no resultado do exercício, ainda não foram realizados, em condições que permitam a distribuição como dividendo.”

passou a permitir que (i) reservas de lucros a realizar fossem distribuíveis, como visto acima e (ii) ganhos em eventuais ajustes de reavaliação (e outras possibilidades de ganho que consistem em lucro não realizado) fossem também utilizados para o cálculo de distribuição de dividendos.

Essa dinâmica já havia sido amplamente criticada antes mesmo da reforma legal. No contexto da reavaliação dos ativos capitalizados, COMPARATO demonstra que uma mais-valia de ativo não é suscetível de servir para a distribuição de dividendos, pois não constituiria um resultado a ser computável no lucro líquido do exercício¹⁷⁰. Contribui para o seu argumento a posição de ASCARELLI que, ainda na vigência do Decreto-lei n. 2.627, defendia que a reavaliação não poderia ser aproveitada para uma distribuição de dividendos, sob o risco de uma distribuição real, embora indireta, do capital social¹⁷¹.

Importante ressaltar também que, por força do art. 203 da Lei das S.A., todas as reservas de lucros, com exceção da reserva legal, são distribuíveis em relação ao dividendo mínimo ou fixo das ações preferenciais, que não pode ser prejudicado pela formação dessas reservas. Verifica-se, portanto, que com exceção da reserva legal, todas as demais reservas de lucros são, em alguma circunstância, distribuíveis.

Assim, ainda que a formação das reservas pareça, em um primeiro momento, limitar a distribuição de lucros sociais, na realidade foram-se criando mecanismos para que se possa distribuir lucros “retidos” em reservas e até mesmo para além do que foi efetivamente realizado pela companhia. Essa consequência vem a reboque da proteção que se criou em torno do dividendo mínimo obrigatório¹⁷², traço peculiar da nossa lei, demonstrando a preferência da nossa lei por esta forma de distribuição de rendimento para o acionista.

9.2.2 O dividendo mínimo obrigatório (e sua flexibilidade relativa)

¹⁷⁰ 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. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 1981, p. 143.

¹⁷¹ “Natural, por isso, o princípio de que a reavaliação não pode ser aproveitada para uma distribuição de dividendos: haveria, de outra forma, uma real, embora indireta, distribuição do capital social; haveria, inevitavelmente, uma distribuição dos bens sociais que constituíam a garantia dos terceiros credores e não dos lucros conseguidos por meio destes bens.” (ASCARELLI, Tulio. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. 2ª ed. São Paulo: Saraiva, 1969, p. 440.)

¹⁷² “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.” (Ministério da Fazenda. Exposição de Motivos n. 196, de 24.6.1976)

A nossa lei do anonimato optou por conferir limites superiores e inferiores à distribuição de dividendos. O limite superior é traduzido pelas normas do art. 201 e, ainda do §2º do art. 193, ambos dispositivos estabelecem o limite da utilização dos fundos e reservas da companhia para pagamento do dividendo. O limite inferior é trazido pelo art. 202, na disciplina do dividendo mínimo obrigatório.

O art. 202 da Lei 6.404/76 estabelece regras e critérios para o cálculo e o pagamento de dividendos mínimos a serem distribuídos aos acionistas em cada exercício social. A redação original da lei inaugurou a dinâmica do dividendo obrigatório, bem como as possibilidades da sua suspensão pela administração, já demonstrando a sua inclinação por essa forma de distribuição de lucros. O dispositivo foi, no entanto, objeto de alterações substanciais com a reforma promovida pela Lei n. 10.303/2001, que foi marcada pelo fortalecimento das proteções e garantias aos acionistas minoritários¹⁷³.

Em linhas gerais, o art. 202 da Lei das S.A. determina que a companhia deverá distribuir, anualmente, os lucros sociais excedentes aos seus acionistas. O dispositivo, por outro lado, apresenta certo grau de flexibilidade para que a companhia e a sua administração (i) determinem a forma de cálculo de tais dividendos (§1º do art. 202); (ii) não cumpram com o dividendo mínimo, desde que sem a oposição de nenhum acionista e de forma justificada (§3º do art. 202); (iii) retenham lucros para a formação de reservas (art. 194) ou para cumprir orçamento de capital destinado à realização de investimentos (art. 196); (iv) suspendam a distribuição de dividendos quando o seu pagamento possa prejudicar a situação financeira da companhia (§4º do art. 202).

Note-se que a regra é a distribuição obrigatória anual, caso se verifique lucro líquido distribuível após a aplicação do regime das reservas, e as demais previsões são exceções que o legislador encontrou para temperar situações em que o cumprimento desta obrigação é incompatível com a realidade da sociedade em questão. Essa flexibilidade da lei é, no entanto, apenas relativa.

A flexibilidade na determinação do cálculo do dividendo mínimo é de certa forma excepcional. O art. 202, ao mesmo tempo que permite que o estatuto estabeleça o cálculo do dividendo mínimo obrigatório, indica que, na sua omissão, esse dividendo deve

¹⁷³ “O parágrafo sexto [do art. 202], 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.” (ROBERT, Bruno. *Dividendo mínimo obrigatório nas S/A: apuração, declaração e pagamento*. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 58)

necessariamente corresponder a 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido ajustado pelas regras do inciso I. Assim, qualquer previsão estatutária de dividendo mínimo abaixo do limite sugerido pela lei só poderia ser incluída no estatuto no momento da criação da sociedade em questão, por força do disposto no §2º do mesmo dispositivo.

O argumento de que a lei permite, no limite, que o estatuto determine um dividendo mínimo irrelevante (0,00001% do lucro, por exemplo) não nos parece suficiente, uma vez que isso só seria permitido no momento da constituição da sociedade, em que ainda não estão completamente claras as bases estratégicas do seu funcionamento. Tal alternativa não leva em consideração a dinâmica inerente às sociedades, que estão submetidas a uma mutação e adaptação constantes conforme as externalidades econômicas. Por fim, ainda que se optasse pela inserção de uma previsão nesse sentido, mesmo assim seu conteúdo poderia ser objeto de questionamento, tendo em vista a disposição expressa, ao final do §1º do art. 202, de que o cálculo do dividendo mínimo obrigatório não pode “sujeitar os acionistas minoritários ao arbítrio dos órgãos da administração ou da maioria”.

Sobre a possibilidade de distribuição abaixo do dividendo mínimo já estabelecido (estatutária ou legalmente), essa também é uma circunstância excepcional pois (i) confere poder de veto para qualquer acionista que se oponha à deliberação; (ii) só é permitida nas companhias abertas exclusivamente para a captação de recursos por debêntures não conversíveis em ações e nas companhias fechadas que não forem controladas por companhias abertas que não se enquadrem na primeira condição. Interessante perceber, neste dispositivo legal, a maior rigidez da regra para a companhia aberta, que em tese seria o tipo de companhia em que o acionista tem maior possibilidade de converter valor econômico em lucro pela alienação das suas ações no mercado¹⁷⁴.

No que diz respeito à possibilidade de retenção de lucros pela companhia, conferindo à sua administração (desde que aprovado pelos acionistas) a opção de reter os lucros ou distribuí-los, também é possível perceber certa relatividade na flexibilidade da lei. Muito embora o art. 194 e o art. 196 permitam que a companhia retenha os lucros, em detrimento da distribuição de dividendos, o art. 198 determina que o previsto nesses

¹⁷⁴ Em monografia sobre o tema do dividendo mínimo obrigatório, Bruno Robert defende a possibilidade de distribuição de dividendos inferiores ao mínimo obrigatório em companhias abertas caso haja aprovação unânime dos acionistas: “Defender a impossibilidade de 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.” (ROBERT, Bruno. *Dividendo mínimo obrigatório nas S/A: apuração, declaração e pagamento*. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 107).

dispositivos não pode ser aprovado em prejuízo da distribuição do dividendo mínimo obrigatório. Ou seja, a flexibilidade quanto à decisão de distribuir ou não é apenas aparente, porque sempre o dividendo mínimo deverá ser observado e pelo menos uma parcela do lucro deve ser obrigatoriamente distribuída.

Temos ainda que a suspensão do dividendo obrigatório por conta da situação financeira da companhia também não confere a flexibilidade que se espera à destinação dos lucros sociais. Ao analisar a regra do §4º em conjunto com a regra do §5º do art. 202, percebe-se que o que a lei faz não é propriamente suspender o dividendo mínimo obrigatório. Na situação em que a distribuição de dividendos é incompatível com a situação financeira da companhia, o lucro produzido deixa de ser destinado para o pagamento do dividendo obrigatório e passa a ser destinado à constituição de uma reserva especial que deverá ser utilizada para pagamento de dividendos em momento subsequente. Isso significa que, mesmo que não haja destinação imediata para a distribuição de dividendos naquele exercício, a lei determina que o lucro não distribuído como dividendo obrigatório (e retido na reserva especial indicada no mesmo §5º) deverá ser obrigatoriamente destinado ao pagamento do que seria o dividendo obrigatório não pago, porém em momento subsequente.

Suspende-se a obrigatoriedade da distribuição de dividendos apenas para evitar que o cumprimento dessa determinação legal implique em uma situação limítrofe de insolvência da companhia¹⁷⁵. Como se viu, lucratividade e fluxo de caixa não se confundem¹⁷⁶. Ainda que existam lucros sociais, a posição de caixa da companhia pode estar negativa e a utilização de recursos para o pagamento de dividendos pode implicar no não cumprimento de outras obrigações da sociedade, como o pagamento dos credores. Não obstante, os lucros que deveriam ser destinados à distribuição de dividendos continuam sendo destinados à distribuição, mas ficam mantidos em reserva especial com este fim até que a situação financeira incompatível seja transposta, realizando-se a distribuição em momento futuro.

Por fim, o §6º do art. 202, também introduzido na lei acionária por meio da reforma de 2001, inaugura um regime de destinação compulsória do saldo de lucros que não receberem destinação específica, devendo ser necessariamente distribuído para os acionistas na forma de dividendos. O dispositivo passa assim, na sua integralidade, a afastar quase que

¹⁷⁵ Sobre a distribuição de dividendos em sociedade com dificuldades financeiras, cf. item 9.5.2.

¹⁷⁶ Cf. item 6.3.

por completo a autonomia privada da administração (ou da maioria acionária, reunida em assembleia) na decisão de destinação dos lucros sociais.

O dividendo mínimo obrigatório mostra-se, portanto, como um mecanismo legal criado para *exigir* a distribuição de dividendos que, como se verá, é por sua natureza uma decisão de gestão financeira da sociedade e acomodação de expectativas dos acionistas. A suposta flexibilidade do dispositivo, após as alterações que sobrevieram ao diploma societário brasileiro, é uma *flexibilidade relativa*, que afasta a imposição legal em circunstâncias muito limitadas e interfere sobremaneira na autonomia e discricionariedade dos órgãos de administração da sociedade.

9.2.3 Dividendos intercalares e intermediários (e a legalidade da distribuição de lucros não apurados)

Além do dividendo mínimo, a lei reserva ainda alguns artigos para disciplinar a possibilidade de distribuição de dividendos intermediários e intercalares (art. 204) e o procedimento de pagamento de dividendos (art. 205).

Como já visto neste trabalho, as técnicas contábeis permitiram que a continuidade da sociedade fosse segmentada em exercícios sociais, sobre os quais foi possível criar um sistema de certeza relativa sobre os lucros produzidos pela sociedade¹⁷⁷. Os dividendos intermediários e intercalares são exceção a esta regra, na medida em que a lei do anonimato indica a possibilidade de se apurar lucro em período menor que um exercício social, ampliando a periodicidade da distribuição. Especificamente no caso dos dividendos intercalares, a abordagem legal é ainda mais ousada e dispensa não apenas a anuidade do exercício social como a prévia aprovação do balanço constando o lucro pela assembleia geral.

Basicamente, as hipóteses do art. 204 permitem o pagamento de dividendos sem a apuração do lucro anual, com base no lucro do exercício em curso ou em lucros acumulados. Há, nesta parte da disciplina de dividendos, uma exceção ao princípio norteador da intangibilidade do capital social: o dispositivo permite, em prol da remuneração dos

¹⁷⁷ CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. *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, p. 413.

acionistas por meio do dividendo, que recursos corram da companhia para o acionista antes de verificadas todas as perdas do exercício, em movimento de efetiva devolução de capital para os acionistas, sem a oposição de credores¹⁷⁸. Por isso, o legislador tomou o cuidado de inserir alguns requisitos para operacionalizar a distribuição intermediária ou intercalar: (i) a existência de lucro apurado em balanço de periodicidade semestral ou maior; (ii) a existência de lucro apurado em balanço de periodicidade inferior à semestral, desde que o balanço seja acompanhado de reserva de capital em valor igual ou superior ao lucro a ser distribuído; (iii) a existência de lucros ou reservas de lucros no último balanço anual ou semestral aprovado, independentemente de balanço levantado para apurar o lucro verificado no exercício em curso ou reserva de capital¹⁷⁹.

Não obstante, o caráter excepcional de uma distribuição de dividendos antes mesmo da apuração do resultado do exercício é indicativo de uma forte inclinação da nossa lei a favor da remuneração periódica dos acionistas por meio de dividendos. O regime legal da formação e distribuição do lucro financeiro da companhia e o regime de destinação de resultados demonstram a preferência da Lei das S.A. pelo dividendo como o evento de distribuição que, via de regra, relaciona o lucro da sociedade com o lucro do acionista. Não há, em relação aos outros eventos de distribuição indicados no Capítulo 8, nenhuma outra disciplina com tantos detalhes do processo completo de formação e distribuição quanto a disciplina jurídica da distribuição dos lucros financeiros sob a forma de dividendos¹⁸⁰.

Apesar de todos esses dispositivos privilegiando a distribuição de dividendos, a lei não fez uma associação direta do fim lucrativo da sociedade como sendo o lucro social no seu sentido financeiro. Ao contrário, nos dispositivos em que enunciou princípios de fim lucrativo e finalidade da sociedade, o fez de maneira genérica, justamente porque a simples ausência de lucro financeiro ou de distribuição de dividendos não poderia ser suficiente para obstar o cumprimento do fim lucrativo.

¹⁷⁸ Sobre as situações permitidas no art. 204 da Lei 6.404/76, discorre Luiz Sampaio de Campos: “Nestas hipóteses, embora possa haver, a rigor e em tese, situações de efetiva devolução do capital para os acionistas, em razão de perdas supervenientes e no próprio exercício social, o legislador, deliberadamente, entendeu que, adotadas certas cautelas e requisitos legais, poderiam ser transferidos recursos da sociedade para os acionistas antes de apurado o resultado do exercício social e sem a possibilidade de oposição dos credores.” (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, p. 429-430).

¹⁷⁹ 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, p. 430.

¹⁸⁰ A título de ilustração, a expressão “dividendo” aparece 69 vezes no diploma societário.

Assim, a opção legislativa por privilegiar o lucro financeiro da sociedade e, conseqüentemente, atribuir ao dividendo a medida do lucro do acionista, não foi impensada. Ao contrário, foi reflexo do contexto econômico-social da época da sua promulgação e serviu como resposta aos principais anseios daquele momento.

9.3 O contexto histórico da promulgação da Lei 6.404/76

O atual diploma societário brasileiro surgiu, como é sabido, em um contexto de ideias desenvolvimentistas que prevalecia no mundo. No Brasil, o desenvolvimento econômico acelerado passou a ser, a partir da década de 1950, prioridade no cenário político e econômico¹⁸¹. Dentre os maiores objetivos deste projeto de desenvolvimento econômico brasileiro estava o fomento e expansão do mercado de capitais e, via de consequência, a promulgação de leis que inaugurassem mecanismos jurídicos para cumprir tais objetivos.

O cenário do mercado de capitais e das sociedades anônimas, naquele momento, era marcado pelas seguintes características: (i) imóveis urbanos eram considerados o principal instrumento de aplicação de poupança, relegando aos mercados de capitais um traço de incipiência e irrelevância¹⁸²; e (ii) a legislação do imposto sobre a renda em vigor criava um empecilho para as companhias, que não conseguiam fazer com que o aumento do seu patrimônio líquido pudesse ser percebido e quantificado pelos investidores (seja sob a forma de maior valor nominal ou de ações bonificadas)¹⁸³.

Diante disso, o governo passou a adotar uma série de medidas (incluindo a promulgação da Lei n. 4.728/65, que inaugurou a disciplina do mercado de capitais) para modernizar as instituições do mercado de capitais, inclusive utilizando do instrumento

¹⁸¹ LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.* 3ª ed, Rio de Janeiro: Renovar,1997., v.1, p.117 e ss.

¹⁸² “A conjugação da inflação com leis que vedavam obrigações com cláusula de indexação (Decreto nº 23.501, de 27.11.1933) e juros superiores a 12% ao ano (Decreto nº 22.626, de 7.4.1933) tornava inviável a emissão de títulos de dívida com prazo superior a poucos meses. As únicas obrigações a prazos médio e longo que circulavam nos mercados eram os títulos da dívida pública, que não eram adquiridos por investidores, mas por fornecedores do Governo que precisavam caucioná-los em garantia de contratos com órgãos da administração pública.” (LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.* 3ª ed, Rio de Janeiro: Renovar,1997., v.1, p.120)

¹⁸³ Explicam os autores do anteprojeto da Lei 6.404/76: “As ações mantinham o mesmo valor nominal durante anos porque a reavaliação de ativos era tributada com o lucro da pessoa jurídica e a capitalização da reavaliação, assim com o a de lucros acumulados, era inviável por ser tributada com o rendimento dos acionistas. A situação dos imóveis, com os quais as ações competiam na coleta de poupanças voluntárias, era inteiramente diferente: o preço de mercado refletia imediatamente a inflação e a valorização real, permitindo ao investidor perceber e medir o resultado da sua aplicação.” (LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.* 3ª ed, Rio de Janeiro: Renovar,1997., v.1, p.120)

tributário “como meio para direcionar a poupança privada para esse mercado e induzir o empresário a abrir sua empresa à participação do público investidor.”¹⁸⁴. Foram vários os incentivos fiscais, alguns direcionados inclusive às pessoas físicas e jurídicas para investirem em compra de ações cotadas no mercado de capitais¹⁸⁵.

