

A QUESTÃO DAS RESERVAS ESTATUTÁRIAS E AS IDIOSINCRASIAS DO MERCADO DE AÇÕES BRASILEIRO

BRUNO ROBERT

1. Introdução. 2. Resumo dos dados analisados. 3. Evolução econômica e evolução cultural. 4. O dividendo e os direitos essenciais dos acionistas. 5. A disputa pelo controle sobre o fluxo de caixa livre. 6. A função do dividendo mínimo obrigatório nesse contexto. 7. O regime jurídico das reservas estatutárias. 8. Precisão, completude, critérios e limites. 9. A reforma de 2001. 10. As reformas de 2007 e 2009. 11. O Anexo 9-1-II da Instrução CVM n. 481/2009. 12. Fim das reservas de lucros acumulados e a perda do controle arbitrário sobre o lucro líquido disponível. 13. A retomada do controle arbitrário sobre o lucro líquido disponível. 14. A utilização irregular das reservas estatutárias e seus efeitos. 15. A manipulação do art. 194 da Lei das S/A e o que isso diz a respeito do estágio de evolução do mercado de ações brasileiro. 16. O dividendo mínimo obrigatório ainda possui uma função a cumprir. 17. Conclusão.

1. Introdução

De acordo com o art. 202, § 6º, da Lei das Sociedades por Ações, “[o]s lucros não destinados nos termos dos arts. 193 a 197 deverão ser distribuídos como dividendos”.¹

O comando legal é simples. Determina que os lucros apurados pela companhia devam ser distribuídos aos sócios a menos que possuam destinação específica que atenda aos parâmetros legais. Ou seja, a distribuição é a regra. A retenção dos lucros é a exceção.

Para que administradores ou controladores decidam pela retenção dos lucros sociais é preciso respeitar as regras e limites

dispostos nos arts. 193 a 197 da Lei das Sociedades por Ações.

Em alguns casos, aliás, a retenção é obrigatória. Não está sujeita à discricionariedade dos administradores ou maioria assemblear, embora sempre dependa de expressa previsão legal.

Assim, o art. 193 da Lei das Sociedades por Ações disciplina a constituição da reserva legal, que é obrigatória, nos termos desse dispositivo.

O art. 194, objeto da preocupação deste estudo, trata das reservas estatutárias, que são produtos da vontade da maioria dos sócios, seja em sua criação, seja em seu preenchimento e utilização.

Os arts. 195, 195-A, 196 e 197 regulam as reservas assembleares. São elas, respectivamente: a reserva para contingências, a reserva de incentivos fiscais, a reserva especial para cumprimento de orçamento de capital e a reserva de lucros a

1. Sobre o regime legal do dividendo no Brasil, cf. a indispensável obra de Luiz Gastão Paes de Barros Leães, *Do Direito do Acionista ao Dividendo*. Cf., ainda, Bruno Robert, *Dividendo Mínimo Obrigatório nas S/A – Apuração, Declaração e Pagamento*.

realizar. A existência das reservas assembleares não depende de previsão estatutária, mas apenas de mera decisão assemblear que determine a versão de lucros do exercício a elas, atendidos aos parâmetros legais.

Embora lidem com utilizações distintas do lucro social, os arts. 193 a 197 convergem em objetivos comuns, que são o de tornar previsível a retenção dos lucros sociais, assegurar a pertinência da utilização dos lucros retidos e possibilitar a fiscalização do uso desses lucros pelos administradores e controladores.

Exatamente no mesmo sentido estão também as disposições dos arts. 189, 190, 192, 198, 199, 202 e 203.

Tomado em conjunto, portanto, o Capítulo XVI da Lei das Sociedades por Ações forma um todo coerente, fundamentado no princípio de que o acionista, parte no contrato de sociedade, é o titular dos frutos do empenho de seu esforço individual, de seu capital e de sua sujeição aos riscos da atividade empresarial.

O poder do acionista de fruição plena dos lucros sociais é parte da essência do contrato de sociedade, na medida em que o lucro, nas suas mais diversas corporificações, é a razão única e integral que move as partes a formarem o contrato de sociedade para se engajarem em determinada atividade empresarial.²

2. Assim dispõe o Código Civil: “Art. 981. Celebram contrato de sociedade as pessoas que reciprocamente se obrigam a contribuir, com bens ou serviços, para o exercício de atividade econômica e a partilha, entre si, dos resultados”. Cf., Manuel Antônio Pita, *Direito aos Lucros*, pp. 1 e ss.; Fábio Konder Comparato, “O direito ao lucro nos contratos sociais”, in *Direito Empresarial – Estudos e Pareceres*, pp. 150 e ss.; e Sylvio Marcondes, *Questões de Direito Mercantil*, pp. 13 e ss. A respeito do intento de lucro do empresário, cf. Tullio Ascarelli, *Corso di Diritto Commerciale*, pp. 196 e ss. A economia de recursos, a proteção contra determinada perda ou quaisquer outras formas diretas ou indiretas de ganhos podem ser englobadas no mesmo conceito de fim lucrativo. Nesse sentido, p. ex., o Cód-

igo Civil francês, em seu art. 1.832, al. 1, determina que “La société est instituée par deux ou plusieurs personnes qui conviennent par un contrat d’affecter à une entreprise commune des biens ou leur industrie en vue de partager le bénéfice ou de profiter de l’économie qui pourra en résulter”. Cf., também, as obras de Tullio Ascarelli, *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*, pp. 296 e 297 e *Problemi Giuridici*, pp. 286 e ss.

Em reconhecimento tanto da titularidade primária do acionista sobre o lucro, quanto da necessidade de proteção ao interesse social, a Lei das Sociedades por Ações prevê graus distintos de flexibilidade entre as diversas alternativas para retenção dos lucros sociais.⁴

3. Sobre a evolução da compreensão do conceito de interesse social, cf. Pier Giusto Jaeger, *L’Interesse Sociale* e “L’interesse sociale rivisitato (quarant’anni dopo)”, in *Giurisprudenza Commerciale*, Parte I; José Nuno Marques Estaca, *O Interesse da Sociedade nas Deliberações Sociais*; Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, “Conflito de interesses nas assembleias de S/A”, *RDM* 143, especialmente pp. 20 a 67; e Eduardo Munhoz, *Empresa Contemporânea e Direito Societário – Poder de Controle e Grupos de Sociedades*, pp. 36 e ss.