Essa série de medidas e incentivos a favor do desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro resultou em um grande movimento especulativo em 1971, que gerou uma verdadeira “bolha” nas bolsas de valores, seguido de um longo período de queda das cotações e volume de transações, que prejudicou essencialmente o que os autores do anteprojeto chamaram de “especuladores amadores”¹⁸⁶, isto é, grande parte da poupança popular que entrou no jogo da especulação sem informação e proteção. O estouro da bolha de 1971 atentou para a necessidade de reforma das leis do mercado de capitais e das sociedades por ações, notadamente no que diz respeito à necessidade de um órgão regulador especializado na disciplina do mercado de capitais, em substituição ao Banco Central, e à maior proteção dos minoritários e do público investidor.

Até então, o diploma societário que vigia no ordenamento jurídico brasileiro era o Decreto-lei n. 2.627/1940, elaborado num contexto já ultrapassado e que tinha por modelo a sociedade anônima fechada. Não buscava, portanto, nenhum dos objetivos desenvolvimentistas e muito menos as preocupações de tutela e retomada do mercado de capitais. Visando às companhias de menor parte, não conferia mecanismos para tutelar a macroempresa moderna, que dependia de um bom e estruturado mercado primário de ações.

Não havia uma disciplina específica de distribuição de lucros no diploma anterior, que deixava a decisão sobre a destinação dos lucros sociais a cargo da maioria dos acionistas, reunidos em assembleia. Ressalte-se, nesse sentido, a característica marcante do controle definido presente na quase totalidade das companhias brasileiras da época, o que levava à

¹⁸⁴ LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.* 3ª ed, Rio de Janeiro: Renovar, 1997., v.1, p.125

¹⁸⁵ O exemplo clássico é do Decreto-lei n. 157, que autorizou a aplicação por pessoas físicas (10%) e jurídicas (5%) do imposto de renda na aquisição de “Certificados de Compra de Ações”, vendidos por bancos de investimento, sociedades de crédito, financiamento e investimento e sociedades corretoras autorizadas a atuar na Bolsa de Valores. Os recursos captados por estas instituições, por sua vez, deveriam ser aplicados em companhias abertas.

¹⁸⁶ “As vítimas dos movimentos desse tipo são os especuladores amadores, que ficam proprietários de ações compradas a preços muito superiores aos que — em condições normais de mercado — exprimem juízo coletivo sobre a rentabilidade futura da companhia. No caso brasileiro, dezenas de milhares de pessoas perderam todo ou grande parte do seu patrimônio, ao venderem bens de toda a natureza, inclusive imóveis residenciais, para participarem do jogo das Bolsas.” (LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.* 3ª ed, Rio de Janeiro: Renovar, 1997., v.1, p.128).

prática comum do reinvestimento dos lucros e autofinanciamento das companhias, por decisão da administração e dos controladores, muitas vezes em situação de abuso e expropriação da minoria acionária¹⁸⁷.

A Lei 6.404/76 surge então com objetivos muito claros: (i) promover a grande empresa e o seu financiamento pelo mercado de capitais¹⁸⁸, 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. Em linhas gerais, como declarado na exposição de motivos, o projeto de lei tinha o fim precípua de “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.”¹⁸⁹

Nesse contexto, a preocupação maior do legislador, ainda mais considerando os fatos da época, era conseguir que a poupança popular fosse, de forma voluntária, transferida do Estado para o setor empresarial privado. Para isso, indicou-se a necessidade do “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.”¹⁹⁰

¹⁸⁷ Afirgam Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro: “No regime do Decreto-lei revogado, a ocorrência de lucros, de per si, embora criasse a expectativa do dividendo, não era suficiente para determinar, em todos os casos, sua necessária distribuição. Se é verdade que o dividendo se tornava devido, definido e percentualmente quantificado no estatuto, não é menos verdade que sua efetiva declaração não se dava nas hipóteses em que o estatuto remetia à resolução da Assembléia a atribuição de deliberar sobre a partilha ou não dos lucros do exercício. Nesse particular, não raras vezes sujeitaram-se as minorias acionárias ao arbítrio da maioria, sendo necessário o recurso ao Judiciário para conter os abusos. O instituto do dividendo obrigatório, consagrado no art. 202 da lei, tem por objetivo remediar essa situação, tornando praticamente automática a distribuição de pelos menos parte do lucro. Com essa criação do diploma de 1976, que tantos debates suscitou, adquire novos contornos o direito essencial do acionista, de participar dos lucros sociais, passando a expectativa do dividendo a depender menos da administração ou da maioria.” (TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. Vol. II. São Paulo: Ed Bushatsky, 1979, p. 589).

¹⁸⁸ O objetivo da lei, à época da sua promulgação, era o fortalecimento do mercado **primário** de ações. Nas palavras dos autores do anteprojeto: “O fato é que hoje não existe no País mercado primário de ações, ou seja, mercado para novas ações emitidas por companhias que tenham um projeto a implantar ou expandir, e que dependam da colocação de suas ações para conseguir levá-lo avante. O que existe é um mercado de Bolsa, que não canaliza poupanças para as empresas, mas apenas facilita a troca de posições entre investidores. (...) O que interessa ao desenvolvimento do País — e o que constitui a única via para desacelerar e sustar o processo de estatização da economia — é a criação do mercado primário de ações, o que jamais será conseguido apenas com a elevação artificial das cotações da Bolsa.” (LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.* 3ª ed, Rio de Janeiro: Renovar, 1997., v.1, p.143)

¹⁸⁹ Ministério da Fazenda. Exposição de Motivos n. 196, de 24.6.1976.

¹⁹⁰ Ministério da Fazenda. Exposição de Motivos n. 196, de 24.6.1976.

Verifica-se, assim, que a legislação societária foi concebida em um contexto de grande preocupação com os incentivos corretos ao investidor de mercado e, conseqüentemente, ao acionista minoritário. *Segurança e rentabilidade* foram os vetores do projeto que se consagrou como a disciplina societária que se mantém até hoje.

Para os autores do anteprojeto, o grande obstáculo do desenvolvimento de um mercado de capitais no Brasil, à época da promulgação da Lei das S.A., era a ausência de um número suficiente de investidores-empresários, agentes de poupança individual, que subscrevem ações como título de renda, isto é, “com o objetivo de adquirir o direito patrimonial assegurado pela ação, que é o de participar nos resultados da companhia, e que se traduz em dividendos.”¹⁹¹ Diante disso, estabeleceu-se que os dividendos seriam o instrumento capaz de restaurar a ação como título de renda variável, por meio do qual o acionista participa dos lucros na companhia¹⁹².

9.4 As conseqüências na interpretação jurisprudencial (art. 206)

Como visto, muito embora a lei tenha utilizado o conceito de lucro financeiro (em detrimento do lucro econômico) para basear toda a disciplina de distribuição de lucros, privilegiando o dividendo, o fim lucrativo é tratado de forma isolada, sem que haja uma identificação direta, por parte da lei, entre lucro e fim lucrativo da sociedade.

Dentre os poucos artigos que fazem referência ao fim da sociedade, temos o art. 206, que dispõe sobre as causas de dissolução da sociedade. Justamente porque a sociedade foi criada com um propósito inicial de união de recursos e esforços para atingimento de um objetivo comum, qual seja, o fim lucrativo, uma das hipóteses de dissolução da sociedade é a comprovação judicial, incitada pelos próprios acionistas, de que a sociedade se encontra impossibilitada de cumprir o seu fim (art. 206, II, “b”).

Assim, a hipótese normativa do art. 206, II, “b”, afasta-se, como vem sendo feito ao longo desse trabalho, das questões mutáveis e individuais do que poderia ser entendido como “fim” da sociedade, para dar espaço a um conceito de “fim lucrativo”, pois é um

¹⁹¹ LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.* 3ª ed, Rio de Janeiro: Renovar, 1997, v.1, p.149.

¹⁹² “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.” (Ministério da Fazenda. Exposição de Motivos n. 196, de 24.6.1976.)

elemento permanente da estrutura societária¹⁹³. O fim lucrativo consiste, portanto, no teor da norma prescrita pelo art. 206, II, “b”.

A associação entre a dissolução da sociedade por não preenchimento do seu fim e o fim lucrativo vem sendo realizada pelos nossos tribunais mesmo na vigência de diplomas anteriores, em que já constava essa possibilidade jurídica de dissolução da sociedade. A ausência de produção e distribuição de lucros sociais foi apontada como motivo de dissolução em diversas decisões na lei de regência anterior, colacionadas por COMPARATO, tal como a decisão da 2ª Câmara Civil do Tribunal de Justiça de São Paulo, em acórdão proferido em 1953, a favor da dissolução de sociedade que não dá lucros, apenas prejuízo, indicando que ela não preencheria seu fim. Na mesma linha, um acórdão de 1962 do Tribunal de Justiça do Paraná entendeu que uma sociedade que não distribuía dividendos há mais de dez anos poderia ser dissolvida¹⁹⁴.

Em julgados mais recentes, é possível encontrar a mesma sistemática de julgamento por parte dos tribunais pátrios, muito embora mais voltada para a construção pretoriana da dissolução *parcial* das sociedades anônimas. Em decisão proferida em 2000, o Superior Tribunal de Justiça entendeu ser possível a dissolução parcial com base no art. 206, II, “b” da Lei, em decorrência da quebra da *affectio societatis* combinada com a inexistência de lucros e de distribuição de dividendos¹⁹⁵. Em uma outra linha, um outro acórdão, proferido também na ocasião de um recurso especial decidiu, ao contrário, pela *impossibilidade* da dissolução parcial no caso de sociedade que foi constituída com o objetivo de um lucro de longo prazo (desenvolvimento de projetos florestais) e que, portanto, não estava distribuindo dividendos por razoável lapso de tempo¹⁹⁶. E, voltando para à inclinação de que a simples ausência de distribuição de dividendos seria causa suficiente para a dissolução da sociedade, temos decisão mais recente que julgou procedente o pedido de dissolução parcial de

¹⁹³ Nesse sentido, discorre Comparato: “É obvio, porém, que o modelo jurídico constituído pela hipótese normativa atende não a concretas e mutáveis razões individuais, e sim a fatos gerais e abstratos, correspondentes ao *id quod plerunque accidit*. O “fim” mencionado pela lei está a indicar, pois, um elemento permanente da estrutura societária. Esse elemento permanente é o caráter lucrativo da atividade empresarial desenvolvida pela sociedade.” (COMPARATO, Fábio Konder. *Reflexões sobre a dissolução judicial de sociedade anônima por impossibilidade de preenchimento do fim social*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, a. 33, n. 96, p. 67-72, out./dez. 1994)

¹⁹⁴ COMPARATO, Fábio Konder. *Reflexões sobre a dissolução judicial de sociedade anônima por impossibilidade de preenchimento do fim social*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, a. 33, n. 96, p. 67-72, out./dez. 1994

¹⁹⁵ STJ. REsp n. 111.294 – PR (1996/0066757-8). Relator: Ministro Barros Monteiro. Julgado em 19.09.2000, DJ: 28/05/2001.

¹⁹⁶ STJ. REsp n. 247.002 – RJ (2000/0008775-0). Relatora: Ministra Nancy Andrighi. Julgado em 04.12.2001, DJ: 25/03/2002.

sociedade fundado na não distribuição de dividendos por sociedade existente há doze anos, que gerou lucro em apenas três exercícios e distribuiu tais lucros tão somente em um deles¹⁹⁷.

Nessa toada também estão algumas decisões do Tribunal do Estado de São Paulo. Em decisão proferida em 2009, a 5ª Câmara de Direito Privado decidiu pela dissolução de sociedade que não apresentava lucro no período de oito anos, aliada à diminuição do patrimônio líquido e quadro de funcionários, entendendo pela inviabilidade da sociedade¹⁹⁸. Outra decisão proferida na mesma Câmara seguiu em linha diversa, entendendo que os argumentos levantados pelos autores de desempenho decrescente, rentabilidade diminuída e redução de percepção dos dividendos não seriam suficientes para determinação da dissolução da sociedade em questão¹⁹⁹.

No mérito, a análise dos tribunais não nos parece de todo errada, mas certamente cria confusão para o operador do direito. Muito embora possamos encontrar traços de razoabilidade nas decisões que decidiram pela dissolução da sociedade com base no art. 206, II, “b”, não existe um critério claro de qual seria o parâmetro temporal ou as 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 casuística²⁰⁰.

¹⁹⁷ Nos termos do voto-relator vencedor: “Trata-se, isto sim, de aplicação exclusiva do art. 206, II, b da Lei das S.A., suficiente por si só para ensejar o pedido de dissolução da sociedade quando houver ausência de distribuição de lucros aos acionistas apto a configurar o não atingimento do fim da companhia. (...) Em suma, a impossibilidade de preenchimento do fim da sociedade anônima caracteriza-se nos casos em que a companhia apresenta prejuízos constantes e não distribui dividendos, possibilitando aos acionistas detentores de 5% ou mais do capital social o pedido de dissolução, com fundamento no art. 206, II, b da Lei nº 6.404/76.” (STJ. REsp n. 1.321.263 – PR (2012/0062485-4). Relator: Ministro Moura Ribeiro. Julgado em 06.12.2016, DJe: 15/12/2016.)

¹⁹⁸ TJSP. 5ª Câmara de Direito Privado. Apelação n. 591.370.4/9-00. Des. Relator: A.C. Mathias Coltro. Julgado em 11.02.2009.

¹⁹⁹ TJSP. 5ª Câmara de Direito Privado. Apelação n. 9180722-71.2003.8.26.0000. Des. Relator: Silvério Ribeiro. Julgado em 16.02.2011.

²⁰⁰ A esse respeito, discorrem José Alexandre Tavares Guerreiro e Egberto Lacerda Teixeira: “A reiterada e prolongada ausência ou insuficiência de dividendos pode representar indício da incapacidade da sociedade para atingir seus fins e constitui freqüente motivação para pleitos dissolutórios formulados por acionistas descontentes. Mas, por outro lado, não há critério seguro para determinar qual o período necessário para comprovar a inviabilidade do empreendimento. Se, de um lado, o objeto da companhia há de ser empresa de fim lucrativo (art 2o), inscrevendo-se como direito essencial a prerrogativa de o acionista participar dos lucros sociais (art 109, inciso I), não se pode deixar de reconhecer que determinados empreendimentos reclamam longo prazo de manutenção para o retomo do investimento sob a forma de dividendos. A lei, em mais de um ponto, levou em conta essa realidade, como, por exemplo, no § 3o do art 111 e no art 196. **Inexistem, na matéria, regras objetivas, de sorte que cada caso há de ser considerado em sua especificidade concreta.** A esse propósito lembra Cunha Peixoto decisão do Supremo Tribunal Federal que deu pela inviabilidade de companhia que permaneceu vinte e cinco anos sem produzir lucro, o que evidentemente é um caso extremo”.

De fato, a interpretação no sentido de aproximar o fim lucrativo única e exclusivamente da produção e distribuição de lucros financeiros, privilegiando a lucratividade e os dividendos sobre a geração de valor, parece-nos ser míope, pois não leva em consideração a situação de uma infinidade de companhias que, como se verá com mais detalhe mais à frente, ainda que não produzam lucros financeiros ou distribuam dividendos por certo período, continuam sendo valiosas e gerando lucro para seus acionistas por meio, principalmente, da conversão do lucro econômico.

Por fim, interessante perceber que a própria Lei das S.A. admitiu, mesmo que timidamente, esse tipo de situação, como no caso das sociedades pré-operacionais (§3º do art. 111) ou, ainda, ao ser expressa na possibilidade, observados os limites legais, de reinvestimento do lucro (art. 196). Mas a sua inclinação clara em favor da distribuição de dividendos por meio de um sistema rígido de destinação de resultados pode conduzir a interpretações equivocadas em favor da necessidade dos dividendos para que se comprove que a sociedade está em cumprimento do seu fim lucrativo.

9.5 Consequências práticas

Considerando todo o exposto até aqui, foi possível defender que o cumprimento do fim lucrativo, entendido como a geração de lucro para o acionista, abrange outras questões que não apenas a lucratividade da companhia, tais como o custo de oportunidade para o acionista, a geração de lucro econômico, o crescimento e as perspectivas de rentabilidade futura.

Ignorar todas essas outras questões é permitir que o fim lucrativo seja resumido à lucratividade da sociedade, o que não nos parece ter sido intenção da lei societária brasileira. Essa forma de interpretação, aliada à rigidez do sistema de destinação dos resultados, dá espaço para certos abusos e anomalias na realidade das sociedades anônimas. Como exemplo, temos situações de minoritários oportunistas e situações em que sociedades distribuem dividendos em situação financeira incompatível ou destroem valor para distribuir lucratividade, gerando um impasse na sua própria existência.

(grifo nosso) (TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. Vol, II. São Paulo: Ed Bushatsky, 1979, p. 626)

9.5.1 Oportunismo da minoria

Sem entrar nos detalhes do abuso de minoria²⁰¹, temos que alguns dispositivos na Lei das S.A. dão margem para que o minoritário, empoderado por alguma prerrogativa legal, possa abusar das suas posições jurídicas ativas, seja de forma comissiva (imposição de uma decisão minoritária abusiva aos demais sócios) ou omissiva (utilizando do seu poder para manter-se inerte ou bloqueando o processo decisório e impedindo a tomada de deliberações societárias importantes para a dinâmica da sociedade). Como a verificação do abuso exige uma verificação da quebra do dever de lealdade²⁰², o que demanda uma análise mais profunda e talvez casuística das questões postas, utilizaremos a expressão “oportunismo da minoria” para nos referir, em matéria de distribuição de lucros, a situações em que a nossa lei do anonimato abriu espaço para comportamentos potencialmente abusivos dos minoritários.

A primeira situação de potencial abuso da minoria no que tange a distribuição de lucros é o poder que a disciplina do dividendo mínimo obrigatório confere aos minoritários, por meio do “veto” previsto no §3º do art. 202. O dispositivo em questão abre espaço para o abuso de um único acionista que não compactue com a dinâmica de distribuição ou retenção de lucros prevista pela administração²⁰³. Segundo HARBICH, ao legislador teriam assistido outras opções para solucionar a questão da inconformidade do minoritário com a proposta de distribuição de lucros sem que isso lhe conferisse um poder de veto tão relevante, a saber: (i) incluir a oposição do minoritário nas possibilidades de dissidência e retirada do art. 137²⁰⁴ ou (ii) vincular a possibilidade de oposição a um percentual mínimo, como a lei já faz em outras ocasiões, o que temperaria o dividendo obrigatório²⁰⁵.

²⁰¹ O tema é objeto de obra intelectualmente esclarecedora promovida por Adamek. Segundo o autor: “O abuso de minoria é abuso que pode se verificar no exercício pelo sócio de cada uma e todas as posições jurídicas subjetivas ativas inerentes à sua situação jurídica, à sua posição contratual na complexa relação jurídica societária. (...) O abuso no exercício de posições jurídicas subjetivas (...) resta configurado precisamente pela violação de um específico dever jurídico: o dever de lealdade.” (ADAMEK, Marcelo. *Abuso de minoria em direito societário*. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 69-70.)

²⁰² “O abuso de minoria, portanto, verifica-se quando o sócio, por ação ou omissão (a oposição abusiva), atua de maneira conflitante com o interesse social (...) ou em desacordo com o dever geral de lealdade societária (...).” (ADAMEK, Marcelo. *Abuso de minoria em direito societário*. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 180).

²⁰³ Harbich já indicava a problemática por detrás dessa disposição: “Todavia, o direito de veto contido no §3º do art. 202 estabelece o poder de um acionista (em caso extremo de uma só ação) de obrigar a companhia de distribuir dividendos.” (HARBICH, Ricco. *Conceito e destinação do lucro na nova lei das sociedades por ações*. 2ª ed. São Paulo: RT, 1980, p. 48).

²⁰⁴ A redação dos arts. 137 e 137 conferem direito de retirada apenas ao acionista dissidente da deliberação pela redução (estatutária) do dividendo mínimo obrigatório.

²⁰⁵ HARBICH, Ricco. *Conceito e destinação do lucro na nova lei das sociedades por ações*. 2ª ed. São Paulo: RT, 1980, p. 48.

Também dá margem a um posicionamento oportunista do minoritário a possibilidade inaugurada pelo art. 206 da Lei das S.A., em que acionistas com ao menos 5% do capital da sociedade proponham ação de dissolução da sociedade com base na impossibilidade de preenchimento do seu fim, conforme já discutido no presente trabalho²⁰⁶. Se, de um lado, o dispositivo funciona como válvula de escape para o minoritário que está sob a discricionariedade de uma maioria propensa ao abuso, de outro, o poder conferido aos minoritários por meio desse dispositivo, combinado com a jurisprudência dos nossos tribunais, poderia funcionar como um instrumento para que a minoria pudesse forçar uma distribuição de lucros em interesse próprio, em momento inapropriado e contra a estratégica e dinâmica societárias.

A nosso ver, a sociedade que não distribui dividendos, por si só, não poderia ser objeto de ataque de minoritários amparados nos dispositivos acima. Ainda mais se, como vem sendo sugerido no presente trabalho, ampliarmos a visão sobre distribuição de lucros da sociedade para abarcar tanto a ideia de transferência de lucro financeiro, quanto a conversão de lucro econômico, por meio de outros tantos eventos de distribuição que não apenas a distribuição de dividendos.

9.5.2 Distribuição de dividendos em prejuízo à solvência da sociedade

Os dividendos são a forma de remuneração dos acionistas que reflete justamente a produção de lucros financeiros pela sociedade. Sendo assim, a distribuição de dividendos é evento que olha isoladamente para a lucratividade da sociedade, em sentido contabilmente estático. Esse padrão pode gerar algumas distorções na dinâmica societária de distribuição de dividendos.

Como já explorado no presente trabalho, a noção de fluxo de caixa é essencial para se analisar a capacidade da administração de uma determinada sociedade em implementar decisões financeiras fundamentais, sejam elas relacionadas ao pagamento de obrigações, realização de investimento ou remuneração dos acionistas. Imagine-se que uma sociedade tem um excesso de caixa “x” para ser utilizado e que esse excesso já desconsidera a taxa de retorno esperada por um acionista, ou seja, temos um valor presente líquido positivo. O que esse valor representa é a capacidade da sociedade em tomar determinadas

²⁰⁶ Cf. item 9.4.

decisões financeiras fundamentais. A sociedade poderá então utilizar o excesso de caixa para pagar suas obrigações (ou adiantá-las), investir no próprio negócio ou, ainda, remunerar os acionistas.

A distribuição de dividendos é evidentemente uma dessas decisões. Temos, assim, que os dividendos dependem não apenas da apuração de lucro contábil, mas também de uma situação financeira de fluxo de caixa positivo. Caso contrário, a decisão pela distribuição de dividendos, ainda que houvesse lucro, poderia ser um passo para a insolvência da sociedade que precisa daquele mesmo caixa para fazer frente às suas obrigações. No limite, é possível distribuir dividendos e declarar estado de insolvência em momento subsequente, justamente porque lucro não se confunde com fluxo de caixa positivo.

A lei tentou capturar essa realidade no §4º do art. 202, que determina que o dividendo mínimo “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”. Nesse caso, como já visto acima, a obrigatoriedade do dividendo mínimo obrigatório é suspensa, e os lucros que seriam destinados à distribuição para os acionistas passam a constituir reserva especial, que somente poderá ser utilizada para (i) absorção de prejuízos ou (ii) distribuição de dividendos quando a situação financeira da companhia permitir, nos termos do §5º do art. 202.

O dispositivo, no entanto, não estabelece um procedimento para identificar o que consistiria efetivamente na situação financeira incompatível, ou tampouco para determinar o momento em que tal dificuldade financeira tenha cessado. A generalidade da regra cria disfunções para os dois lados: espaço para o abuso na retenção dos dividendos, mas também prejuízo (ou piora) da situação financeira que for desconsiderada.

Essa situação se agrava na medida em que as noções de *resultado* financeiro da sociedade (lucro ou prejuízo) e a noção de *disponibilidade* financeira se entrelaçam na sistemática adotada nos parágrafos §4º e do §5º do art. 202. Ao mesmo tempo que o §4º permite que a obrigatoriedade do pagamento do dividendo mínimo seja suspensa por conta da situação financeira da companhia (posição de caixa e obrigações vencidas ou vincendas), o §5º retoma a noção de utilização desses lucros suspensos para a absorção de prejuízos, situação que envolve resultados do exercício e produção de lucros sociais, e não posição de caixa.

A utilização desses conceitos sem o rigor técnico financeiro adequado acaba por levar a uma interpretação equivocada do dispositivo. É o que se percebe nos precedentes da CVM sobre o tema. Nos Processos Administrativos nº RJ-2007-10879 e RJ-2007-13216 (caso Eletrobrás), o colegiado da autarquia decidiu que reservas que foram criadas pela Eletrobrás utilizando da prerrogativa do §4º do art. 202 (incompatibilidade da distribuição de dividendos com a condição financeira da companhia) deveriam ser distribuídas, porque implicavam na retenção de dividendos para a realização de investimentos, o que não seria permitido pelo art. 198 da Lei 6.404/76²⁰⁷.

Aqui vale uma análise do caso sob uma perspectiva um pouco mais financeira. Como já visto acima, os §§ 4º e 5º do art. 202 permitem que a distribuição do dividendo mínimo obrigatório seja suspensa por conta da indisponibilidade financeira da sociedade. O §5º indica que a reserva especial formada com os lucros que deveriam ser destinados aos dividendos não distribuídos deverá ser utilizada (i) para absorção dos prejuízos do exercício subsequente ou (ii) para distribuição dos dividendos quando a indisponibilidade financeira cessar.

Quando tal reserva não é utilizada para absorção de prejuízos, em tese deveria ser utilizada para a distribuição de dividendos. No entanto, sabemos que a indisponibilidade financeira nada tem a ver com a lucratividade. Nesse sentido, ainda que houvesse lucros no exercício subsequente e, portanto, não utilização da reserva para absorção de prejuízos, não necessariamente haveria disponibilidade financeira para o pagamento dos dividendos em questão.

Além disso, uma boa gestão do fluxo de caixa permite que o excedente de caixa seja reinvestido. O reinvestimento é, no entanto, do excedente de caixa e não dos lucros apurados. Ao que nos parece, o reinvestimento no caso da Eletrobrás foi do caixa excedente e não da reserva especial, que se mantinha intacta, sofrendo apenas os efeitos da atualização monetária. Esse reinvestimento de caixa não se confunde com o reinvestimento dos lucros, que podem inclusive nem terem sido apurados ao final dos exercícios em questão. Aliás,

²⁰⁷ “Entendo, portanto, que a retenção de dividendos para realizar investimentos é incompatível com o art. 198 da Lei nº 6.404/76. Na 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 assembléia geral.” (voto do Diretor Marcos Pinto nos Processos Administrativos nº RJ-2007-10879 e RJ-2007-13216).

nada impede que haja reinvestimento do caixa ao longo do exercício e prejuízo contábil apurado ao final.

A decisão do colegiado foi no sentido de exigir a distribuição imediata da reserva. Para isso, utilizou-se da norma do art. 198, que dispõe que “[a] destinação dos lucros para constituição das reservas de que trata o artigo 194 e a retenção nos termos do artigo 196 não poderão ser aprovadas, em cada exercício, em prejuízo da distribuição do dividendo obrigatório.” Acontece que a extinção da reserva especial criada por força do art. 194 não depende da existência de lucros nos exercícios subsequentes, mas da existência de condição financeira para o pagamento dos dividendos a serem distribuídos com base nos lucros que se mantinham “retidos” na reserva especial.

Assim, ao que tudo indica, no caso em tela, ainda que nos exercícios subsequentes à criação da reserva em questão fosse apurado o lucro, a manutenção ou não desta reserva em nada dependia deles, e sim da superação da situação financeira incompatível com a distribuição de dividendos baseados nos lucros que foram, no momento da criação da reserva especial, destinados a ela. Ressalte-se que, se a companhia tivesse destinado os lucros apurados, a cada exercício subsequente, para a reserva especial, aumentando-a em detrimento da distribuição de dividendos, a aplicação do art. 198 seria perfeitamente cabível, desde que comprovado que a companhia tinha condição financeira para pagar os dividendos referentes àqueles lucros anuais. Ao que nos parece, a causa para a distribuição dos lucros “retidos” na reserva especial criada por força do art. 194 é o atingimento pela sociedade de condição financeira (fluxo de caixa positivo) suficiente para pagar os dividendos com base *naqueles* lucros retidos, sem nenhuma relação com os lucros ou dividendos dos exercícios subsequentes.

Portanto, a nosso ver, o que a decisão do colegiado acabou fazendo no caso Eletrobrás foi interferir na gestão de caixa da companhia, algo que consiste em uma decisão essencialmente administrativa e de gestão e não deveria estar submetida ao escrutínio do regulador. Tal exemplo, obviamente, se baseia em premissas financeiras que não estão perfeitamente indicadas na decisão, mas serve para demonstrar como a preferência da lei pelos dividendos e a sistemática do art. 202 podem tolher a autonomia privada da administração da sociedade na condução dos negócios sociais.

Um exemplo claro de como a decisão a respeito do *pagamento* dos dividendos é uma questão de gestão financeira da sociedade (que, portanto, deve ficar à cargo da sua

administração) é a possibilidade da sociedade que apresenta lucro líquido distribuível no período, mas não possui um fluxo de caixa suficiente para o pagamento de dividendos (disponibilidade financeira), valer-se de um empréstimo para obter os recursos necessários ao pagamento do dividendo²⁰⁸. A decisão por um endividamento da sociedade é questão a ser avaliada por aqueles que conduzem o negócio e conseguem sopesar vantagens e desvantagens desse tipo de decisão com maior propriedade.

Tais casos demonstram o risco de se isolar a lucratividade e a produção de lucros financeiros dos demais parâmetros de valor para o acionista, com o fluxo de caixa, por exemplo. A mera existência de lucros não é suficiente para que a sociedade produza o retorno financeiro desejado, tampouco garante que a sociedade preencherá o seu fim lucrativo. Nesse sentido, olhar apenas para a produção de lucros financeiros e para o evento clássico de sua distribuição (dividendos), desconsiderando os outros eventos societários, parece-nos ser insuficiente para confirmarmos o cumprimento ou não do fim lucrativo em uma determinada sociedade.

9.6 Conclusão Preliminar

Como se viu, a Lei 6.404/76 exaltou o dividendo como sendo o mecanismo capaz de conferir rendimento ao investidor de mercado e, assim, cumprir não apenas o fim lucrativo da sociedade, mas o fim precípua da reforma da lei do anonimato, qual seja, a atração de investidores para a criação de um mercado primário. Observa-se que a disciplina dos dividendos vai sempre ao encontro da tentativa de tornar o investimento na sociedade atrativo em termos de rentabilidade. Daí de se justificar o dividendo mínimo obrigatório e a possibilidade de distribuição em intervalos menores, antes mesmo do final do exercício social.

Esse padrão foi repetido, com certa distorção, na interpretação jurídica dos tribunais, por exemplo, na aplicação do art. 206, II, “b” da Lei. A interpretação dos tribunais, no entanto, não confere clareza sobre a ausência de distribuição de dividendos ser ou não causa efetiva para a dissolução da sociedade por não preenchimento do seu fim lucrativo. A análise casuística dos tribunais demonstra uma interpretação míope do mecanismo.

²⁰⁸ “Assim, nada impede que a companhia lance mão de operação de crédito para gerar os fundos a distribuir como dividendo.” (TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. Vol. II. São Paulo: Ed Bushatsky, 1979, p. 591.)

No entanto, como vimos nos capítulos anteriores, os dividendos constituem um dos muitos eventos de distribuição aos quais a sociedade anônima está sujeita. Todos esses eventos são capazes, conforme visto acima, de proporcionar rendimento ao acionista por meio da ação e em decorrência do funcionamento da sociedade. Todos eles evidenciam, assim, a natureza da ação como título de renda variável, servindo ao objetivo da lei de retomar essa característica da ação, essencial ao mercado de capitais.

A lei teve uma preocupação muito clara em manter o sistema de destinação dos resultados sociais rígido e pré-estabelecido, seja em relação à criação e utilização das reservas ou à obrigatoriedade de se distribuir sempre o lucro líquido remanescente na forma de dividendos. Muito embora a redação original da lei tenha tentado dar certa liberdade para as companhias definirem a sua própria medida de distribuição de dividendos²⁰⁹, a verdade é que a preferência legal pelo regime de dividendos sobre as demais formas de remuneração do acionista, principalmente no que tange a disciplina do dividendo mínimo obrigatório, cria uma série de limitações de ordem prática para que se possa modificar o “script” da distribuição de lucros. As regras impostas para a destinação do lucro social são rígidas e a sua modificação pela vontade da administração ou dos acionistas não é fácil. O desvio do padrão imposto pela lei, quando permitido (nas cias abertas, a regra é a proibição) requer justificativa (art. 196, §1º e art. 202, §4º), unanimidade (art. 202, §2º) e enseja direito de retirada (art. 137, “b”). E, ainda assim, uma disposição “guarda-chuva” como a do §6º do art. 202 aniquila qualquer alternativa para o lucro líquido remanescente que não a distribuição de dividendos.

Por outro lado, a Lei das S.A. em momento algum atrela o fim lucrativo à distribuição de dividendos. E nem poderia, já que o resultado social negativo e as perdas são inerentes ao risco do negócio de sociedade, e decorrem muito mais da necessidade de segmentar a atividade social em períodos anuais (ou menores) para avaliação do seu desempenho do que efetivamente avaliar o cumprimento do fim lucrativo. Assim, o direito aos lucros, disposto no art. 109 da Lei das S.A., deve ser compreendido como qualquer tipo

²⁰⁹ “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 (art. 203 e seu § 2º).” (Ministério da Fazenda. Exposição de Motivos n. 196, de 24.6.1976)

de benefício econômico que o acionista percebe a partir do funcionamento e do desempenho da sociedade.

Como bem apontado pelos autores do anteprojeto de lei, em dado momento da evolução das sociedades anônimas, a propriedade da ação ligou-se à noção de produtividade da sociedade, pois a ação vale na medida do êxito da empresa²¹⁰. O valor da ação e, por consequência, da empresa, é a medida do lucro do acionista, que poderá ser percebido tanto pela distribuição de lucro financeiro – na forma de dividendos, por exemplo – quanto pelo lucro econômico, que é convertido em geração de caixa para o acionista por meio de outros eventos societários de distribuição, como visto acima.