4. O próprio lucro, e seu conceito jurídico, decorrem da somas das considerações acerca dos interesses envolvidos em sua formação e utilização. Nesse sentido, Leães, para quem “[a] determinação do lucro social é, assim, filha de um complicado feixe de normas, com fulcro no balanço geral de exercício, objetivando tutelar os vários interesses em jogo, muitos deles divergentes e contrastantes: de um lado, os interesses dos atuais acionistas, de outro, os interesses dos futuros acionistas e dos credores sociais, sem falar no interesse social, e até no interesse da economia nacional” e, segundo o qual “(...) na configuração do conceito técnico-jurídico de lucro social faz-se mister dois requisitos: a) que esse lucro resulte de balanço regularmente aprovado; b) que esse lucro seja realmente obtido. (...) O critério de determinação do lucro social não é, portanto, exclusivamente formal, pois precisa corresponder a um *rédito real*, mas também não é exclusi-

Nos extremos do espectro estão, de um lado, a distribuição de dividendos e, de outro, as destinações obrigatórias do lucro do exercício (arts. 189 e 193).⁵ Intermediariamente se encontram a destinação de lucros para as reservas estatutárias e a destinação de lucros para as reservas assembleares, sendo estas relativamente mais flexíveis do que aquelas.

Dessa maneira, a Lei das Sociedades por Ações procurou manter devidamente tuteladas as diversas situações e interesses envolvidos na utilização do lucro social. Todo o lucro social deve, em princípio, ser distribuído aos acionistas. No entanto, para aquilo que o legislador entendeu como primordial à proteção do interesse social,⁶ foram criadas retenções obrigatórias. E para aquilo que o legislador entendeu que ape-

vamente substancial, pois uma série de normas e princípios legais limitam o conceito de lucro e excluem de seu cômputo determinados valores que constituem incrementos ativos que o balanço não pode deixar de registrar” (Leães, *Do Direito do Acionista ao Dividendo*, ob. cit., pp. 84 a 86).

5. Ainda sobre a formação do lucro social e suas diversas categorias, cf., para uma relação analítica mais completa, embora desatualizada, dos tipos de lucro mencionados na Lei das Sociedades por Ações, Ricco Harbich, *Conceito e Destinação do Lucro na Nova Lei das Sociedades por Ações*, 2ª ed., pp. 37 a 44. Cf., ainda, Paulo Afonso Sampaio Amaral, “Aspectos do lucro e sua distribuição”, *RDM* 31/65 e ss.; e Jurandir dos Santos, “Política de dividendos – Destinação do resultado do exercício”, in Ives Gandra da Silva Martins e Geraldo de Camargo Vidigal (orgs.), *Sociedades por Ações* 23. Na doutrina portuguesa, cf. Vasco da Gama Lobo Xavier e Maria Ângela Coelho, “Lucro obtido no exercício, lucro do balanço e lucro distribuível”, *Revista de Direito e Economia* 2, ano 7.

6. “De modo geral, é possível classificar esses direitos concorrentes em relação ao patrimônio de uma companhia em três gêneros: a) direitos decorrentes de relações de negócios com terceiros; b) direitos decorrentes de relações societárias de participação nos lucros sociais; e c) direitos dos acionistas. São de natureza diversa, uns dos outros; mas, ao mesmo tempo, reciprocamente concorrentes, pelo menos em parte” (Fábio Konder Comparato, “A constituição da reserva de lucros a realizar e o dividendo mínimo obrigatório”, in *Novos Ensaios e Palestras de Direito Empresarial*, p. 148).

nas a confluência das vontades dos acionistas e administradores poderia ser capaz de determinar como mais adequado à proteção do interesse social, em determinado caso e momento, foram criadas as retenções discricionárias.⁷

Em qualquer dos casos, porém, a regra permanece: o lucro social é primordialmente do acionista; qualquer retenção deve ser previsível, pertinente e fiscalizável.

Realidade essa também reconhecida há muito pela Comissão de Valores Mobiliários⁸ e que atende perfeitamente à sensibilidade econômica que permeia a disputa pelo fluxo de caixa livre entre os diversos centros de interesse que povoam a estrutura societária.

Os incentivos e benefícios da utilização do lucro social podem ser bem diversos quando examinados a partir dos pontos de vistas dos administradores ou dos controladores ou dos acionistas minoritários ou dos credores ou do governo ou dos empregados, sendo que, na disputa pelo controle da destinação do lucro social, administradores e controladores possuem evidente vantagem por deterem a totalidade das informações referentes à sociedade e por comandarem as deliberações assembleares.

Tanto é assim que, para assegurar o pleno atendimento dos objetivos originais

7. “[O direito ao dividendo se sujeita] a duas condições: uma *suspensiva*, que é a efetiva existência dos lucros, decorrente da sua apuração em balanço aprovado, e outra *resolutiva*, ou seja, que a assembleia não distribua esse lucro de maneira diversa, remetendo-o para reservas. (...) Trata-se, portanto, de um direito condicionado a dois fatores: 1) a existência efetiva de lucros, de acordo com balanço aprovado; 2) a deliberação da assembleia geral decidindo a sua distribuição, ou o mandamento estatutário nesse sentido. (...) Tanto assim é que (...) se procuram limites a esse poder da assembleia geral de dispor sobre a destinação dos lucros para as reservas; esses limites, em que pese as dificuldades em apurá-los na prática, encontram-se no chamado *interesse da sociedade*” (Waldirio Bulgarelli, *Comentários à Lei das Sociedades por Ações*, vol. 4, p. 54).

8. Cf. CVM/SJU n. 073, de 17.11.1980.

pretendidos pela Lei das Sociedades por Ações, a reforma de 2001 precisou incluir o § 6º ao art. 202 para tornar inquestionável o que o sistema da lei já deixava claro há mais de 25 anos.

Ao longo do tempo, percebeu-se que o teor dos arts. 193 a 197, e dos demais dispositivos a eles relacionados, não era suficiente para fazer com que o sistema construído pela Lei das Sociedades por Ações superasse a ingerência de fatores humanos sobre as regras de determinação do uso do lucro social.

A racionalidade econômica, os valores e instituições que influenciam o direito societário no país, permitiram que a intenção da lei fosse subvertida. Uma vez que os incentivos dos administradores e controladores, correlacionados aos respectivos graus individuais de aversão ao risco, preservação de reputação e acúmulo patrimonial, excediam os custos da não observação estrita aos comandos legais, a regra no Brasil passou a ser a retenção do lucro e a distribuição passou a ser a exceção.