O ponto principal que quer se chamar atenção com este trabalho é que o êxito da empresa é o cumprimento do seu fim lucrativo que é, em última instância, a geração de lucro para o acionista. Se a companhia cumpre (ou tende a cumprir) esse fim, o seu objetivo está sendo alcançado e ela está sendo exitosa. Esse comportamento já é percebido nas companhias atuais e está sendo refletido no mercado. Resta-nos entender como o direito societário pátrio poderia (ou deveria) se adaptar para acompanhar essa nova tendência socioeconômica.

²¹⁰ LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.* 3ª ed, Rio de Janeiro: Renovar, 1997, v.1, p.145.

10. Novo panorama da companhia contemporânea

Muito embora dotada de uma sistemática brilhante e mecanismos de grande valor para a evolução do direito societário brasileiro, a Lei das S.A. foi criada em um contexto específico e com um intuito muito claro de, nas palavras dos autores do anteprojeto, “modificar determinados padrões de comportamento e estruturas sociais.”²¹¹. Tais comportamentos já não são mais o padrão das sociedades contemporâneas, que inauguraram novas formas de gestão e, por consequência, deram espaço para o surgimento de modelos de sociedade mais responsivos às novas necessidades do mercado.

Muitos dos motivadores da disciplina societária inaugurada pela Lei 6.404/76 já não estão mais presentes no contexto socioeconômico atual. Não se deve esquecer, no entanto, a premissa básica de que a lei serve de instrumento para a mudança de padrões comportamentais e, portanto, muito do novo padrão das companhias e do mercado de capitais decorre do atingimento do objetivo que a lei de 1976 se propôs. Por outro lado, é evidente que essa mesma lei não consegue prever e regular completamente todas as situações que podem decorrer não apenas da sua aplicação, mas também da evolução natural da sociedade humana, principalmente nos seus aspectos econômicos e políticos.

10.1 Tendências no mercado de capitais e nas companhias abertas

As tendências no mercado de capitais e no respectivo comportamento das companhias abertas nos mostra que os principais motivadores para a implementação de uma disciplina distributiva rígida, que prioriza a distribuição de dividendos, não estão mais presentes na realidade econômica das companhias abertas e no mercado de capitais. Como visto acima, a promoção do mercado de capitais era o objetivo principal da reforma societária de 1976, baseada em dois principais vetores: segurança e rentabilidade.

No que diz respeito ao vetor **segurança**, o mercado de capitais brasileiro se desenvolveu e não apresenta mais as mazelas de um mercado marcado pela “especulação amadora” e propenso ao abuso da maioria, principalmente em função: (a) da presença legitimada e eficiente de um regulador próprio do mercado (CVM); (b) da importância que

²¹¹ LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.* 3ª ed, Rio de Janeiro: Renovar, 1997., v.1, p.148.

as regras de autorregulação²¹² conferiram para as práticas de transparência na gestão e divulgação de informações pelas companhias abertas; e (c) de normas contábeis uniformizadas segundo um padrão comum e internacional de contabilidade.

A CVM, que não existia até então, passou a regular de perto o mercado de capitais, atenta aos abusos de controladores e administradores e à realização de práticas não equitativas. O papel do regulador do mercado foi ganhando cada vez mais relevância e as condenações administrativas foram ganhando proporção e representatividade perante a condução dos negócios sociais²¹³, no intuito de inibir cada vez mais as práticas abusivas e a expropriação do minoritário.

Além disso, os padrões de boa governança, tanto em termos de transparência quanto de qualidade da informação prestada ao investidor, foram se tornando verdadeiros atrativos para a captação de investimento, independentemente da sua obrigatoriedade por lei. Vários desses padrões foram, por exemplo, incluídos como regras para listagem das companhias em determinados segmentos da bolsa de valores, adicionalmente às regras da legislação vigente²¹⁴. Outros são simplesmente esperados pelos investidores em geral, de modo que a sua inexistência é “punida” na precificação da ação pelo próprio mercado.

A globalização do mercado de capitais também interferiu diretamente nos padrões contábeis utilizados pelas companhias. Atualmente, as normais internacionais de contabilidade (IFRS) estabelecem padrões de escrituração contábil para as companhias em nível mundial. Na época da promulgação da Lei 6.404/76, como visto, não existia uma diretriz contábil que pudesse dar segurança e informação ao investidor de mercado. A Lei das S.A. foi uma primeira tentativa de padronizar os preceitos contábeis existentes, mas, com o decorrer do tempo, os preceitos contábeis dispostos na Lei 6.404/76 levaram a uma

²¹² A autorregulação é a regulação da atividade econômica pelos próprios agentes de mercado, imposta ainda que pela própria coletividade dos agentes regulados, portanto desenvolvida pelos órgãos coletivos privados e dotada de um caráter extra-estatal. Para melhor compreensão dos contornos e do papel da autorregulação no mercado de capitais, cf. YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

²¹³ Um exemplo é a recente promulgação da Lei 13.506, de 13 de novembro de 2017, que aumentou o teto de valor das multas aplicadas pelo Banco Central do Brasil e pela CVM, na qualidade de reguladores do mercado para 0,5% da receita de serviços e de produtos financeiros apurada no ano anterior ao da consumação da infração, ou, no caso de ilícito continuado, da consumação da última infração ou R\$ 2.000.000.000,00, o que for maior.

²¹⁴ Os segmentos de listagem da B3 determinam para as companhias que queiram ter suas ações negociadas nesses segmentos regras de proteção dos investidores, transparência, divulgação de informações, etc. que não são exigidas pela legislação federal. Para um estudo completo sobre a autorregulação do mercado de valores mobiliários brasileiro, cf. 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.

situação de “camisa de força” que dificultou a evolução da contabilidade no Brasil, principalmente em direção às normas internacionais de contabilidade²¹⁵. A solução começou a vir por meio do Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC que, amparado pela lei, mas não limitado a ela, passou a emitir pronunciamentos visando a uniformização de regras contábeis, inclusive nos padrões internacionais, os quais são acatados como normas pelos reguladores de mercado (CVM, BACEN, SUSEP, etc.).

Ainda que incipiente, a mudança no perfil das companhias que buscam o seu financiamento por meio do mercado de capitais também se mostra como uma tendência que afasta o padrão de controle abusivo vigente à época da promulgação da lei. GORGA, por meio de um levantamento empírico das características da estrutura de controle das companhias abertas brasileiras realizado com dados do mercado brasileiro entre 2006 e 2007, já indicava o início de uma mudança no padrão de concentração do controle acionário, ocasionado pelas novas companhias ingressantes no mercado de capitais brasileiro em decorrência das regras do Novo Mercado²¹⁶. Ainda não houve estudo empírico mais recente sobre o tema para confirmar a mudança nos padrões de concentração das companhias abertas brasileiras, mas definitivamente o mercado de capitais atual não tem o mesmo nível de concentração acionária que baseou as decisões legislativas de 1976. Assim, o argumento de que a concentração acionária levaria a uma maior propensão ao abuso também se perde.

O outro vetor que direcionou a disciplina distributiva da lei do anonimato vigente foi o incentivo à **rentabilidade** para o acionista, necessária ao desenvolvimento do mercado primário. Acontece que, como visto, a experiência e a evolução da economia e das finanças corporativas nos mostraram que a rentabilidade do acionista não é pautada unicamente pela lucratividade da sociedade e distribuição de dividendos. Nesse sentido, o mercado investidor passou a valorizar estratégias de gestão comprometidas com o aumento de valor da sociedade para o acionista, reconhecendo que o fluxo de renda do acionista não decorre exclusivamente da produção de lucros financeiros, mas também (e principalmente) da criação e conversão de valor (lucro econômico) capaz de ser convertido em renda para o acionista por meio de um evento de distribuição.

²¹⁵ Essa situação era decorrente, principalmente, do conflito que muitas vezes se seguia a normas emitidas por órgãos e diplomas legais distintos. Nesse sentido, cf. MARTINS, Eliseu. (et. al.). *Manual de contabilidade societária*. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2013, p.14.

²¹⁶ 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.

Assim, a necessidade de se forçar uma rentabilidade por meio da obrigatoriedade de distribuição de dividendos perde o sentido, na medida em que (i) o perfil dos investidores mudou e se tornou mais profissionalizado, capaz de avaliar com mais técnica as formas de rentabilidade para o acionista; e (ii) mesmo no caso da poupança popular não profissionalizada, as regras de supervisão e imputação de responsabilidade a administradores e controladores dão conta da proteção à rentabilidade do minoritário, que não precisa necessariamente vir pelos dividendos.

Em relação ao perfil dos investidores do mercado de capitais brasileiro, viu-se surgir ao longo desses anos a figura do investidor institucional, que atua no mercado de capitais de forma profissional, com capacidade técnica para decidir por uma alocação de recursos informada. Em 2010, segundo dados do relatório anual da B3, os investidores estrangeiros e institucionais brasileiros, juntos, representavam 63% do volume negociado na bolsa de valores brasileira²¹⁷.

Assim, o desenvolvimento do mercado de capitais, as outras formas impostas pela lei de supervisão e imputação de responsabilidade a administradores e controladores, o novo perfil do mercado investidor, bem como a evolução do que vem sendo chamado de “governança corporativa” são fatores que ampliaram a proteção do minoritário e melhoraram a transparência no diálogo dos diversos interesses que circundam a distribuição de lucros²¹⁸. Em crítica ao mecanismo do dividendo mínimo obrigatório, ROBERT indica que as novas regras e costumes do mercado podem ter tornado “a disciplina do dividendo mínimo obrigatório, de certa forma, redundante”²¹⁹ e, no limite, um obstáculo para a melhor eficiência das companhias e do mercado.

A própria globalização e, com ela, o volume e a rapidez na troca de informações e dados, inaugurou um novo padrão de conduta das sociedades anônimas que buscam o financiamento por meio do mercado de capitais. Nesse sentido, vem-se verificando um certo movimento de companhias que tem a sua operação no Brasil abrindo o capital em bolsas de

²¹⁷ 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.

²¹⁸ Nesse sentido, cf. capítulo sobre a necessidade contemporânea da tutela do dividendo mínimo obrigatório em ROBERT, Bruno. *Dividendo mínimo obrigatório nas S/A: apuração, declaração e pagamento*. São Paulo: Quartier Latin, 2011, pp. 63-80.

²¹⁹ ROBERT, Bruno. *Dividendo mínimo obrigatório nas S/A: apuração, declaração e pagamento*. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 78.

valores no exterior, principalmente nos Estados Unidos, por meio das suas sociedades *holdings* controladoras sediadas em outros países. Recentemente, as companhias Stone Pagamentos (StoneCo. Ltd.)²²⁰, Arco Educação (Arco Platform Ltd.)²²¹, PagSeguro Digital (Ltd.)²²² e Netshoes (Ltd.)²²³, abriram capital em bolsas norte-americanas e tem seus papéis negociados por lá, muito embora a sociedade operacional esteja sediada no Brasil²²⁴.

A busca por regras mais flexíveis e um mercado investidor mais qualificado parecem ser os principais motivadores desse movimento de “exportação” dos papéis brasileiros para outras bolsas de valores. ASSAF NETO aponta para o fato de que a globalização vem atuando de forma acentuada sobre os mercados financeiros, resumindo-os praticamente a um único mercado mundial, em que ativos que não geram valor são rapidamente identificados, descartados e substituídos²²⁵. De fato, o exemplo das companhias brasileiras que abrem capital em outras jurisdições nos mostra a tendência pela busca de um mercado investidor global, que permita às companhias concorrer livremente com papéis de companhias do mundo todo.

Esse novo padrão do mercado globalizado nos faz questionar se regras tão particulares à nossa legislação, que, por um contexto econômico da sua promulgação, privilegiou os dividendos sobre as outras formas de distribuição de lucro ou valor da sociedade, não prejudicam o financiamento das nossas companhias frente às demais companhias listadas em outros mercados com regras mais flexíveis.

10.2 Tendências nas companhias fechadas: a indústria de PE e VC

²²⁰ “Brasileira Stone sobe 30% em estreia na Nasdaq e valor de mercado alcança US\$ 9 bilhões.” Disponível em <<https://g1.globo.com/economia/noticia/2018/10/25/brasileira-stone-salta-30-em-estrela-na-nasdaq-e-valor-de-mercado-alcanca-us-9-bilhoes.ghtml>>. Acesso em 06.12.2018.

²²¹ “Em estreia na Nasdaq, ação da Arco sobe 35%.” Disponível em <<https://www.valor.com.br/financas/5887007/em-estrela-na-nasdaq-acao-da-arco-sobe-35>>. Acesso em 06.12.2018.

²²² “PagSeguro levanta US\$ 2,7 bi em IPO nos Estados Unidos.” Disponível em <<https://www.istoedinheiro.com.br/pagseguro-levanta-us-27-bi-em-ipo-nos-estados-unidos>>. Acesso em 06.12.2018.

²²³ “Netshoes conclui IPO na Bolsa de Nova York e capta US\$ 138,9 milhões. Disponível em <<https://www.valor.com.br/empresas/4941792/netshoes-conclui-ipo-na-bolsa-de-nova-york-e-capta-us-1389-milhoes>> Acesso em 06.12.2018.

²²⁴ Nesses casos, não estamos falando de *depository receipts* (ADRs), mas da própria ação da companhia holding no exterior.

²²⁵ ASSAF NETO, Alexandre. *Finanças Corporativas e Valor*. 7a ed. São Paulo: Atlas, 2016, p. 173.

Mesmo nas companhias fechadas, vem se estabelecendo novas tendências que demonstram a desnecessidade de regras rígidas para a destinação de resultados da sociedade. Nesse sentido, cada vez mais vem sendo utilizados, pelas companhias fechadas, mecanismos privados de captação que permitem àqueles que aportam recursos no negócio barganhar em relação às regras estruturais e distributivas da sociedade investida²²⁶. Trata-se principalmente dos investimentos de *private equity* e *venture capital* que, como já mencionado no presente trabalho, vem assumindo uma relevância significativa na economia.

Nesse tipo de captação de recursos, os investidores têm (ou criam) condições para compreender as estruturas internas das sociedades investidas e criar mecanismos para protegê-los em relação ao seu investimento ou às suas expectativas de retorno. Esse tipo de investimento é realizado tanto por investidores altamente qualificados, como fundos de investimento com gestão profissional²²⁷, quanto por outros agentes desse tipo de mercado, como empreendedores mais experientes, sociedades de médio porte e até as chamadas “aceleradoras”, cujo objetivo é justamente colaborar com o crescimento da investida.

O desafio desse tipo de investimento é a ausência de liquidez da ação que, aliada à assimetria de informação entre investidor e administração, impede que o investidor simplesmente se desfaça da sua participação caso não concorde com a forma de gestão da companhia. A solução que esse mercado encontrou para isso, no entanto, não foi o estabelecimento de regras rígidas de distribuição de lucros. Os arranjos contratuais que viabilizam o aporte de recursos pelos investidores nas sociedades objeto do investimento são, via de regra, estruturados para proteger os investidores caso o negócio comece a ir à deriva, permitindo que estes intervenham na administração da companhia e na estratégia negocial adotada se preciso for²²⁸.

²²⁶ Nesse sentido, cf. 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, p. 117.

²²⁷ Pitta aponta para o fato de que este tipo de investimento (realizado por fundos de investimento) é realizado por meio de recursos buscados indiretamente no mercado de valores mobiliários, na medida em que o fundo capta recursos no mercado de capitais e, em seguida, investe esses mesmos recursos na companhia fechada objeto de investimento privado. (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, p. 116-117).

²²⁸ 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, p. 117.

Além disso, os direitos políticos e econômicos negociados no momento do investimento – liquidação preferencial, direitos de aprovação ou veto, opções de venda ou de compra, cláusulas antidiluição, entre outros – protegem o investidor de grandes perdas. O fator diferenciador desse tipo de investimento não está, portanto, na capacidade ou qualificação dos investidores, mas na sua possibilidade de negociar os termos e condições da sua permanência ou saída da sociedade, mediante regras estruturais e distributivas estabelecidas na sua entrada.

O retorno esperado por este tipo de investidor, inclusive, quase nunca será o dividendo. Ao contrário, como tais investimentos visam ao crescimento acelerado da companhia, o reinvestimento e utilização dos recursos da companhia no próprio negócio são diretrizes que vem dos próprios investidores²²⁹. O objetivo, nesses casos, é gerar valor na companhia em questão, visando a eventos de liquidez (abertura de capital, operações de fusões ou aquisições, etc.) que vão permitir que o investidor aliene a sua participação a um valor (exponencialmente) maior do que o valor investido. O foco desse acionista é, portanto, o retorno do investimento por meio do seu ganho de capital.

Por isso, neste tipo de investimento, paralelamente à geração de valor, é importante a ocorrência de um evento de saída (ou liquidez) para o investidor. Um evento de saída pode ser a abertura de capital da companhia (IPO), a alienação da companhia por meio de uma fusão ou aquisição, a recompra de ações pela própria companhia ou até a liquidação. A própria estruturação desses investimentos em “rodadas” permite que se tenha uma certa recorrência e periodicidade em eventos de captação que muitas vezes representam, para os investidores que ingressaram em rodadas anteriores, uma oportunidade de liquidar a participação societária e proporcionar rendimento para o acionista²³⁰.

Assim, nos investimentos de PE e VC, temos o rendimento do acionista atrelado não à lucratividade ou ao dividendo. Muito pelo contrário, a característica marcante desse tipo de investimento é o retorno do acionista por meio do ganho de capital obtido por um

²²⁹ “Moreover, dividends can limit the ability of a growing company to raise capital because potential investors wonder why the company is returning cash to its shareholders when it needs that cash to grow.” (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, p. 137.)

²³⁰ Conforme visto no item 8.2.1, muito embora rodadas de investimento sejam caracterizadas como operações *primárias*, isto é, de investimento direto na companhia, por meio do aporte de recursos diretamente no negócio, tais operações são muitas vezes combinadas com as chamadas operações *secundárias*, que consistem na compra e venda de participação entre acionistas já existentes e acionistas ingressantes, no preço estabelecido pela rodada de investimento primária.

evento de saída (pagamento de capital), que lhe permite a alienação da sua participação societária e, caso a sociedade em questão tenha gerado valor, conversão do lucro econômico em lucro financeiro para o acionista.

Um exemplo emblemático do sucesso desse tipo de estratégia de investimento e retorno é o caso da Google. Em junho de 1999, uma firma de *venture capital* chamada Kleiner Perkins pagou U\$ 12,5 milhões por 10% do Google. Estima-se que, no IPO da companhia que aconteceu em 2004 (apenas 5 anos depois), este mesmo investidor liquidou a sua posição por cerca de U\$ 4,3 bilhões, 344 vezes o valor do investimento inicial. Em agosto de 2009, o valor de mercado da Google na bolsa americana já estava em U\$ 141 bilhões²³¹.

Estes e outros (muitos) casos fizeram com que fosse estabelecido um verdadeiro mercado investidor para as companhias fechadas, com vistas a alternativas de investimento mais voltadas à geração de valor e ganhos de capital do que lucratividade e dividendos, a exemplo do que também vimos acontecer nas companhias abertas. O surgimento e a ascensão desse tipo de mercado serviram de impulso para a adoção, dentro das companhias abertas e fechadas, de novas estratégias de gestão, voltadas para a criação de valor como forma de buscar a geração de lucro para o acionista.

10.3 Tendências na gestão das companhias

Conforme explicado no Capítulo 6, o modelo de gestão das sociedades com base em valor vem tomando uma relevância significativa no contexto das sociedades anônimas, principalmente em setores em que o crescimento acelerado é essencial para a manutenção do negócio. Os investidores e os administradores já entenderam que o valor da empresa é estabelecido pela visão do acionista e não exclusivamente do ponto de vista da empresa. Assim, as estratégias corporativas devem sempre levar em consideração, para além de bons resultados financeiros, o custo de oportunidade do acionista, as suas perspectivas de rentabilidade e as alternativas financeiras para aumento do valor objetivo da ação, visando ao lucro do acionista.

²³¹ Dados citados por LERNER, LEAMON, e HARDYMOON, obtidos na base de dados de private equity. (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, p. 1)

As avaliações de desempenho da companhia passaram, assim, a se afastar da lucratividade e a admitir outras métricas tão (ou mais) importantes, como o fluxo de caixa, que se tornou um dos parâmetros mais importantes na avaliação de valor de uma sociedade (para o acionista). Existe inclusive um “ditado” no mundo das finanças de que “lucro é uma questão de opinião, mas fluxo de caixa é fato”²³², demonstrando a preferência por utilizar o fluxo de caixa como parâmetro para medir o desempenho e o retorno das sociedades, em detrimento da lucratividade.

Isso porque o lucro social é uma métrica menos objetiva que o fluxo de caixa. O lucro social é obtido pelo montante de receitas de um determinado período, diminuído dos custos para obter aquela receita no mesmo período. Esse cálculo, apesar de aparentemente simples, é baseado em uma série de premissas que procuram identificar quais despesas foram de fato necessárias para obtenção das receitas, o que nem sempre é uma tarefa fácil e implica na aceitação de premissas e julgamentos de valor, nem sempre claros²³³. Além disso, em decorrência do regime de competência, o reconhecimento de uma receita nem sempre corresponde a um aumento imediato do caixa. O fluxo de caixa, por outro lado, é uma medida bem mais objetiva, uma vez que leva em consideração exatamente o caixa que entrou e saiu da companhia em determinado período, sem premissas subjetivas.

De fato, a boa gestão do fluxo de caixa vem sendo cada vez mais utilizada como medida de desempenho da sociedade e forma de avaliação do valor da sociedade para o acionista. Como já explorado neste trabalho²³⁴, as decisões financeiras da companhia, inclusive a decisão de remuneração do acionista, são tomadas (ou deveriam ser) com base no fluxo de caixa disponível, por ser um parâmetro da efetiva realidade financeira da companhia.

Tomemos por exemplo o caso da Amazon, que é uma sociedade reconhecida por sua boa gestão de fluxo de caixa, em contraposição a sua taxa relativamente baixa de produção de lucros. A Amazon vem apresentando há muitos anos um lucro muito baixo (ou

²³² “Net income is just an opinion, but cash flow is a fact”.

²³³ “This is not always a simple task and often implies accepting a number of assumptions. Issues such as the scheduling of expense accruals, the treatment of depreciation, calculating the product’s cost, allowances for bad debts, etc., seek to identify in the best possible manner the quantity of resources that it was necessary to sacrifice in order to obtain the revenues. Although this “indicator”, once we have accepted the premises used, can give us adequate information about how a company is doing, the figure obtained for the net income is often used without full knowledge of these hypotheses, which often leads to confusion.” (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.)

²³⁴ Cf. item 6.3.

até inexistente) nos reportes trimestrais, mas o seu fluxo de caixa operacional é cada vez mais crescente e representativo. Isso se deve porque a companhia tem uma habilidade exímia em gerenciar as entradas e saídas de caixa para que o ciclo de conversão do caixa (tempo que as receitas permanecem disponíveis antes de parte delas ser utilizada para o pagamento de custos) seja grande o suficiente para manter recursos do caixa disponíveis durante um período significativo de tempo²³⁵. Na Amazon, essa disponibilidade de recursos é utilizada para financiar o crescimento acelerado da companhia, dispensando a utilização de recursos dos acionistas ou de terceiros, e não para distribuição de dividendos²³⁶.

Independentemente da estratégia adotada, a verdade é que todas as decisões financeiras envolvendo fluxo de caixa (que não está diretamente relacionado à lucratividade) são decisões que, em tese, objetivam o retorno do acionista e, conseqüentemente, pressupõem a busca do fim lucrativo. Ainda que uma determinada decisão, como a de reinvestimento, implique no sacrifício de uma rentabilidade momentânea, ela tem a capacidade de gerar (ou destruir) valor para o acionista. O valor criado será percebido futuramente na esfera individual do acionista, por um evento de distribuição específico, seja decorrente de pagamento de capital e conversão de valor econômico ou, até mesmo, maior fluxo de transferência de renda por meio da distribuição de dividendos mais apetitosos.

Essas decisões não dependem tão somente da produção de lucros financeiros pela companhia. Nesse sentido, não faria sentido olhar apenas para o dividendo como sendo a única forma de remuneração do acionista no contexto das sociedades atuais. Os outros parâmetros de retorno para o acionista, que privilegiam a noção de valor (para o acionista) sobre a lucratividade, devem também ser considerados, ampliando-se a aceitabilidade de outros eventos societários de distribuição como formas societárias possíveis para o atingimento do fim lucrativo.

²³⁵ Cf. “At Amazon, it’s all about cash flow”, Harvard Business Review, disponível em <<https://hbr.org/2014/10/at-amazon-its-all-about-cash-flow>>, acesso em 22 de julho de 2018.

²³⁶ Uma parte relevante da literatura financeira atual, inclusive, defende que a decisão pela distribuição de dividendos só faria sentido se a sociedade não mais vislumbrasse opções de investir no próprio negócio. Nesse sentido: “De forma conflitante, nesses casos a distribuição de dividendos com base no lucro contábil aumenta, criando a falsa impressão de melhor desempenho da empresa. Em verdade, a distribuição de dividendos é mais bem justificada somente no caso de a empresa não vislumbrar oportunidades de reinvestimento dos lucros a uma taxa de retorno, pelo menos igual à que seus acionistas aufeririam em alternativas de risco semelhante se tivessem a parcela de seus lucros em mãos. Em caso contrário, surgindo oportunidades economicamente atraentes de alocação de capital, a empresa oferece um forte indicativo para que os lucros permaneçam reaplicados em seu negócio, criando expectativas aos acionistas de maiores dividendos no futuro, e valorização do preço de mercado de suas ações.” (ASSAF NETO, Alexandre. *Finanças Corporativas e Valor*. 7a ed. São Paulo: Atlas, 2016, p. 179-180).

10.4 A companhia remanescente no guarda-chuva protetivo da Lei 6.404/76

Como visto, a dinâmica inerente à evolução da sociedade, principalmente em seus aspectos políticos e econômicos, levou ao surgimento de novos padrões de comportamento no mercado de capitais e na gestão das companhias. Esses padrões acabam por distanciar a realidade socioeconômica que circunda as companhias atuais das companhias que inicialmente serviram como modelo e motivação para a promulgação da nossa lei.

De fato, a extensa disciplina contábil que aproxima o lucro social do lucro financeiro, a preferência pelos dividendos como única forma de remuneração do acionista e a rigidez na disciplina de destinação dos resultados, são características da nossa lei que não mais se aplicam à realidade de algumas sociedades contemporâneas, como é o caso da companhia aberta e de algumas companhias fechadas, que buscam o seu financiamento por meio da negociação de instrumentos de captação, como acontece na indústria de PE e VC. As características destas sociedades, como se verá no Capítulo 11, permitem que a administração busque, dentre os diversos eventos societários de distribuição, a melhor forma para remunerar o acionista, sem que isso represente qualquer tipo de abuso ou expropriação dos minoritários – na verdade, muitas vezes em conformidade com as suas expectativas.

Por outro lado, a nossa lei optou por disciplinar todas as sociedades anônimas, independentemente do seu tipo ou subtipo, abarcando desde a macroempresa multinacional de capital aberto, como a companhia fechada de poucos acionista e caráter essencialmente pessoal. Ao lado dessa opção e na tentativa de moldar as regras societárias às diferentes realidades de todo esse espectro de companhias, a Lei das S.A. fez uma distinção muito clara, ao longo do diploma em geral, entre o regime da companhia aberta e o regime da companhia fechada. Em paralelo ao regime da companhia aberta, que tem um caráter mais institucional e dá menos espaço para a autonomia da vontade das partes, o regime da companhia fechada pode servir às mais variadas combinações²³⁷.

Assim, apesar dos seus mais de 40 anos de vigência, a disciplina societária de destinação dos resultados da Lei 6.404/76 ainda se presta à proteção do acionista não-controlador de um modelo de sociedade anônima. Trata-se da companhia fechada com caráter predominantemente pessoal e/ou familiar, em que o abuso das posições de controle

²³⁷ COMPARATO, Fábio Konder. *O direito aos dividendos nas companhias fechadas*. In: *Direito Empresarial – estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1990, p. 160.

(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.

É usual que nesses tipos de companhia os controladores contentem-se com a posição de empresários e titulares de postos de administração, deixando o acionista não-controlador sem dividendos e bloqueado para a venda das suas ações, pois dificilmente encontraria comprador que não o próprio controlador que, em posição de vantagem, ditaria os preços e condições dessa transação²³⁸. Segundo COMPARATO, esse tipo de situação justifica a exceção que o dividendo mínimo obrigatório criou ao regime predominantemente contratual da sociedade fechada, submetida normalmente ao princípio da autonomia da vontade.

Além disso, na companhia fechada, a Lei das S.A. permitiu, no seu art. 36, que o estatuto pudesse impor restrições sobre a circulação das ações – o que não é permitido ao estatuto das companhias abertas – contanto que regule minuciosamente tais limitações e não impeça a negociação das ações, nem sujeite o acionista ao arbítrio dos órgãos da administração da companhia ou da maioria dos acionistas. Ainda que as limitações impostas pelo estatuto da companhia fechada, conforme permitido pelo art. 36, não possam impedir a transferência das ações, mas apenas criar restrições ao exercício do direito de transferência²³⁹, a possibilidade de restrição à livre transmissibilidade é também um fator que contribui para que o acionista não-controlador tenha menor possibilidade de se desvencilhar da sua participação societária e obter outros tipos de retorno além dos dividendos.

²³⁸ COMPARATO, Fábio Konder. *O direito aos dividendos nas companhias fechadas*. In: *Direito Empresarial – estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1990, p. 162.

²³⁹ Egberto Lacerda e Tavares Guerreiro citam o exemplo do direito de preferência, previsto no estatuto, dos atuais acionistas a adquirirem as ações do acionista que intenta alienar suas ações. Nesse sentido, cf. TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. Vol. II. São Paulo: Ed Bushatsky, 1979, p. 238.

Assim, na companhia fechada de caráter pessoal, a disciplina do dividendo mínimo obrigatório serviu para não apenas coibir o abuso do controlador, mas também para garantir que, diante das muitas regras dispositivas que regem a sociedade fechada, a rentabilidade do não-controlador não ficasse prejudicada por não haver tido uma negociação correta de antemão entre as partes. Na redação original do §3º do art. 202, inclusive, o veto do acionista minoritário contra a distribuição de dividendos inferior ao obrigatório era aplicável apenas para a companhia fechada, diferenciando-a do regime aplicável à companhia aberta.

Não obstante, a solução encontrada pela lei para as situações das companhias fechadas de caráter predominantemente pessoal, maioria à época, não afasta a possibilidade, mesmo nesse tipo de companhia, de não haver distribuição de dividendos – seja porque (i) não foi produzido lucro líquido distribuível no período (e inexistentes reservas distribuíveis) ou (ii) a situação financeira da companhia não permitiu a distribuição (nos termos do §4º do art. 202) – e, mesmo assim, a sociedade estar em perfeito cumprimento do fim lucrativo.

Como se viu, o fim lucrativo deve ser entendido como a capacidade da sociedade em gerar lucro para o acionista. Esse lucro pode ser percebido de diversas formas no seu patrimônio individual, por meio de eventos de transferência de renda ou pagamento de capital, que neste trabalho chamamos de eventos de distribuição.

Suponhamos que uma determinada companhia fechada de caráter pessoal, sem preferencialistas, não esteja pagando dividendos, pela ausência de produção de lucro contábil, mas se proponha a recomprar as ações de seus acionistas em valor considerado por ambas as partes (sociedade e acionistas) justo, utilizando de valores mantidos em reserva de capital e cancelando as ações recompradas. Nesse caso, existem dois cenários possíveis – lembrando que a operação de recompra é sempre bilateral, então nenhum acionista está obrigado a aceitar os termos da transação:

- A. Se apenas parte dos acionistas vende: (i) a parte vendedora recebe imediatamente um fluxo de renda que representa, caso o valor da venda supere o valor para aquisição e manutenção daquela participação, lucro para o acionista; e (ii) a parte não vendedora não recebe um fluxo financeiro, mas tem um aumento em termos de participação do total de ações, na medida em que possui o mesmo número de ações em um universo agora menor de ações (número de ações anterior à transação diminuído das ações recompradas dos

vendedores), o que representa um ganho econômico que poderá ser convertido em fluxo financeiro no futuro.

- B. Se todos os acionistas vendem, desde que proporcionalmente, todos recebem imediatamente um fluxo de renda financeira e, assim, percebem um ganho na sua esfera pessoal (se o valor da venda representar um ganho de capital), e todos mantêm a participação que detinham antes da transação.

Analisar a situação acima e entender que a sociedade em questão não cumpriu o fim lucrativo pois não produziu lucros e os distribuiu aos seus acionistas é um contrassenso e não parece ter sido a intenção da nossa lei do anonimato. Em ambas as possibilidades (A e B), independentemente da recompra ter sido realizada em relação às ações dos acionistas controladores ou não controladores, houve lucro para os acionistas vendedores e ganho em potencial para os não vendedores. A não concretização desse lucro em potencial para o acionista, em um prazo desarrazoado e não condizente com o contexto e circunstâncias da companhia em questão é, aí sim, um indício de inoperância do instrumento que é a sociedade, que deixa assim de servir para o fim principal que justificou a sua criação.

10.5 Conclusão Preliminar

Fez sentido a imposição dos dividendos mínimos obrigatórios como forma de incentivo à formação e funcionamento do mercado de capitais no Brasil, principalmente levando-se em conta as características das companhias brasileiras à época e o contexto histórico em que essa decisão legislativa foi tomada. Contudo, nesses mais de 40 anos de vigência da lei, o contexto das companhias e do mercado de capitais já não é mais o mesmo. Novas tendências de comportamento dos agentes desse tipo de mercado inauguraram novas necessidades jurídicas e superaram o que antes era tido como padrão.

A Lei 6.404/76 surgiu com a tentativa ousada de abarcar sob a sua regulação todos os tipos e subtipos de companhias. De um lado, essa característica permitiu uma disciplina societária brasileira 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 das sociedades. A preferência da lei pelos dividendos, como a forma exigida da sociedade para remuneração dos seus acionistas, acabou gerando uma inflexibilidade do nosso ordenamento face à realidade de algumas das companhias atuais.

Sem dúvida, a lei não poderia prever as novas tendências e os resultados do processo de evolução do mercado e da economia. Talvez ainda não seja o momento ideal em termos de amadurecimento das companhias brasileiras e das administrações para que uma disposição protecionista como o dividendo mínimo obrigatório seja retirado do nosso ordenamento jurídico, mesmo porque ainda existe um modelo de companhia que resta protegido pela intervenção da lei na dinâmica distributiva da sociedade, que é a companhia fechada de caráter predominantemente pessoal. Não obstante, uma regra tão peculiar ao nosso sistema tende, na economia globalizada, a gerar o efeito oposto em termos de incentivos aos investidores, acostumados com outras regras mais flexíveis, seja no contexto das companhias abertas ou no contexto das companhias fechadas que buscam o seu financiamento por meio da negociação de instrumentos de captação, como acontece na indústria de PE e VC.