O § 6º do art. 202 buscou corrigir essa situação da forma mais explícita possível ao tornar literal a regra de que o lucro pertence primordialmente ao acionista. Buscou dificultar a retenção irregular dos lucros sociais pelos administradores e controladores e, com isso, reequilibrar o balanço entre os diversos interesses envolvidos na utilização do fluxo de caixa livre das companhias.

Em 2007, nova reforma da Lei das Sociedades por Ações excluiu a “reserva de lucros acumulados” da relação de contas do patrimônio líquido das sociedades, constante de seu art. 178, § 2º, *d*, em mais um passo que contribuiu para eliminar quaisquer dúvidas a respeito da ilegalidade da retenção genérica de lucros.

Com a reforma da Lei das Sociedades por Ações promovida em 2001, e também com as modificações de 2007, esperava-se que deixasse de ser comum, nas companhias brasileiras, a retenção genérica de lu-

cos e a distribuição de dividendos sempre limitados ou referenciados pelo montante do dividendo mínimo obrigatório.

Entendido de outra forma, o dividendo mínimo obrigatório passou a ser visto pelas companhias brasileiras como dividendo máximo ou justo a que têm direito os sócios. Aqui também, a regra havia se transformado em exceção. E o objetivo das reformas era reverter essa situação.

Ocorre que, a despeito de todos os esforços legislativos, e da evidência da lógica societária que deveria comandar a realidade, o fato é que a balança continuou a pender a favor dos administradores e controladores.

Sob a ameaça da perda do controle sobre o fluxo de caixa livre das companhias, administradores e controladores encontraram nos últimos anos alternativas para contornar o que determina o § 6º do art. 202 e manter em regime de exceção a distribuição de lucros significativamente acima do dividendo mínimo obrigatório.

A alternativa encontrada foi a manipulação das reservas estatutárias previstas no art. 194 da Lei das Sociedades por Ações. Uma vez que a simples destinação dos lucros excedentes para a reserva genérica de lucros acumulados passou a ser explicitamente ilegal, a solução foi criar, por meio do empenho do poder de controle, reservas estatutárias que em regra recolhem exatamente o saldo dos lucros após o pagamento do dividendo mínimo obrigatório e que, na prática, quase sempre apresentam níveis semelhantes de arbitrariedade e generalidade em sua utilização.

Esse é exatamente o objeto deste estudo: a utilização irregular do art. 194 em infração ao § 6º do art. 202 e a todo o sistema criado pela Lei das Sociedades por Ações para assegurar o equilíbrio entre os diferentes interesses envolvidos na disputa pelo fluxo de caixa livre das companhias.

Em consequência do exame da questão fixada no parágrafo anterior, natural aproveitar este estudo também para ava-

liar o significado de tanta resistência por parte dos administradores e controladores do país em aceitar um sistema que não impede o reinvestimento de quantias quase ilimitadas do lucro social, mas que tão somente requer transparência na utilização desse lucro.

Não há dúvida de que o mercado brasileiro experimenta uma tendência de grande desenvolvimento nos últimos anos. Do ponto de vista estritamente econômico, a evolução é nítida. Valores cada vez maiores são captados e negociados no mercado de capitais, por exemplo. Ao contrário do que parece intuitivo, entretanto, a evolução econômica do mercado não traz automaticamente consigo o aprimoramento do ambiente jurídico que acolhe as operações do mercado de capitais.

O direito societário no país enfrenta – e isso também é inquestionável – questões cada vez mais complexas. A validade das cláusulas de defesa contra tomada hostil de controle, adotadas em massa e padronizadamente pelas companhias brasileiras, e o número crescente de conflitos entre dois ou mais grupos minoritários antagônicos dentro de uma mesma companhia pelas vagas separadas no conselho de administração e fiscal, são dois exemplos nítidos.

Mas, no mesmo passo, a complexificação das situações societárias não implica automaticamente a evolução do próprio direito societário.

Desse modo, tem-se, de um lado, a exuberância com que o mercado de capitais brasileiro vem sendo propagandeado recentemente e, de outro lado, resquícios de um passado não tão distante assim em que a incerteza quanto ao respeito aos direitos dos acionistas minoritários não permitia que mercado de capitais algum aspirasse qualquer desenvolvimento.

Em outras palavras, pouco adianta, por exemplo, aumentar a base de investidores pessoa física na bolsa de valores se, dentro de algum tempo, esses mesmos investidores não possuirão à sua disposição

normas e instituições capazes de proteger eficazmente seus direitos. Pouco adianta testemunhar operações financeiras das mais complexas ocorrendo pela primeira vez em solo nacional, se não se avaliar a adequação de uma lei societária que, embora tecnicamente primorosa, foi desenhada em torno da figura do controle concentrado e que, portanto, pode vir a não ser exata para responder a impasses relacionados a uma situação de controle disperso.⁹ Pouco adianta a massiva e saudável inserção de fundos de investimentos como protagonistas do mercado empresarial do país, se os acordos de acionistas e regras de governança que precedem os aportes de capital não são executáveis por incapacidade técnica e operacional dos tribunais ou por ausência de um ambiente arbitral amplo e diverso o suficiente para garantir a absoluta inexistência de conflitos de interesses e neutralidade ideológica nas decisões.

Nesse contexto, portanto, a pergunta que se faz é se o constatado aumento do fluxo financeiro no mercado de capitais brasileiro, e na economia do país de uma forma geral, promoveu ou promove o consistente e equivalente aprimoramento do direito societário, tomado de forma ampla, ou seja, considerando leis, regulação, instituições e valores.

A pergunta não é meramente reflexiva e nem de simples resposta. É concreta na medida em que auxilia na projeção dos limites do próprio crescimento do mercado de capitais, uma vez que a injeção de capital que estimula a economia no curto prazo normalmente não é suficiente para, sem um desenvolvimento estrutural que a acompanhe, sustentar o crescimento no longo prazo. E é complexa, pois envolve fatores que vão muito além da mera análise da legisla-

9. Cf., a respeito do assunto, Eduardo Secchi Munhoz, “Desafios do direito societário brasileiro na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle”, in Rodrigo R. Monteiro de Castro e Leandro Santo de Aragão (coords.), *Direito Societário: Desafios Atuais*.

ção aplicável, estendendo-se para áreas políticas, educacionais, sociológicas e econômicas.