11. A dicotomia entre a ordem pública e a autonomia privada na persecução do fim lucrativo

11.1 O verdadeiro problema: desalinhamento de expectativas de rentabilidade

Uma vez colocadas as premissas financeiras e delineadas as tendências de gestão das companhias atuais, bem como as novas características do mercado de capitais, é interessante passarmos à análise do que nos parece ser o verdadeiro problema de fundo envolvendo a estrutura distributiva das companhias e o preenchimento do fim lucrativo. Atualmente, parece-nos que 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, que foi um dos motivos para o estabelecimento de uma legislação mais protetiva.

Muito embora o lucro para o acionista seja o ponto em comum de todas as sociedades e o objetivo principal do fenômeno associativo, as formas de percepção desse lucro são as mais diversas, como amplamente explorado neste trabalho. Na sua individualidade, os acionistas possuem interesses e preferências distintos em relação aos lucros individuais que se originam no funcionamento da sociedade. Isso leva ao desalinhamento de expectativas quanto à rentabilidade proporcionada ao acionista pela sociedade e, conseqüentemente, às regras distributivas e às formas de remuneração do acionista escolhidas²⁴⁰ – que compõe o que estamos chamando de “estrutura distributiva”.

As características e os incentivos individuais de cada acionista levam a perfis com preferências e expectativas distintas. A expectativa de rentabilidade de um investidor vai depender do estágio da companhia, da sua indústria, do país em que estão as operações sociais e de diversos outros fatores individuais (como o apetite do investidor para o risco, a sua capacidade informacional, nível de profissionalismo e experiência no mercado, etc.). É por isso, inclusive, que o custo de oportunidade, na lógica financeira já apresentada, deve sempre levar em consideração investimentos com características mais similares possíveis, sob o risco de uma comparação ineficiente.

²⁴⁰ “Enquanto que a busca pelo lucro é o objetivo comum e todos os participantes do sistema social, a divisão do lucro obtido evidencia os conflitos entre os interesses de cada grupo de personagens dentro da sociedade.” (ROBERT, Bruno. *Dividendo mínimo obrigatório nas S/A: apuração, declaração e pagamento*. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 34)

O próprio exemplo da indústria de PE e VC nos mostrou isso. Existe toda uma indústria de investidores determinados em alocar seus recursos em companhias em estágios iniciais, visando ao crescimento acelerado destas empresas. Tais acionistas esperam que a sua rentabilidade decorra essencialmente de eventos de *pagamento de capital*, o que provavelmente acontecerá apenas após o atingimento de um estágio de maturidade, no médio ou longo prazo, em que a valorização da companhia supere (significativamente) o valor inicialmente investido.

Da mesma forma, outros tantos investidores preferem alocar seus recursos em sociedades em estágios mais maduros, já consolidadas no seu mercado de atuação e que, portanto, privilegiam a lucratividade ao crescimento e tem por hábito a distribuição de lucros financeiros aos seus acionistas sob a forma de dividendos. Tais acionistas esperam que estas sociedades lhe proporcionem lucro por meio de eventos de *transferência de renda*.

Percebe-se, assim, que em se tratando do mercado investidor de uma determinada companhia – e aqui nos referimos não apenas ao mercado de capitais, mas a toda oferta organizada de alocação de recursos em companhias visando a uma rentabilidade futura – existem tantos perfis quanto as combinações possíveis entre estágio de desenvolvimento, segmento da sociedade e prazo esperado de retorno do investimento²⁴¹.

Por isso, as bases estruturais de uma sociedade devem estar muito claras para que o investidor possa alocar capital na sociedade cujos objetivos estejam mais alinhados com as suas expectativas. Nesse sentido, regras que visam a munir o acionista de informações sobre a empresa, diminuindo a assimetria informacional, característica das sociedades de capitais, são essenciais para que as expectativas de retorno dos acionistas estejam minimamente alinhadas com a estratégia de condução dos negócios sociais.

Mesmo assim, a diversidade de interesses e perfis de acionistas é tamanha, que também (e principalmente) no âmbito interno da companhia, o desalinhamento de interesses supera a simples acomodação de perfis de investimento e transborda para o bojo da relação societária entre controladores, administradores e acionistas minoritários.

²⁴¹ Em trabalho monográfico sobre a convergência do direito do acionista, SIEMS demonstra que a tipologia acionária está relacionada a uma combinação entre prazo de investimento (curto, médio ou longo) e tipos de companhia, concluindo que não há um tipo uniforme de acionista (“uniform model of shareholdership”). (SIEMS, Mathias M. *Convergence in Shareholder Law (International Corporate Law and Financial Market Regulation)*. Cambridge University Press, 2008.)

A complexidade das relações societárias dá margem para condutas pautadas no interesse individual durante a dinâmica distributiva das companhias. Na qualidade de controladores, os acionistas majoritários extraem benefícios privados do controle, que não são partilhados com os minoritários²⁴². O efeito disso é a preferência dos majoritários por uma estratégia distributiva mais comedida, que lhes dê mais segurança e autonomia na condução dos negócios sociais. Por outro lado, não são incomuns situações em que o acionista minoritário utiliza o seu direito de voto (ou veto), visando exclusivamente a forçar um evento de alienação da sua participação, a um preço acima do que seria o preço de mercado. Ademais, também a administração da companhia possui seus próprios incentivos egoísticos em relação à dinâmica distributiva, principalmente quando seus ganhos individuais estão atrelados a métricas de lucratividade no curto prazo.

O abuso, no entanto, não pode ser visto como regra. Abusos são inerentes a qualquer alocação de poderes e sua ocorrência deve ser coibida por meio de regras de responsabilização e penalização, bem como por um sistema de *enforcement* bem estruturado, mediante a atuação assertiva e eficiente do Poder Judiciário. E muito embora, como apontado no item 10.4, a disciplina legal do dividendo mínimo obrigatório sirva para inibir o abuso nas companhias fechadas de caráter pessoal, cujas características dão margem a um comportamento oportunista dos controladores e administradores, existem outras tantas sociedades em que outras regras societárias e incentivos extralegais são suficientes para lidar com a questão do abuso.

Nessas sociedades, as divergências entre os agentes da companhia (minoritários, controladores e administradores) decorrem muito mais do desalinhamento de expectativas de rentabilidade do que da propensão daqueles agentes ao abuso de suas posições jurídicas. O traço mais claro desse desalinhamento é em relação ao tempo que vai levar para que a sociedade possa, por meio do seu funcionamento (seja produzindo lucros financeiros ou convertendo lucros econômicos), gerar lucro para o acionista. Na base desta discussão está a contraposição entre estratégias da administração das companhias de retorno de curto-prazo e estratégias de retorno de longo-prazo.

²⁴² Sobre as consequências dos benefícios privados extraídos pelos controladores e a seu incentivo econômico em manter esta condição, c.f. BEBCHUK, Lucian.; ROE, Mark. *A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance*. In: *Stanford Law Review*, v. 52, 1999. O contraponto da teoria da BEBCHUK e ROE é levantado por HANSMANN e KRAAKMAN, que argumentam que os benefícios privados do controle não afastam a incidência do modelo da supremacia do acionista, pois controladores e minoritários continuam se beneficiando da maximização do valor residual da companhia. HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. *The end of history for corporate law*. *Georgetown Law Journal*, v. 89, 2001, p. 460.

A administração das companhias, em geral, sofre pressão para apresentar resultados trimestrais que demonstram a eficiência da gestão na geração de retorno para o acionista. Em especial nas companhias abertas, os investidores de mercado esperam a valorização da ação a cada trimestre, focando exageradamente nos resultados de curto-prazo. Para suprir estas expectativas, os administradores buscam formas mais rápidas de entregar resultados e diminuem investimentos que teriam retorno apenas no longo-prazo.

Essa estratégia, no entanto, é amplamente criticada pelos acionistas que tem uma visão de longo prazo para o retorno do seu investimento, como é o caso dos controladores e dos empreendedores (que muitas vezes permanecem à frente do negócio, mesmo sem o controle acionário). Também vem sendo objeto de debate pela comunidade acadêmica²⁴³. Para aqueles que sustentam o valor da companhia no longo prazo, objetivos como inovação, crescimento e investimento em estratégias competitivas duradouras são mais importantes e devem ser privilegiados sobre os resultados trimestrais.

Mais uma vez, temos a Amazon como um bom exemplo. A Amazon constantemente relembra o mercado e os seus investidores do seu foco em estratégias de longo prazo. Anualmente, a companhia republica a carta aos acionistas que foi originalmente publicada no seu relatório anual de resultados de 1997, ano em que a companhia abriu capital, indicando a visão da sua administração em criar valor para o acionista no longo prazo, por meio de uma estratégia de estender e consolidar a sua posição de liderança no mercado. Para o fundador e CEO da companhia, quanto maior a liderança da empresa nos seus segmentos de atuação, mais potente é o seu modelo econômico, resultando em mais receitas, mais lucros e mais retorno do investimento no longo prazo²⁴⁴. No início, o negócio da Amazon se limitava à venda de livros pela internet, em uma época em que a venda pela internet estava apenas começando. Atualmente, a Amazon é reconhecidamente uma das

²⁴³ Em junho de 2017, a Harvard Business Review publicou uma seleção de artigos voltada à crítica da maximização do valor da ação para o acionista como sendo um incentivo perverso às estratégias de curto prazo das companhias. Os artigos da edição demonstram como é possível haver uma inversão no conceito de valor para o acionista decorrente do retorno imediato exigido pelos acionistas “curto-prazistas”. Para a leitura completa, cf. “Managing for the Long Term” in Harvard Business Review, may-june 2017. Disponível em: <<https://hbr.org/2017/05/managing-for-the-long-term#the-error-at-the-heart-of-corporate-leadership>>. Acesso em 06.01.2019.

²⁴⁴ “We believe that a fundamental measure of our success will be the shareholder value we create over the long term. This value will be a direct result of our ability to extend and solidify our current market leadership position. The stronger our market leadership, the more powerful our economic model. Market leadership can translate directly to higher revenue, higher profitability, greater capital velocity, and correspondingly stronger returns on invested capital.” Amazon’s Letter to Shareholders. 1997 Amazon’s Annual Report. Disponível em: <https://ir.aboutamazon.com/static-files/589ab7fe-9362-4823-a8e5-901f6d3a0f00> . Acesso em 06.01.2019.

empresas que mais cresce no mundo, cerca de 20% ao ano²⁴⁵, e sua estratégia de crescimento já extrapolou o *e-commerce*: em 2017, a Amazon adquiriu a rede de supermercados americana “Whole Foods”²⁴⁶, ampliando seu negócio para o varejo físico. Recentemente, houve rumores a respeito da aquisição de uma rede de cinemas²⁴⁷. A empresa é tida como uma das mais valiosas do mundo e seu valor de mercado já chegou a superar um trilhão de dólares²⁴⁸. E um fato importante: a Amazon não distribui dividendos.

A questão é bem mais complexa do que se pretende expor no presente trabalho, principalmente porque envolve não apenas questões da administração estratégica da sociedade, mas também questões jurídicas, econômicas e financeiras. O que é importante retirar da discussão é o quanto a diversidade de perfis de acionistas faz com que as expectativas de retorno para o acionista em relação a uma sociedade divirjam imensamente entre si. Por isso, cabe à administração, no cumprimento dos seus deveres de diligência e lealdade, buscar pela forma de retorno que julgar mais coerente com as características da companhia, seu estágio, segmento de atividade e com os perfis dos seus investidores. Isso inclui as mais diversas estratégias de gestão, englobando também (e principalmente) decisões de alocações de recursos, distribuição de dividendos ou reinvestimento.

Nesse sentido, justamente porque o modelo da companhia congrega os mais diversos tipos de acionistas, dever-se-ia privilegiar a autonomia e a discricionariedade dos agentes internos da sociedade (administradores ou os próprios acionistas, reunidos em assembleia, quando cabível) em decidir sobre a estrutura distributiva da sociedade que melhor se adapta aos diversos perfis de acionistas decorrentes das muitas combinações de estágio de desenvolvimento, segmento da sociedade e prazo esperado de retorno do investimento. O estabelecimento de uma regra rígida, por imposição legal, deveria lidar apenas com os casos em que as características específicas de determinada sociedade criam incentivos perversos à administração para privilegiar uma determinada classe de acionistas.

²⁴⁵ 3 Reasons Amazon Is The World's Best Business. Forbes, Fev/ 2018. Disponível em: <https://www.forbes.com/sites/petercohan/2018/02/02/3-reasons-amazon-is-the-worlds-best-business/#735085dd6356> . Acesso em 06.01.2019.

²⁴⁶ “Amazon to Buy Whole Foods for \$13.4 Billion”. Disponível em: <https://www.nytimes.com/2017/06/16/business/dealbook/amazon-whole-foods.html>. Acesso em 06.01.2019.

²⁴⁷ “Amazon pode comprar rede de cinemas”. Disponível em: <https://braziljournal.com/amazon-pode-comprar-rede-de-cinemas>. Acesso em 06.01.2019.

²⁴⁸ “Amazon reaches \$1 trillion market cap for the first time”. Disponível em <https://www.cnbc.com/2018/09/04/amazon-hits-1-trillion-in-market-value.html> . Acesso em 30.11.2018.

11.2 Alternativas para o alinhamento de expectativas de rentabilidade: interferência da ordem pública ou predominância da autonomia privada

Como visto, o desalinhamento de expectativas quanto à rentabilidade (ou lucro) dos diversos acionistas é o que efetivamente causa divergências entre acionistas minoritários, investidores e os responsáveis pela condução dos negócios sociais (administradores e controladores). Esse desalinhamento é decorrente, principalmente, da assimetria de informação existente entre os “insiders”, que tem uma visão mais clara das necessidades do negócio e das suas possibilidades estratégicas, e os “outsiders”, que estão mais afastados do cotidiano da sociedade e com acesso mais restrito às informações da companhia. Esses dois grupos, nem sempre, irão compartilhar da mesma visão – principalmente em termos de prazo – sobre as formas de gerar lucro para o acionista e cumprir o fim lucrativo.

Diante dessa problemática, existem duas soluções para se chegar a uma disciplina societária capaz de satisfazer as necessidades das companhias modernas em termos de estrutura distributiva e geração de lucro para o acionista: (a) pré-estabelecer a forma de remuneração dos acionistas por imposição legal, permitindo maior interferência da ordem pública na dinâmica das sociedades; ou (b) dar mais espaço para a autonomia privada, mantendo a decisão sobre as formas de remuneração dos acionistas com a administração, como parte da gestão administrativa e financeira da sociedade.

A nossa lei societária, com a sua disciplina rígida de destinação dos lucros sociais, optou pela primeira alternativa e, por imposição legal, pré-estabeleceu um regime distributivo para todas as sociedades anônimas. Essa alternativa, em tese, solucionaria o problema do desalinhamento de expectativas dos acionistas²⁴⁹. Acontece que a dinâmica da sociedade e a própria relação entre os seus agentes – administradores, controladores, investidores e credores – se desenvolve ao longo do tempo, se moldando a eventualidades e acontecimentos supervenientes que não poderiam ter sido previstos no momento em que estas pessoas ingressaram na relação societária e, tampouco, pela lei. Pré-estabelecer a forma

²⁴⁹ Sobre o papel da lei como o agente intermediador dos muitos interesses envolvidos ao redor da sociedade, discorre, discorre Luiz Sampaio de Campos: “A LSA reconhece as tensões que podem existir entre acionistas de curto e de longo prazo; credores e acionistas; acionista controlador e acionista não controlador; acionistas e companhia; pressão por resultado imediato, etc. e tenta, na medida do possível, estabelecer mecanismos que permitam conciliar estas tensões.” (CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. *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, p. 416).

que a administração da companhia deve remunerar os seus acionistas é matar esse dinamismo.

O dinamismo das sociedades foi capturado pela teoria do *financial contracting*²⁵⁰. A teoria partiu da tentativa de melhor identificar as falhas do modelo Miller-Modigliani²⁵¹ e, assim, explicar as estruturas de financiamento e distribuição das sociedades. Nesse sentido, defende a visão de que, apesar das partes contratantes na relação societária não poderem especificar quais decisões devem ser tomadas em função da impossibilidade de antecipar contingências futuras, elas podem **escolher** de antemão um processo decisório e os responsáveis por determinados tipos de decisão no bojo da dinâmica societária, por meio da alocação de direitos decisórios entre as partes envolvidas (administradores, controladores, investidores e credores). Assim, a correta alocação desses direitos no momento da conformação da relação societária permitirá que as expectativas estejam, pelo menos, limitadas desde o princípio.

A teoria do *financial contracting* foi, a princípio, pensada para as companhias fechadas²⁵², partindo do pressuposto de que, por serem companhias marcadas por maior autonomia da vontade na conformação das suas regras, a possibilidade de negociação entre as partes da relação societária é maior. Na verdade, esse pressuposto não é inteiramente válido para as companhias fechadas e, por outro lado, também poderia ser aplicado às companhias abertas.

Na companhia fechada de caráter predominantemente pessoal com as características vistas no capítulo anterior e nas companhias abertas em geral, um processo de negociação das regras societárias de antemão é bastante improvável. Na primeira, as condições iniciais da sociedade dificilmente levariam a uma negociação eficiente de direitos e alocação de poderes decisórios entre controladores e não controladores. Soma-se a isso a ausência da possibilidade de liquidação da participação a qualquer tempo em um mercado de ações, o que confere amplo espaço para que o controlador ou administrador possa abusar da sua posição e privar o acionista não controlador de formas de percepção da remuneração do seu investimento. Por isso, nessa situação, justifica-se abrir uma exceção ao regime de sociedade contratual submetida ao princípio da autonomia da vontade para admitir a

²⁵⁰ Para uma visão dos antecedentes da teoria e suas principais defesas, cf. HART, Oliver. *Financial Contracting*. In: *Journal of Economic Literature*, Vol. 39, No. 4 (Dec., 2001), pp. 1079-1100.