Este estudo, por reconhecer a incapacidade de exaurir o assunto, limitará sua análise especificamente ao significado que se pode extrair do comportamento coletivo que leva administradores e controladores a flexibilizar ao máximo a interpretação do art. 194 da Lei das Sociedades por Ações com o objetivo de evitar as restrições sintetizadas pelo § 6º do art. 202 da mesma lei, não sem antes apresentar em números a realidade que se pretende examinar e compreender em seus detalhes, a disciplina legal do instituto jurídico em análise.

Assim, além desta introdução, o estudo se divide em outros dezesseis itens. O item 2 apresenta os principais dados levantados como suporte para a análise do tema. No terceiro item, busca-se dissociar a evolução econômica do mercado da evolução cultural de seus agentes e instituições, avaliando-se causas e efeitos dessa dissociação. O item 4 posiciona o dividendo em relação aos direitos essenciais dos acionistas, enquanto que o item 5 contextualiza a disputa pelos lucros sociais entre os diversos centros de interesse que convivem dentro e em torno de uma sociedade. O sexto item analisa a função do instituto do dividendo mínimo obrigatório nesse cenário. Os itens 7 e 8 detalham a disciplina legal das reservas estatutárias. Os itens 9 e 10 tratam das reformas promovidas em 2001, 2007 e 2009 na Lei das Sociedades por Ações e os consequentes impactos para o assunto tratado neste estudo. No item 11, são apresentadas as inovações da Instrução CVM n. 481/2009, em especial o seu Anexo 9-1-II. No item 12, retoma-se o processo de eliminação da genérica reserva de lucros acumulados dos balanços das companhias. No item 13, explica-se a substituição da referida reserva por reservas estatutárias genéricas. O item 14 lida com as irregularidades mais comumente encontradas na prática com relação às reservas estatutárias e seus efeitos. O item 15 examina

os significados da utilização irregular do art. 194 para a avaliação do real estágio de desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. O penúltimo item retoma a análise da função contemporânea do dividendo mínimo obrigatório, considerando-se as reflexões realizadas nos itens anteriores. O item 17 sintetiza as principais considerações elaboradas ao longo do estudo e conclui este trabalho.

2. Resumo dos dados analisados

A prática e o contato diário com as companhias permitiriam a qualquer interessado, especialmente se conhecedor da matéria societária, a asseverar os fatos relatados na introdução ou, pelo menos, a constatar a tendência refletida nesses mesmos fatos.

Já há alguns anos não são raros os casos de companhias que solicitam soluções jurídicas para a substituição das reservas de lucros acumulados a advogados e contadores. Não são poucas, também, as situações em que o conselho fiscal constata a desatualização das rotinas contábeis de uma companhia com relação às retenções de lucros e sugere sua adaptação à legislação vigente. O mesmo com as recomendações de auditores independentes e os apontamentos, litigiosos ou não, por parte de acionistas minoritários.

Em resumo, cada grupo, ao seu modo e de acordo com seus interesses, em antecipação ou pego de surpresa, contribui para que se possa consistentemente caracterizar como tendência determinado conjunto de movimentos societários e contábeis adotados nos últimos anos no país. Neste caso, em específico, movimentos societários e contábeis relacionados à apuração, declaração e distribuição de dividendos, assim como à retenção dos lucros sociais. Neste caso, particularmente, movimento que, em seu conjunto, caracterizam a tendência das companhias brasileiras a reter parcela relativamente alta dos lucros sociais com fundamento em justifi-

cativas pouco específicas, em contrariedade à legislação societária.

Essa tendência, além de perceptível no dia a dia do direito societário no país, está evidentemente refletida nas informações divulgadas pelas companhias. A análise de informações financeiras e societárias das companhias que as disponibilizam publicamente confirma e fundamenta as considerações elaboradas neste estudo.

Com esse intuito, foram levantadas e examinadas informações disponibilizadas pelas 175 companhias listadas nos segmentos diferenciados de governança corporativa da BM&F Bovespa: todas as 39 companhias listadas no Nível 1, todas as 17 listadas no Nível 2 e todas as 119 companhias do Novo Mercado.

As informações colhidas e compostas referem-se àquelas que demonstram ou influenciam o montante de dividendos distribuídos e o montante de lucros retidos, bem como a natureza das retenções.

Assim, foram levantadas: (i) a regra estatutária de distribuição do dividendo mínimo obrigatório de cada uma das companhias analisadas, (ii) a previsão quanto à existência de reserva estatutária ou não, (iii) sua disciplina, (iv) a forma como é denominada, (v) se cada companhia apurou ou não lucro no exercício social de 2010, (vi) qual foi o respectivo lucro líquido, (vii) qual o valor dos dividendos distribuídos, (viii) qual a porcentagem do lucro líquido distribuído, (ix) qual o montante de lucros retido, (x) o quanto esse montante representa do lucro líquido da companhia e (xi) a natureza dessa retenção, entre outras informações.

Com relação às companhias escolhidas, a opção pelas empresas listadas nos Níveis 1, 2 e Novo Mercado explica-se pela disponibilidade das informações necessárias e pela qualidade das informações fornecidas. Além disso, embora representem número ínfimo das empresas brasileiras, essas companhias são responsáveis por parte significativa da economia indus-

trial do país. Sua magnitude econômica e exposição pública contribuem de forma determinante para a caracterização do mercado empresarial e do direito societário brasileiro. Por fim, é bastante provável que as conclusões obtidas, e refletidas nos números examinados, sejam igualmente verdadeiras se contrastadas com números das companhias listadas no segmento tradicional da BM&F Bovespa e das companhias fechadas do país. Aliás, é bastante provável que as conclusões obtidas sejam ainda mais verdadeiras para essas últimas companhias, dado a redução equivalente do comprometimento com padrões de governança corporativa, a diminuição da transparência e o aumento da concentração acionária.¹⁰

Essas conclusões, melhor desenvolvidas ao longo deste estudo, são, em síntese, as de que: (1) as companhias brasileiras possuem tendência significativa à retenção de lucros; (2) o conceito do dividendo mínimo obrigatório ainda é referencial para essas companhias, que o veem como um “*benchmark*” para a distribuição de dividendo e não como uma solução contratual de diálogo entre acionistas e controladores, baseada na efetiva necessidade de cada companhia, a cada momento,

10. Para ilustração de como a política de distribuição de dividendos pode ser sensível à adequada manutenção das relações societárias nas companhias fechadas, cf. Fábio Konder Comparato, *O Direito ao Lucro nos Contratos Sociais*, ob. cit., pp. 161 e 162: “Nas companhias que já são abertas e desejam permanecer como tal, a possibilidade de recurso ao mercado de capitais depende, em larga medida, da política de retribuição do capital acionário. (...) O mesmo não acontece nas companhias fechadas. Nelas, a forma mais devastadora de abuso de poder do controlador consiste no não pagamento de dividendos, ou de uma remuneração ridiculamente baixa, em relação ao montante do investimento acionário. Os controladores, nesse tipo de companhia, contentam-se em geral com a posição de empresários e titulares de postos de administração. O acionista minoritário pode encontrar-se bloqueado, sem achar comprador para suas ações, a não ser a pessoa dos controladores, que ditarão, então, preços e condições”.

de autofinanciamento; (3) a avaliação dos efeitos econômicos da distribuição ou retenção dos dividendos ainda é pouco profunda entre as companhias nacionais, o que se mostra pela baixa variabilidade na forma como o dividendo mínimo obrigatório é calculado e distribuído; e (4) os incentivos econômicos e culturais para a retenção genérica dos lucros sociais, e a consequente utilização discricionária dos mesmos, ainda é relevante no país, conforme demonstram a natureza e o teor das reservas estatutárias criadas.

Os resultados que fundamentam as conclusões acima, obtidos a partir da análise das informações levantadas, encontram-se descritos a seguir. Esses mesmos dados estão sintetizados na Tabela 1 e no Gráfico 1, apresentados ao final deste estudo.

Conforme dito anteriormente, foram analisadas informações disponibilizadas por 175 diferentes companhias abertas.

Das 175 companhias analisadas, 147 (84% do total) preveem em seu estatuto social dividendo mínimo obrigatório equivalente a 25% do lucro líquido ajustado do período. Nenhuma dessas companhias possui estatuto social omissivo sobre a matéria. 20 companhias (11% do total) preveem dividendo mínimo obrigatório superior a 25% do lucro líquido ajustado. Apenas 6 companhias (3% do total) preveem forma diferenciada de cálculo do dividendo mínimo obrigatório, não baseado exclusivamente em porcentagem do lucro líquido ajustado do exercício, ou com alíquota inferior a 25%. 6 companhias (3% do total) preveem dividendo mínimo obrigatório igual ou inferior a 1% do lucro líquido ajustado. Embora 4 companhias (2% do total) prevejam dividendo mínimo obrigatório igual a 0,001% do lucro líquido ajustado, nenhuma companhia prevê dividendo mínimo obrigatório igual a zero.

Das 175 companhias analisadas, 116 (66% do total) preveem em seu estatuto social a existência de reserva estatutária. Des-

sas companhias, 98 (56% do total) preveem que as respectivas reservas estatutárias podem absorver, em cada exercício social, montante equivalente à integralidade da diferença entre o total do lucro líquido ajustado e o dividendo mínimo obrigatório.

Das 175 companhias analisadas, 146 (83% do total) apuraram lucro no exercício social de 2010.¹¹

11. Esse número, é preciso ser dito, reflete um ano excepcional para as companhias brasileiras e para o mercado de capitais do país. Com o mundo ainda se recuperando da crise de 2008 e as incertezas a respeito da economia nos Estados Unidos e na Comunidade Europeia, o Brasil passou a ser uma das únicas alternativas de investimento com algum potencial de ganho e relativa previsibilidade de riscos, atraindo significativo fluxo de investimento estrangeiro. A alta no preço das *commodities* e o incremento da capacidade de consumo da sociedade brasileira contribuíram para melhorar ainda mais os resultados das companhias brasileiras. Além disso, a instabilidade dos mercados fez com que diversas empresas retivessem no caixa valores antes destinados a investimentos de longo prazo e diversificados, fazendo com que mais dinheiro estivesse à disposição no momento da deliberação sobre a destinação dos resultados. Os mesmos níveis de lucratividade não foram verificados em exercícios anteriores e dificilmente serão repetidos nos exercício subsequentes, conforme já refletem as informações financeiras e notícias divulgadas até este momento, com relação ao exercício social de 2011. O caráter excepcional dos lucros verificados em 2010 certamente influencia positivamente a distribuição de dividendos e, portanto, as conclusões deste estudo. É bastante provável que a liquidez acima da média em 2010 tenha estimulado uma distribuição de dividendos também acima da média. Esse fato deve necessariamente ser levado em consideração quando da apreciação dos dados e conclusões aqui apresentadas. Como as conclusões apontam para tendências de concentração da decisão de distribuição dos lucros em torno dos interesses individuais de controladores e administradores, é razoável se esperar que essas tendências sejam ainda mais verdadeiras nos exercícios sociais em que o nível de lucratividade se aproxime dos níveis ordinariamente verificados. Sobre a lucratividade das empresas brasileiras em 2010, cf. a revista *Exame*, edição de junho de 2011, que coloca os lucros das 500 maiores empresas do país em 2010 como os maiores nos 38 anos de levantamento pelo periódico. A revista informa também que 291 empresas faturaram mais do R\$ 1 bilhão, número esse 20% superior em relação a 2009.

Das 146 companhias que apuraram lucro no exercício social de 2010, 62 (42% do total de companhias que apresentaram lucro) distribuíram dividendos equivalentes ao mínimo obrigatório estipulados nos respectivos estatutos sociais, ou até 5% superiores. 83 companhias (57% do total de companhias que apresentaram lucro) distribuíram dividendos superiores ao mínimo obrigatório em pelo menos 5%. 50 companhias (34% do total de companhias que apresentaram lucro) distribuíram dividendos em montantes iguais ou superiores a 50% do lucro líquido ajustado. 26 companhias (18% do total de companhias que apresentaram lucro) distribuíram dividendos em montantes iguais ou superiores a 80% do lucro líquido ajustado. 20 companhias (14% do total de companhias que apresentaram lucro) distribuíram dividendos em montantes iguais ou superiores a 90% do lucro líquido ajustado. 12 companhias (8% do total de companhias que apresentaram lucro) distribuíram dividendos em montante iguais ou superiores a 100% do lucro líquido ajustado do exercício.

Das 146 companhias que apuraram lucro no exercício social de 2010, 64 (44% do total de companhias que apresentaram lucro) utilizaram juros sobre capital próprio como parte ou a totalidade do valor distribuído aos acionistas.

Duas companhias, das 146 companhias lucrativas, valeram-se do disposto no § 5º do art. 202 para a retenção da totalidade do lucro líquido do exercício.