²⁵¹ Cf. item 8.1.1.

²⁵² HART, Oliver. *Financial Contracting*. In: *Journal of Economic Literature*, Vol. 39, No. 4 (Dec., 2001), pp. 1084-1085.

interferência da ordem pública na relação societária. A imposição legal é importante para garantir que o acionista não controlador terá acesso a, pelo menos, uma forma de remuneração do seu investimento, independentemente da postura do controlador²⁵³.

Nas companhias abertas, o ingresso do investidor na relação societária é quase que uma adesão ao estatuto da sociedade que busca o financiamento pelo mercado de capitais e, via de regra, não há negociação prévia. Por outro lado, apesar do caráter institucional predominante da companhia aberta, a aplicação do *financial contracting* é possível nestas companhias em operações que envolvem arranjos entre investidores e controladores diretamente, algo típico no mercado brasileiro. Tais arranjos partem da mesma lógica de negociação e alocação de direitos dos arranjos privados²⁵⁴.

No fim, o que a teoria do *financial contracting* demonstra é como a autonomia privada das partes é importante na determinação de certas estruturas essenciais à sociedade como, por exemplo, a estrutura distributiva e os mecanismos de geração de lucro para o acionista que vão, no fim do dia, contribuir para o cumprimento do fim lucrativo. Esse tipo de estrutura está intrinsecamente ligado a decisões de gestão e administração estratégica e financeira da companhia, de modo que, alijar os administradores desse processo, é engessar uma dinâmica que, por sua natureza, demanda flexibilidade. Resta-nos entender como a autonomia privada e a ordem pública coexistem na conformação dessa disciplina societária.

11.2.1 Regras dispositivas e cogentes na disciplina societária em geral

²⁵³ Nesse sentido, Robert: “Disposições legais limitadoras presumem a possibilidade de abuso por parte da maioria, ou dos administradores, com relação à partilha do lucro social. Disposições 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.” (ROBERT, Bruno. *Dividendo mínimo obrigatório nas S/A: apuração, declaração e pagamento*. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 54)

²⁵⁴ Nesse sentido, cf. 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, p. 121.

A questão da autonomia privada²⁵⁵ no direito societário é objeto de amplo debate acadêmico²⁵⁶, cujas bases são essenciais para qualquer análise que queira se fazer envolvendo a disciplina jurídica das sociedades. Em linhas gerais, discute-se se a disciplina societária deve ser compreendida de normas de natureza predominantemente cogentes ou deve ter o seu conteúdo definido pelos acionistas, ainda que, para isso, o ordenamento jurídico estabeleça limites ou alternativas que podem ser escolhidas ou afastadas pela vontade das partes, por meio de normas dispositivas²⁵⁷.

A condução dos negócios sociais e o próprio exercício da atividade a ser empreendida pela sociedade dependem substancialmente do equilíbrio entre estas normas, na medida em que esse balanceamento irá definir as bases para as questões mais essenciais da dinâmica societária, dentre elas, o regime de destinação de lucros e as formas de remuneração dos aplicadores de capital. Um alto grau de inflexibilidade nessas questões retira ou reduz significativamente a capacidade dos agentes sociais de modelar a estrutura da companhia para que ela seja mais eficiente e condizente com a atividade empreendida, o que pode gerar custos diretos e indiretos e limitar sobremaneira a liberdade do empreendedor, essencial principalmente nos estágios nascentes e de desenvolvimento das sociedades²⁵⁸.

Ao analisar o balanceamento entre regras cogentes e dispositivas na disciplina da sociedade, é possível separar as regras societárias a partir de suas funções, conforme proposição de EISENBERG: (i) *regras estruturais*, que regem a alocação de poderes entre os diversos órgãos societários e agentes, bem como as condições para o exercício do poder

²⁵⁵ Em estudo monográfico sobre o tema da autonomia privada no direito societário, Rodrigo Tellechea define com precisão e clareza a expressão: “Se conectarmos o termo autonomia à noção jurídica de indivíduo como sujeito de direito e associarmos o produto dessa combinação ao adjetivo privado, indicando um relacionamento de natureza particular, chegaremos ao seguinte resultado: autonomia privada é poder outorgado aos indivíduos de, em uma determinada relação privada, reger, como bem lhes aprouver – desde que respeitados os limites legais – suas próprias condutas, tornando-se, nesse processo de mútua barganha, árbitros dos seus próprios interesses.” (TELLECHA, Rodrigo. *Autonomia privada no direito societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2016, p. 119)

²⁵⁶ Nos Estados Unidos, o assunto divide os acadêmicos do mais alto renome, a ponto da questão ter sido tema de um volume inteiro da *Columbia Law Review*, com artigos defendendo as mais diversas posições. Cf. *Columbia Law Review*, New York: Columbia Law Review Association, v. 89, 1989.

²⁵⁷ Para uma revisão dos argumentos dos autores americanos contra ou a favor de normas cogentes (*mandatory rules*) ou normas dispositivas (*default rules*) na disciplina do direito societário, cf. 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, p. 90 e ss.

²⁵⁸ 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, p. 91.

decisório; (ii) *regras distributivas*, que regem a distribuição de ativos (incluindo resultados sociais) aos acionistas; e (iii) *regras fiduciárias*, que regem os deveres dos administradores e controladores²⁵⁹.

Para fins do que se pretende demonstrar com o presente trabalho, daremos mais enfoque para o estudo da autonomia privada no âmbito das regras *estruturais* e *distributivas*, na medida em que a persecução do fim lucrativo envolve tanto o regime de destinação de resultados (regras distributivas) quanto a alocação do poder decisório para a definição das formas de remuneração dos aplicadores de capital (regras estruturais).

Nas **companhias fechadas**, com um número menor de acionistas e em que estes estão em geral mais próximos dos negócios da sociedade, o caráter contratual é preponderante, a ponto de os mecanismos societários serem interpretados em obediência às regras de exegese dos contratos e não segundo princípios hermenêuticos e de normas abstratas²⁶⁰. Por isso, nestas companhias, defende-se a prevalência do princípio da autonomia da vontade e a negociação entre as partes no estabelecimento de regras estruturais e distributivas²⁶¹. Esse princípio, no entanto, baseia-se na presunção de que as partes estão bem informadas, como é o caso da companhia fechada com vistas a captação de recursos profissional. Caso contrário, a ausência de informação leva a uma dificuldade de compreensão das implicações da negociação em questão, enfraquecendo-a²⁶².

Nesse sentido, parece-nos fazer sentido que, nas companhias fechadas, em geral, regras estruturais e distributivas deveriam ser em grande medida de natureza dispositiva, conforme a capacidade de negociação das partes envolvidas, em função do caráter contratual

²⁵⁹ EISENBERG, Melvin Aron. *The structure of Corporation Law*. In: Columbia Law Review, New York: Columbia Law Review Association, v. 89, 1989, p. 1462.

²⁶⁰ COMPARATO, Fábio Konder. *O direito aos dividendos nas companhias fechadas*. In: Direito Empresarial – estudos e pareceres. São Paulo: Saraiva, 1990, p. 160-161.

²⁶¹ EISENBERG, Melvin Aron. *The structure of Corporation Law*. In: Columbia Law Review, New York: Columbia Law Review Association, v. 89, 1989, p. 1463.

²⁶² Em geral, o sistema judiciário que seria o responsável por afastar o princípio da negociação nesse contexto e determinar, se aplicável, uma forma substitutiva de resolução do impasse. Apesar de não ter sido a opção da nossa lei, é o que acontece nos Estados Unidos: “For example, the courts have traditionally refused to apply the bargain principle to liquidated-damages provisions, and instead have reviewed such provisions to determine whether they provided a reasonable forecast of the -amount of damages foreseeable at the time the contract was made.5 One major reason for this special treatment is that a contracting party will often fail to give his full attention to liquidated damages provisions because he will focus on the contract terms governing his performance, which he expects to render, not on the contract terms governing breach, which he does not expect to commit. Furthermore, even if a contracting party does give such a provision his full attention, he will often fail to understand its implications because every contingency under which breach may occur cannot efficiently be conceived of (and indeed may not be conceivable) when a contract is made.” (EISENBERG, Melvin Aron. *The structure of Corporation Law*. In: Columbia Law Review, New York: Columbia Law Review Association, v. 89, 1989, p. 1464.)

da sociedade. O ordenamento jurídico deveria prever, no entanto, regras cogentes para (i) exigir sempre a disponibilização de informação para os “outsiders” e permitir que o judiciário possa afastar o princípio da negociação quando na ausência de informação; e (ii) munir o judiciário de poder para desconsiderar as regras estruturais e distributivas negociadas caso o contexto da sociedade tenha evoluído a ponto de tais regras não mais fazerem sentido em relação às próprias expectativas das partes.

Nas **companhias abertas**, em especial naquelas em que o controle é disperso e os acionistas tem pouca ou nenhuma influência sobre a administração das companhias, a negociação entre acionistas ou entre acionistas e administração é improvável, principalmente devido a problemas de coordenação inerentes à multiplicidade de acionistas e rapidez nas alterações das suas posições acionárias. Predomina assim seu o caráter institucional, que reduz ao mínimo indispensável a autonomia da vontade das partes²⁶³.

Por isso, nessas companhias, as normas cogentes deveriam reger o núcleo das regras estruturais e fiduciárias que disciplinam situações em que os interesses dos acionistas divergem dos interesses dos administradores. Nesse sentido, em relação às regras estruturais, as normas cogentes deveriam reger, pelo menos: (i) regras de alocação de poder decisório entre os órgãos da sociedade; (ii) regras de divulgação de informações financeiras e estratégicas; (iii) regras de aprovação de transações que poderiam gerar conflito de interesses; (iv) regras de proteção ao direito de voto²⁶⁴.

Por outro lado, nas companhias abertas, as normas cogentes devem operar para balancear potenciais conflitos sem, no entanto, impedir transações vantajosas para a companhia. Dessa forma, as regras de natureza cogente não devem de nenhuma forma regular o conteúdo das operações societárias ou decisões empresariais em que a sociedade é parte ou objeto. Por isso, regras distributivas deveriam ser, em geral, de natureza dispositiva²⁶⁵, justamente porque estão inseridas no âmbito da tomada de decisão interna à empresa, atinentes à gestão financeira. Além disso, os acionistas não-controladores,

²⁶³ COMPARATO, Fábio Konder. *O direito aos dividendos nas companhias fechadas*. In: Direito Empresarial – estudos e pareceres. São Paulo: Saraiva, 1990, p. 160.

²⁶⁴ EISENBERG, Melvin Aron. *The structure of Corporation Law*. In: Columbia Law Review, New York: Columbia Law Review Association, v. 89, 1989, p. 1480-1481.

²⁶⁵ EISENBERG, Melvin Aron. *The structure of Corporation Law*. In: Columbia Law Review, New York: Columbia Law Review Association, v. 89, 1989, p. 1480-1481.

insatisfeitos com a política de remuneração da companhia, terão sempre para defesa de seus interesses o “recurso extremo de se desfazerem de suas ações no mercado”²⁶⁶.

Outro fator que opera sobre a conformação da disciplina societária em regras dispositivas ou cogentes é o momento em que tais regras são determinadas: se no momento da constituição da sociedade ou ao longo do curso das suas atividades²⁶⁷. No momento da constituição, é mais fácil enxergar e colocar em prática o caráter contratual e a possibilidade de negociação das regras entre as partes, privilegiando regras dispositivas e a possibilidade de serem afastadas pela vontade das partes. O mesmo não acontece com as alterações supervenientes que ocorrem nos documentos societários ao longo da vida em sociedade, que são aprovadas por maioria e se impõem aos demais. Sob essa perspectiva, certas regras estabelecidas como dispositivas no ato da constituição da sociedade passariam a ser cogentes a partir de então e sujeitas a parâmetros mais criteriosos para a sua alteração superveniente. Há quem defenda essa dinâmica mesmo nas companhias abertas, com regras dispositivas no momento da capitalização pública inicial da companhia, tornando-se cogentes a partir de então²⁶⁸.

No fim do dia, temos que a medida da autonomia privada na disciplina societária e, portanto, o balanceamento entre normas cogentes e dispositivas, passa essencialmente pela questão da capacidade de negociação das normas pelos agentes que serão por ela afetados, levando-se em consideração o nível de acesso de informação dos “outsiders” à gestão dos negócios conduzida pelos “insiders”. Assim, na companhia fechada, em que existiria maior acesso à informação e capacidade de negociação entre os agentes, regras estruturais e distributivas deveriam ser essencialmente regidas por normas dispositivas (com certas exceções que se verá a seguir). Na companhia aberta, por sua vez, as regras estruturais deveriam possuir, na sua maioria, natureza cogente, mas as regras distributivas, mesmo nesse tipo de companhia, deveriam ser essencialmente dispositivas, pois são afetadas à gestão e condução dos negócios sociais e os seus destinatários não são prejudicados por uma maior ou menor proximidade da gestão social.

²⁶⁶ COMPARATO, Fábio Konder. *O direito aos dividendos nas companhias fechadas*. In: Direito Empresarial – estudos e pareceres. São Paulo: Saraiva, 1990, p. 161.

²⁶⁷ Nesse sentido, cf. 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.

²⁶⁸ 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, p. 105.

Nesse sentido, o papel da lei nos parece ser a estruturação de regras que visam a penalização do abuso, a prevenção de conflitos e a exigência da disseminação de informações de forma clara e objetiva sobre as expectativas financeiras e estratégicas da sociedade, ao invés do estabelecimento, *a priori*, de regras estruturais e distributivas engessadas, de natureza essencialmente cogente.

11.2.2 Alternativas legislativas para a estrutura distributiva da sociedade

Como amplamente demonstrado nos capítulos anteriores, decisões de alocação de recursos da sociedade são decisões estratégicas com implicações financeiras relevantes e, portanto, deveriam ficar a cargo da administração (ou da maioria acionária, quando cabível), por ser o agente interno com mais capacidade e informação para direcionar tais decisões para o cumprimento do fim lucrativo. As decisões pela distribuição de dividendos ou pelo reinvestimento, pela lucratividade ou pelo valor, pelo autofinanciamento ou financiamento por terceiros, são todas decisões de gestão financeira da empresa.

Em geral, as regras societárias que regem esse tipo de decisão ou a alocação de poderes sobre esse tipo de decisão nas companhias deveriam ser de natureza eminentemente dispositiva, inclusive a decisão a respeito da melhor forma de se gerar lucro para o acionista e, assim, cumprir o fim lucrativo. Ou seja, o papel da lei em relação a estrutura distributiva da sociedade não deveria ser de interferência, mas apenas de definição de diretrizes ou proposição de alternativas no silêncio do estatuto, e a maioria das questões envolvendo a estrutura distributiva da companhia, deveria ser, em prol da própria natureza contratual da sociedade, deixada para a autonomia das partes, seja na figura da administração ou dos próprios acionistas, reunidos em assembleia. É o que se vê em boa parte das legislações alhures.

Nos Estados Unidos, o regime de destinação de resultados da companhia é flexível²⁶⁹, competindo tal decisão à administração, que está protegida pelo “guarda-chuva” da *business judgement rule*, mas limitada pelos deveres fiduciários que se impõem a todos

²⁶⁹ Muito embora tenha sido a disciplina societária de alguns estados norte-americanos a inspiração para a inserção na Lei 6.404/76 do dividendo mínimo obrigatório: “Por isso, a proposta de uma norma legal sobre dividendo mínimo parece inovação extraordinária (embora possam ser citados precedentes na legislação de alguns Estados dos Estados Unidos, como os de Nova Jersey, Novo México, Carolina do Norte e Carolina do Sul).” (LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A.* 3ª ed, Rio de Janeiro: Renovar,1997., v.1, p. 163)

os administradores, principalmente de diligência e lealdade²⁷⁰. Eventuais abusos e desvios da regra pela administração são submetidos a avaliação e decisão do judiciário, que analisará em que medida a *business judgement rule* poderá ser afastada e a conduta abusiva condenada em proteção aos acionistas.

Na Europa²⁷¹, a liberdade das partes na decisão sobre a distribuição de lucros também parece ser a regra. No Reino Unido, o *Companies Act* dá liberdade para que as partes não apenas decidam sobre a destinação dos resultados da companhia, como determinem a cargo de quem deve ficar a decisão, se administradores ou acionistas. Na França, a liberdade decisória é garantida aos acionistas pelo *Code de Commerce*, podendo o estatuto restringi-la (*Code de Commerce*, article L232-12). Na Itália, o regime de destinação de resultados também é marcado por normas dispositivas, deixando o *Codice Civile* ao estatuto das companhias a tarefa de dispor a esse respeito (*Codice Civile*, art. 2433). E, na Alemanha, a decisão da distribuição de dividendos é atribuída à assembleia geral, exceto nas hipóteses em que a retenção dos lucros é imposta por decisão do conselho de supervisão (*AktG*, §174).

A Lei 6.404/76, todavia, optou por uma abordagem diferente do que se vê em outras legislações e estabeleceu regras cogentes na disciplina de destinação de resultados da sociedade. O regime inaugurado pela lei do anonimato deixou pré-estabelecidas as finalidades do lucro social, discriminou e limitou a formação e o preenchimento das reservas e estabeleceu uma parcela mínima a ser obrigatoriamente distribuída como dividendo para os acionistas.

Com isso, a nossa lei do anonimato fixou a dinâmica distributiva da sociedade e criou para a sua administração uma inflexibilidade em relação a uma parte importante da gestão financeira: a decisão de como melhor remunerar o acionista e, via de consequência, perseguir o fim lucrativo. A opção da lei teve motivações muito claras e serviu ao seu propósito. Todavia, a inversão da lógica dispositiva deste tipo de norma para a lógica cogente, tendo em vista as novas tendências das companhias e dos mercados de capitais, pode ser perniciososa.