Das 146 companhias que apuraram lucro no exercício social de 2010, 47 (32% do total de companhias que apresentaram lucro) retiveram em reserva estatutária a totalidade da diferença entre o lucro líquido ajustado do período e o dividendo mínimo obrigatório estipulado no respectivo estatuto social. 17 (11,6% do total de companhias que apresentaram lucro) retiveram com base em orçamento de capital a totalidade da diferença entre o lucro líquido ajustado do período e o dividendo mínimo

obrigatório estipulado no respectivo estatuto social. 75 (51% do total de companhias que apresentaram lucro) retiveram em reserva estatutária e/ou em orçamento de capital a totalidade da diferença entre o lucro líquido ajustado do período e o dividendo mínimo obrigatório estipulado no respectivo estatuto social.

Das 116 companhias que preveem em seu estatuto social a existência de reserva estatutária, 61 (53% do total das companhias que possuem reserva estatutária prevista) destinam os valores retidos nessa reserva exclusiva ou parcialmente para “investimentos” em geral. 55 (47% do total das companhias que possuem reserva estatutária prevista) destinam os valores retidos nessa reserva exclusiva ou parcialmente para a “expansão” genérica das atividades da companhia. 28 (24% do total das companhias que possuem reserva estatutária prevista) destinam os valores retidos nessa reserva exclusiva ou parcialmente para a “equalização do fluxo de dividendos”, “manutenção do pagamento de dividendos” ou “pagamento de dividendos intermediários”. 54 (47% do total das companhias que possuem reserva estatutária prevista) destinam os valores retidos nessa reserva exclusiva ou parcialmente para o reforço do “capital de giro” da companhia, para auxílio na condução de suas “atividades operacionais” ou para a “consecução de seu objeto social”. 11 (9% do total das companhias que possuem reserva estatutária prevista) destinam os valores retidos nessa reserva exclusiva ou parcialmente para a “recompra de ações”. 27 (23% do total das companhias que possuem reserva estatutária prevista) destinam os valores retidos nessa reserva exclusiva ou parcialmente para “aumento de capital”, próprio ou de controladas ou coligadas.

Pelo menos uma das expressões “investimento”, “reinvestimento”, “expansão”, “dividendos”, “aumento de capital”, “capital de giro” ou equivalente próximo pode ser encontrada na denominação das reservas estatutárias de 97 das 116 compa-

nhas que possuem reserva estatutária prevista (84%).

Das 146 companhias que apuraram lucro no exercício social de 2010, 27 (18% do total de companhias que apresentaram lucro) destinaram parte do lucro líquido a reserva estatutária que não estava prevista em seu estatuto social.

As 146 companhias que apuraram lucro no exercício social de 2010 apresentaram, em conjunto, lucro líquido de aproximadamente R\$ 240 bilhões.

O valor distribuído aos acionistas por essas companhias foi de cerca de R\$ 54 bilhões.

Em média, essas companhias distribuíram 42% do lucro líquido ajustado.

A mediana das distribuições realizadas por essas companhias corresponde a 31% do lucro líquido ajustado.

O montante de lucros retidos por essas companhias, em conjunto, foi de cerca de R\$ 180 bilhões.

Em média, essas companhias retiveram 45% do lucro líquido ajustado.

A mediana das retenções promovidas por essas companhias corresponde a 55% do lucro líquido ajustado.

3. Evolução econômica e evolução cultural

De acordo com dados de maio de 2011, a capitalização das companhias listadas na BM&F Bovespa atingiu o valor de R\$ 2,45 trilhões. No mesmo mês, o volume negociado superou R\$ 133 bilhões, o que corresponde a uma média diária superior a R\$ 6 bilhões.

Com a desmutualização, sua abertura de capital, a fusão com a BM&F e a melhoria no cenário econômico nacional, a BM&F Bovespa foi alçada para a lista das maiores bolsas de valores do mundo.

Em 2007, por diversos pontos de vista o melhor ano da história da BM&F Bovespa, foram realizados 64 ofertas públicas iniciais. E a emissão secundária da Petrobrás

de setembro de 2010, no valor de cerca de R\$ 120 bilhões, foi a maior oferta pública realizada na história.

Atualmente, são 375 companhias com ações listadas, dentre as quais 119 no Novo Mercado, que é unanimemente considerado uma experiência de diferenciação de padrões de governança corporativa extremamente bem sucedida.

Cerca de 20% da negociação em mercado à vista é realizada por pessoas físicas. O número de investidores individuais supera os 600 mil cadastrados e o objetivo da BM&F Bovespa é atingir a marca dos 5 milhões nos próximos anos.¹²

Os números do mercado de capitais brasileiro são, de fato, entusiasmantes e possuem toda relação com o contemporâneo desenvolvimento da economia brasileira.

O controle da inflação e a relativa estabilidade política do país, somados a outros fatores conjunturais da economia global, tornaram o país um centro de atração de capital estrangeiro.

Ao mesmo tempo, parte significativa da população brasileira teve sua renda média aumentada, o que levou tanto à redução relativa da pobreza quanto ao aumento relativo da classe média.

Há dados e fundamentos que comprovam o efetivo crescimento do mercado de capitais brasileiro. A evolução econômica, no entanto, não gera automática evolução social e cultural. O assunto é tradicional nos estudos da área econômica e a preocupação com o adequado aproveitamento do crescimento econômico para o desenvolvimento coerente de toda a sociedade é matéria sensível para economistas e cientistas políticos.

12. A inviabilidade do cumprimento da meta de 5 milhões de investidores até 2014, como originalmente planejado, é objeto de uma das reportagens de capa da revista *Capital Aberto* 95 (edição do mês de julho de 2011).

Os resultados efetivos e potenciais do recente crescimento econômico do país podem ser examinados e criticados nos mais diversos setores. Desde educação e saúde até substituição de importações e infraestrutura.

Um desses setores é o ambiente jurídico. E dentro dele, o funcionamento do direito societário e do mercado de capitais no país.

A evolução do mercado de capitais, e com ele a do mercado acionário e empresarial em geral de um país, deve ser avaliada a partir dos dados econômicos e financeiros que descrevem esse mercado e, também, de dados culturais a ele relacionados. Esses últimos podem englobar, por exemplo, o nível de burocracia no mercado, o respeito à regulamentação, os valores dos agentes que atuam nesse mercado, a técnica das decisões, a velocidade dos processos judiciais e a capacidade de assegurar o cumprimento das leis, entre outros.

As críticas ao ambiente legal brasileiro são conhecidas: corrupção, lentidão do Judiciário, pouca experiência com assuntos complexos envolvendo direito societário e muitas outras.

Essas críticas, embora reflitam os problemas mais graves e mais profundos do sistema jurídico brasileiro, raras vezes descem a minúcias como a qualidade da prestação de informações pelas companhias abertas ou o nível de compromisso das empresas com condutas tidas como de boa governança corporativa.

Assim, deixa de ser medido elemento extremamente relevante na composição dos fatores que medem o grau de desenvolvimento do mercado e do direito, que são os valores sociais carregados pelos agentes que atuam no mercado de capitais em dado momento.

Colocado de outra forma, é preciso compreender se e até que ponto administradores, controladores, acionistas minoritários, legisladores e reguladores estão alinhados com os desdobramentos que o cres-

cimento econômico inercialmente produz no mercado e na sociedade.

É preciso entender se os agentes do mercado brasileiro estão preparados e são capazes de evoluir culturalmente no mesmo passo que o mercado evoluiu economicamente.

Por exemplo, se a tendência é mesmo de dispersão do controle acionário, a questão é saber se os controladores estão dispostos a aceitar essa dispersão; se a Lei das Sociedades por Ações comporta, em sua estrutura, situações que nem sempre apresentarão de forma nítida a figura do controlador; se a sociedade civil e os agentes do mercado estão aptos para acomodar a melhora quantitativa e qualitativa na prestação de informações pelas companhias.¹³

Há indícios de que não. E a importância desses indícios é a de que eles podem fornecer importantes informações a respeito do real estágio de evolução do mercado de capitais brasileiro, dos limites de seu crescimento e das medidas regulatórias ou autorregulatórias que podem ser tomadas para seu aprimoramento.

De acordo com a Comissão de Valores Mobiliários, por exemplo, de todas as companhias abertas que apresentaram o formulário de referência no início de 2011, 87% delas ou divulgaram por outros meios informações divergentes daquelas constantes no formulário, ou tiveram que re-presentá-lo para corrigir imprecisões.¹⁴

São diversos, também, os estudos que indicam a dificuldade de execução das normas no Brasil como o principal responsável pelo significativo potencial de extra-

13. A respeito, cf. Erica Gorga, "Changing the paradigm of stock ownership from concentrates towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries", *Cornell Law Faculty Working Papers, paper 42*; e Munhoz, "Desafios do direito societário brasileiro na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle", art. cit.

14. *Jornal Valor Econômico*, edição de 16.5.2011.

ção irregular de benefício particular pelos controladores de companhias brasileiras. A consequência é que o prêmio de controle no país é um dos mais altos do mundo e, portanto, o preço relativo das participações minoritárias, um dos mais desvalorizados.¹⁵

A disputa pelo controle da destinação do lucro das companhias entre administradores, controladores e minoritários é historicamente outro excelente termômetro para a verificação do nível de equilíbrio promovido pelo ambiente legal e social de um país entre os diferentes centros de interesse conviventes em uma estrutura societária. O cumprimento das regras de retenção de lucros, e a disposição para cumpri-las, por parte de administradores e controladores, é, portanto, um ótimo elemento de verificação do estágio de evolução de um mercado.

É esse o foco deste estudo, que examina o atual cenário do mercado acionário brasileiro a partir da predisposição de cumprimento de seus agentes das regras de retenção estabelecidas, especialmente, pelo art. 194 da Lei das Sociedades por Ações.

4. O dividendo e os direitos essenciais dos acionistas

O art. 109 da Lei das Sociedades por Ações relaciona os direitos essenciais dos acionistas. De acordo com esse dispositivo, “[n]em o estatuto social nem a assembleia geral poderão privar o acionista dos direitos de: I – participar dos lucros sociais; II – participar do acervo da companhia, em caso de liquidação;¹⁶ III – fiscali-

zar, na forma prevista nesta Lei, a gestão dos negócios sociais;¹⁷ IV – preferência para a subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição, observado o disposto nos arts. 171 e 172; V – retirar-se da sociedade nos casos previstos nesta Lei”.¹⁸

Os direitos de caráter patrimonial, fiscalizatórios e políticos indicados no art. 109 são tidos como direitos essenciais dos acionistas. Direitos esses sem os quais a própria situação de acionista se desnatura.¹⁹

Esses direitos são considerados pela doutrina, em consequência, como inderrogáveis e irrenunciáveis. Nem assembleia

17. A respeito dos direitos de fiscalização, cf., p. ex., Luiz Gastão Paes de Barros Leães, *Mercado de Capitais & “Insider Trading”*, pp. 80 e ss.; Antônio Menezes Cordeiro, *Manual de Direito das Sociedades*, vol. 2, pp. 565 e ss.; Claude Heurteux, “L’information des actionnaires et des épargnants – Étude comparative”, in *Bibliothèque de Droit Commercial*, t. 1; e Arnaldo Wald, “A sociedade de capital aberto e a informação do acionista”, in *Estudos e Pareceres de Direito Comercial*, pp. 209 e ss. Especificamente sobre o conselho fiscal, cf., p. ex., Waldirio Bulgarelli, *Regime Jurídico do Conselho Fiscal das S/A*; Nelson Eizirik, “Conselho fiscal”, in Jorge Lobo (org.), *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*, pp. 453 e ss.; José Alexandre Tavares Guerreiro, “O conselho fiscal e o direito à informação”, *RDM* 45/29 e ss.; de Luiz Gastão Paes de Barros Leães, “Conselho fiscal e as empresas de auditoria”, in *Pareceres*, vol. 1, pp. 597 e ss., “Conselho fiscal e auditoria”, in *Pareceres*, vol. 2, pp. 911 e ss. e “Funcionamento do conselho fiscal nas companhias abertas”, in *Pareceres*, vol. 2, pp. 1.277 e ss.

18. Para uma análise fundamental a respeito dos direitos dos sócios e suas categorizações possíveis, cf. a obra fundamental de Herbert Wiedemann, *Gesellschaftsrecht I – Grundlagen*, sintetizada em trecho traduzido para a língua portuguesa pelo Prof. Erasmo Valladão, (“Excerto do direito societário I – Fundamentos”, publicado na *RDM* 143/66).

19. “Partindo da ideia de que a condição de sócio (...) deve ter um substrato intangível, o *status socii* exige a consagração de uma série de proteções individuais, que impeça se lhe retire as características essenciais, tal como o *status civitatis* demanda a institucionalização de um mínimo de garantias individuais” (Leães, *Do Direito do Acionista ao Dividendo*, ob. cit., p. 302).