²⁷⁰ Nesse sentido, cf. CLARK, Robert. *Corporate Law*. New York: Aspen Law & Business, 1986, pp. 593-638.

²⁷¹ Para uma revisão completa do direito comparado em matéria de equilíbrio entre normas cogentes e dispositivas na disciplina societária, com foco para a disciplina da companhia aberta e especialmente em relação a (i) alocação de direitos políticos e econômicos; (ii) estrutura decisório e administrativa; e (iii) regime de destinação de resultados, cf. 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.

11.3 Possível solução para o contexto das companhias brasileiras

A solução que nos parece melhor se adaptar ao contexto brasileiro atual é manutenção de regras rígidas como exceção, e não mais como regra. A nosso ver, a estrutura distributiva da sociedade deve ser predominantemente regida pela liberdade dos agentes da relação societária. Não obstante, as regras cogentes não podem ser desconsideradas e devem servir para delimitar os contornos da autonomia privada nesta seara, dando espaço para que a ordem pública garanta a todos os acionistas o seu direito em “participar dos lucros”.

Assim, defende-se a adaptação da Lei 6.404/76 no que diz respeito à disciplina distributiva da sociedade, invertendo-se a lógica cogente atual para a lógica dispositiva, de forma que as regras cogentes passem a servir exclusivamente para (a) coibir o abuso administradores e controladores em situações em que as alternativas de remuneração dos acionistas são limitadas; (b) proteger os credores sociais; e (c) garantir a transparência e a ampla informação quanto à política distributiva da sociedade.

11.3.1 Regras cogentes para a coibição de abuso

Uma das motivações da lei societária brasileira para a instituição do dividendo mínimo obrigatório como traço marcante da disciplina legal da destinação dos resultados foi, como já explorado neste trabalho, coibir o abuso de controladores e administradores em relação ao poder destes sobre as formas de remuneração do acionista²⁷². Especialmente nas companhias fechadas de caráter pessoal, essa situação é recorrente pelas características de tais companhias, que limitam as possibilidades de remuneração do acionista ao dividendo e dão margem para a opressão e expropriação do minoritário.

Mesmo no direito norte-americano, a propensão ao abuso nas companhias fechadas é reconhecida, principalmente pela ausência de um mercado para as suas ações. CLARK discorre que nesses contextos, uma determinada política de dividendos pode ser uma verdadeira “arma de opressão” dos minoritário e uma forma de violação do dever de lealdade

²⁷² “Disposições legais presumem a possibilidade de abuso por parte da maioria, ou dos administradores, com relação à partilha do lucro social. Disposições 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.” (ROBERT, Bruno. *Dividendo mínimo obrigatório nas S/A: apuração, declaração e pagamento*. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 54)

da administração²⁷³. A solução no caso norte-americano é a submissão desses casos às cortes, que irão decidir pela responsabilização do administrador caso verificado o abuso.

No caso brasileiro, a solução é dada pela regra do dividendo mínimo obrigatório, norma cogente aplicável a todos os tipos de companhia que, portanto, não pode ser afastada pelas partes. Acontece que, ainda a possibilidade de abuso seja realidade nas companhias fechadas de caráter pessoal, com alternativas limitadas de remuneração dos acionistas, existe toda uma outra gama de companhias fechadas que não compartilham dessa realidade.

É o caso das companhias fechadas com vistas à captação de recursos profissionais, em que é estabelecido, pela própria autonomia das partes, um processo de negociação prévio que possibilita aos investidores criar mecanismos para protegê-los em relação ao seu investimento ou às suas expectativas de retorno no momento do seu ingresso na relação societária. Esta nova realidade já representa uma parte relevante das companhias fechadas no contexto brasileiro e movimenta uma parcela significativa de recursos de uma indústria disposta a investir nesse tipo de companhia.

Assim, parece-nos que normas cogentes para a coibição do abuso em matéria de distribuição de lucros e formas de remuneração dos acionistas são necessárias, principalmente no caso brasileiro em que ainda existe um modelo de sociedade anônima que necessita de uma tutela jurídica própria, dadas as suas características e o próprio estágio de “desenvolvimento” do nosso mercado de capitais. Por outro lado, entendemos que tais regras deveriam limitar-se a situações em que as características de uma determinada sociedade (tamanho, segmento, indústria, estágio de desenvolvimento, etc.) limitam as alternativas de remuneração dos acionistas não controladores a ponto de submetê-los a situações propícias ao abuso dos controladores. De resto, parece-nos que a autonomia privada é capaz de criar mecanismos próprios para alinhar as expectativas de rentabilidade do acionista e permitir que a administração da companhia possa buscar, como parte da sua gestão financeira e estratégica, a melhor forma de gerar lucro para o acionista.

11.3.2 Regras cogentes para a proteção dos credores

²⁷³ “That is, the cases involve contexts in which the shareholder has no active market, or no market untainted by distorting factors, to which he can turn. In these contexts a particular dividend policy very definitely can be (though of course it need not be) a weapon of oppression or a means of violating a fiduciary duty of loyalty.” (CLARK, Robert. *Corporate Law*. New York: Aspen Law & Business, 1986, p. 601)

Um outro limite à autonomia privada no âmbito da estrutura distributiva das sociedades está na proteção dos credores que, como já mencionado, é um dos principais pilares do sistema societário da Lei 6.404/76. Como amplamente trabalhado nos capítulos anteriores, a decisão pela distribuição de dividendos é, na sua essência, uma decisão de estratégia financeira de alocação de recursos e implica na transferência dos recursos do patrimônio da sociedade para o patrimônio dos acionistas, por meio de um evento de transferência de renda. Essa decisão pode afetar indiretamente os credores da sociedade que, sem assumir parte nesse tipo de decisão, poderiam ser prejudicados pela distribuição de recursos sociais aos acionistas.

O sistema da nossa lei acionária escolheu o capital social como o limite da proteção dos credores, estabelecendo assim o princípio irrevogável da sua intangibilidade. Essa intangibilidade apresenta múltiplas projeções na lei, mas tem como um dos seus pontos centrais o cuidado e o rigor na verificação de recursos disponíveis para a realização de transferências de recursos da sociedade para os acionistas, dentre as quais estão incluídas algumas das formas de remuneração dos acionistas, como o pagamento de dividendos e a recompra de ações.

Assim, o regime de destinação de resultados e a decisão pela forma de remuneração dos acionistas devem estar circundados de regras cogentes que garantam a devida proteção dos credores, não apenas mediante a proteção da integridade do capital social, mas também por meio de regras que protejam o patrimônio da sociedade e sua situação financeira. É esse, inclusive, o sentido do funcionamento do capital como cifra de retenção, que não afasta a responsabilidade pelo patrimônio da sociedade, antes reforçando a sua manutenção²⁷⁴. Mesmo porque, em se tratando de direitos decisórios sobre o patrimônio da sociedade, os acionistas são os sujeitos desses direitos enquanto a companhia é solvente, mas, a partir do momento em que se estabelece um estado de insolvência da sociedade, esses direitos decisórios sobre o patrimônio da sociedade são transferidos aos credores²⁷⁵.

Portanto, regras cogentes de proteção aos credores, ao patrimônio social e à situação financeira da companhia devem estar presentes na disciplina distributiva da sociedade, garantindo que nenhum evento societário de distribuição coloque em risco a proteção dos

²⁷⁴ 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, p. 424.

²⁷⁵ HART, Oliver. *Financial Contracting*. In: *Journal of Economic Literature*, Vol. 39, No. 4 (Dec., 2001), p. 1084.

credores. Esse princípio, em tese, já está estabelecido e incrustrado na sistemática da nossa lei²⁷⁶. No entanto, as reformas a que a Lei 6.404/76 foi submetida ao longo da sua vigência e o próprio incentivo da lei à distribuição de dividendos, geraram inconsistências na estrutura distributiva das companhias de forma que, em prol da valorização dos dividendos, o direito dos credores é fragilizado.

Como visto, a reforma promovida pela Lei 9.457/1997 e Lei 10.303/2001 nos arts. 197 e 202 passaram a considerar, por exemplo, os lucros não realizados na base de cálculo do lucro líquido ajustado (e, assim, do dividendo mínimo obrigatório). Esse tipo de situação implica no cálculo de uma distribuição de dividendos para além do que seria o lucro efetivamente realizado. Também contribui para a fragilidade da proteção aos credores a possibilidade de distribuição de dividendos intercalares ou intermediários. A excepcionalidade que este tipo de conduta gera no método de apuração de resultados implica no pagamento de dividendos antes da apuração do lucro anual e, muito embora a lei tenha estabelecido todo um regime de proteção e cautela para essas situações, sua aplicabilidade deveria ser limitada.

Soma-se a isso a ausência de clareza quanto ao alcance de mecanismos que utilizam a incompatibilidade da situação financeira da companhia como uma “válvula de escape” para todos os dispositivos que privilegiam a distribuição de dividendos. Sabe-se que a solvência da sociedade depende da sua situação financeira e capacidade de pagar suas obrigações, o que nem sempre está vinculado a existência ou não de lucros sociais. No entanto, o alcance do que seria a incompatibilidade da situação financeira não está bem definido na Lei das S.A. e dá margem a diversas interpretações que nem sempre possuem rigor técnico financeiro suficiente para a proteção correta do credor nesse tipo de situação. Nesse sentido, as regras do sistema distributivo devem cuidar para que a decisão pela melhor forma de remuneração do acionista não apenas leve sempre em consideração a situação

²⁷⁶ Nesse sentido a lição de Comparato: “É que, no conflito de interesses inevitável, entre os acionistas não empresários e os credores sociais — os primeiros desejando, normalmente, a máxima distribuição de dividendos e os segundos interessados, na maior capitalização possível da companhia — a lei estabelece um princípio de ordem pública como linha-mestra de solução: não pode haver distribuição de rendimentos aos acionistas, em prejuízo ao capital social; ou, dito em outras palavras, os bens cujos valores foram levados a capital não podem ser distraídos do patrimônio social sem consentimento dos credores.” (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*. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 1981, p. 136.)

financeira da sociedade, mas também permitam ao intérprete da lei identificar esse tipo de situação com maior assertividade.

Nesse sentido, exceções ao princípio da realização dos lucros e da anualidade do exercício social deveriam ser revistas e limitadas a situações específicas em que o não controlador carece de alternativas para concretizar o seu lucro, mas nunca em detrimento dos credores sociais. Regras cogentes deveriam ser responsáveis por garantir a proteção do credor, inclusive na determinação do que seriam situações financeiras incompatíveis com determinados eventos de remuneração do acionista.

11.3.3 Regras cogentes no acesso à informação e política distributiva

Por fim, a interferência da ordem pública também se faz necessária em um último aspecto da disciplina distributiva da sociedade, que diz respeito a correta e ampla divulgação aos acionistas da estratégia distributiva da companhia. Ainda que a administração da companhia, seja pelos seus administradores ou controladores, tenha ampla ingerência sobre a melhor forma de buscar o retorno para o acionista e o cumprimento do fim lucrativo da sociedade, é importante que os acionistas não controladores tenham ciência dos contornos da estratégia distributiva da sociedade em que vão alocar seus recursos e de eventuais mudanças nessa estratégia.

Isso não significa que é preciso pré-estabelecer, como fez a Lei 6.404/76, uma política de destinação de resultados fixa – o que seria contrário ao que vem se defendendo até aqui. A ideia é que existam regras que exijam da administração transparência em relação aos seus objetivos financeiros e estratégicos: se vão privilegiar a visão de curto ou longo prazo, se pretendem privilegiar lucratividade ou valor, se vislumbram estratégias distributivas mais agressivas ou mais conservadoras. Tais diretrizes auxiliam no alinhamento de expectativas de rentabilidade²⁷⁷ que, como visto, é uma das principais questões nos conflitos entre acionistas e entre acionistas e administração nas companhias atuais.

²⁷⁷ Nesse sentido, Clark: “Ideally, the company’s dividend policy should be made reasonably clear to investing public. Shifts should be preceded by a fair warning, so that investors in particular personal situations (for example, a high or low tax bracket) will not be caught holding the wrong kind of stock for them. In other words, directors should aspire towards consistency and openness in setting dividend policy”. (CLARK, Robert. *Corporate Law*. New York: Aspen Law & Business, 1986, p. 601).

Se não houve uma negociação de regras *a priori*, como ocorre nas companhias fechadas com vistas a uma captação de recursos profissional, é importante que o ingresso e a permanência do acionista na sociedade se deem de forma informada e consciente em relação às suas possibilidades de retorno. Essa necessidade é ainda mais premente nas companhias abertas, em que problemas de coordenação inerentes a multiplicidade de acionistas e rapidez nas alterações das suas posições acionárias aumentam sobremaneira a assimetria de informação.

Assim, o estabelecimento de regras cogentes que visam a transparência e a divulgação de informações sobre a política distributiva da sociedade contribui com o alinhamento de expectativas na sociedade em substituição a um pré-estabelecimento de regras por imposição legal, sem tolher a autonomia privada nas decisões de gestão financeira da companhia.

11.4 Conclusão Preliminar

Vimos que o problema de fundo que segrega acionistas e dá margem para discussões e conflitos no âmbito das formas de persecução pela sociedade do seu fim lucrativo é o desalinhamento das expectativas de rentabilidade dos acionistas, em decorrência da multiplicidade e diversidade de perfis que a sociedade anônima é capaz de agregar.

A forma como a sociedade irá gerar lucro para o seu acionista é uma decisão comercial e estratégica, que diz respeito a diversos ramos das ciências e leva em consideração uma multiplicidade de fatores para além de questões puramente jurídicas. Como explorado amplamente no presente trabalho, existem diversas formas da sociedade proporcionar lucro para o acionista e, assim, cumprir com o seu fim lucrativo.

Esse é, inclusive, o sentido genérico da participação do acionista nos lucros, indicada como direito essencial ao acionista pelo próprio diploma societário vigente²⁷⁸. Muito embora tenha-se dado grande importância ao lucro financeiro da sociedade e

²⁷⁸ Nos dizeres de Comparato: “Quando a lei (art. 109, I) caracteriza o direito de “participar dos lucros sociais” como “essencial”, do qual não pode ele ser privado nem pelo estatuto nem pela assembleia geral, está englobando, na mesma expressão, ambos os direitos cuja distinção se acaba de traçar [direito aos lucros e direito aos dividendos]. Vale dizer que o texto legal consagrou, elipticamente, um direito do acionista de participar dos lucros sociais, segundo as diferentes formas que essa participação assume, na lei.” (COMPARATO, Fábio Konder. *A constituição da reserva de lucros a realizar e o dividendo obrigatório*. In: *Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 1981, p. 152)

privilegiado o dividendo como a forma padrão de geração de lucro para o acionista, não se nega que o benefício econômico do acionista em decorrência do funcionamento da sociedade pode se dar de diversas maneiras.

Assim, 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, com a prevalência da ordem pública sobre a autonomia privada, ou pela conformação da disciplina societária a partir de regras de caráter predominantemente dispositivo, dando maior espaço para a autonomia das partes envolvidas na relação societária.

Sabe-se que a disciplina societária é marcada pelo balanceamento entre regras de natureza dispositiva, podendo ser afastadas ou alteradas pela vontade das partes (por deliberação ou pelo estatuto), e as regras cogentes, que prescrevem normas de ordem pública, inderrogáveis pela via estatutária²⁷⁹. Ao analisarmos, de forma genérica, a realidade econômica e financeira das sociedades contemporâneas, as novas tendências a que estão submetidas e os novos comportamentos dos agentes que compõe a relação societária, percebe-se que a autonomia privada é de fato essencial na estrutura distributiva da sociedade. Deve-se buscar um “justo equilíbrio”²⁸⁰ 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.

²⁷⁹ COMPARATO, Fábio Konder. *A constituição da reserva de lucros a realizar e o dividendo obrigatório*. In: *Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 1981, p. 160.

²⁸⁰ Nesse sentido, a lição atemporal de Comparato: “Ocorre que entre ambos esses aspectos do benefício econômico que os lucros sociais representam, para o acionista — percepção de dividendos e aumento do valor patrimonial de suas ações — deve sempre haver um justo equilíbrio. Se todo o lucro fosse, sistematicamente, destinado à capitalização ou formação de reservas, o incremento do valor patrimonial da ação, sobretudo nas companhias fechadas, acabaria não se traduzindo, proporcionalmente, em seu valor venal ou de mercado e o acionista seria lesado em seu direito ao aproveitamento individual dos lucros sociais. Se, ao revés, todo o lucro do exercício fosse, sempre, distribuído sob a forma de dividendo, a saúde econômica e financeira da companhia ficaria irremediavelmente comprometida; o que acabaria se refletindo não só na diminuição relativa (i.e, o não-incremento) do valor patrimonial da ação (prejuízo grave em conjunturas inflacionárias), como também na baixa de sua lucratividade e na decorrente redução ou não-distribuição ulterior de dividendos.” (COMPARATO, Fábio Konder. *A constituição da reserva de lucros a realizar e o dividendo obrigatório*. In: *Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 1981, p. 152-153)

Nesse sentido, 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. Todavia, o diploma societário vigente deixa de abarcar a realidade de grande parte das companhias contemporâneas.

Assim, defende-se uma adaptação da Lei das S.A. às novas tendências e realidade das companhias brasileiras no atual contexto econômico e financeiro. Nesse sentido, preza-se por 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.

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 mercado 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, Arnaldo (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*. 2ª ed. São Paulo: RT, 1980.

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

HASMANN, 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.