15. Alexander Dyck e Luigi Zingales, “Private benefits of control: an international comparison”, *The Journal of Finance*, vol. LIX, n. 2, pp. 537-600; e Tatiana Nenova, “The value of corporate votes and control benefits: a cross-country analysis”, *Journal of Financial Economics* 68/325-351.

16. Sobre a liquidação das companhias e a dissolução societária, de maneira geral, cf. Mauro Rodrigues Pentead, *Dissolução e Liquidação de Sociedades*, 2ª ed., especialmente pp. 165 e ss.

ou estatuto social podem retirá-los do acionista, nem o acionista pode deles abrir mão.²⁰

Com relação especificamente ao direito de participação nos lucros sociais, não é difícil entender a razão de seu caráter indissociável do estado de acionista. Se o sócio entra no contrato de sociedade, é porque daí espera determinado benefício, ainda que potencial. Nas sociedades empresariais, como as companhias, o benefício primário é o lucro.

Excluir o direito do acionista aos lucros sociais, em caráter absoluto, é ato nulo porque contraria norma legal expressa. E assim deve realmente ser porque ao excluir o direito do acionista aos lucros sociais dissolve-se toda a estrutura de direitos e deveres que conforma o contrato de sociedade.²¹

20. “Substanciais, os acionistas não podem ser privados deles pela assembleia geral. Nem pelos estatutos. Somente a lei os poderá derrogar; e mais ninguém. A cláusula estatutária que os ofenda é nula, de pleno direito. Igualmente, a deliberação da assembleia geral que os moleste sequer” (Waldemar Ferreira, *Tratado de Direito Comercial*, vol. 4, p. 334).

21. “Há uma seqüência lógica entre os diversos elementos do conceito. A realização das entradas é a base que permitirá o desenvolvimento da actividade económica e esta é instrumento do fim que levou as partes a contratar, a partilha dos lucros realizados. A actividade económica terá de ser desenvolvida segundo princípios de gestão que permitam obter receitas superiores às despesas. Ou seja a actividade económica da sociedade terá de ser lucrativa, a sociedade terá de produzir um lucro em sentido objectivo. Mas para que o contrato se possa qualificar de sociedade, o lucro apurado terá de ser distribuído entre os sócios. Numa palavra, ao lucro objectivo deve acrescer o lucro subjectivo. Foi esta a razão que levou a ordem jurídica a regulamentar a sociedade como um contrato típico, sendo, pois, a sua função económica-social realizada através desses dois momentos: a actividade lucrativa (o lucro objectivo) e a repartição do lucro entre os sócios (o lucro subjectivo)” (Pita, *Direito aos Lucros*, ob. cit., p. 19). “L’attribution des bénéfices de l’entreprise ne fait aucune difficulté sous le régime capitaliste. La propriété donne droit aux fruits: les bénéfices appartiennent au capital investi. Ce capital court les risques de l’entreprise. Qui court les risques doit avoir le profit” (George Ripert, *Aspects Juridiques*

O direito do acionista de participar dos lucros sociais pode se manifestar de diversas formas. As duas mais importantes são a distribuição de dividendos e a potencial valorização das ações em consequência da utilização de lucros reinvestidos.

O direito ao dividendo, portanto, não se confunde com o direito essencial de participação nos lucros sociais, mas deriva deste.²² A fonte imediata do direito ao dividendo, no Brasil, é o estatuto social e, suplementarmente, a Lei das Sociedades por Ações, em especial no caso de omissão estatutária quanto ao dividendo mínimo obrigatório.

De qualquer modo, a previsibilidade em relação à forma como o lucro social po-

du Capitalisme Moderne, 2ª ed., p. 292). “Sans être un jeu de société, le contrat de société participe du jeu de hasard: on ne gagne pas à tous les coups et il faut savoir perdre. Aussi, à côté de la vocation aux bénéfices et aux économies, convient-il de ne pas faire silence sur l’éventuelle contribution aux pertes” (Cozian, Maurice *et al.*, *Droit des Sociétés*, 18ª ed., p. 61).

22. “A doutrina dominante considera o direito aos lucros sociais (direito patrimonial, essencial) como um direito a participar dos resultados positivos e não especificamente o de ver distribuídos os lucros, portanto, ao dividendo” (Bulgarelli, *Comentários à Lei das Sociedades por Ações*, ob. cit., p. 52). No mesmo sentido, George Ripert e René Roblot (dir. Michel Germain), *Traité de Droit Commercial*, t. 1, 17ª ed., pp. 31 e 32, nota 38, e Pita, *Direito aos Lucros*, ob. cit., pp. 141 e ss. Em sentido contrário, Leães afirma que admitir “um direito ao lucro diverso do direito ao dividendo já nos parece exagerado”, explicando que se dá “o nome de *dividendo* à parte dos lucros líquidos, partilhada aos acionistas sobre cada uma das ações de que é proprietário (...) *significa lucro dividido*” e concluindo que “absurdo fora falar em direito ao lucro distinto do direito ao dividendo, pois o que existe é direito ao lucro por dividir, ou direito ao dividendo por deliberar, contraposto ao conceito de direito ao dividendo deliberado” (Leães, *Do Direito do Acionista ao Dividendo*, ob. cit., pp. 309 e 310). Igualmente, Carvalhosa afirma que “o direito aos lucros é igual ao direito ao dividendo, por isso que dividendo nada mais é do que lucro dividido equanimemente entre todos que subscreveram o capital social” (Modesto Carvalhosa, *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, vol. 3, 3ª ed., pp. 796).

derá ser destinado é fundamental para a garantia dos direitos dos acionistas, assim como a possibilidade de efetiva fiscalização da utilização desse lucro social *vis à vis* a soma dos interesses envolvidos no sistema societário.

5. A disputa pelo controle sobre o fluxo de caixa livre

O fato é que os diferentes agentes que convivem e orbitam a estrutura societária possuem diferentes visões a respeito da forma mais adequada de alocação do fluxo de caixa livre da companhia. Cada um possui seus incentivos individuais, posições particulares na estrutura e graus próprios de aversão a risco.²³

Administradores tendem a preferir que a maior parcela possível do lucro seja reinvestida na companhia. Com isso, a liquidez da sociedade tende a ser maior e o risco de falência, por exemplo, diminui. Com mais dinheiro em caixa, os administradores possuem também maior flexibilidade para investimentos e aproveitamento de oportunidades comerciais. Há incentivo para assunção de riscos maiores, igualmente. Os benefícios privados para administradores tendem, evidentemente, a também serem maiores. Os ganhos com reputação, salário e outras compensações extrassalário (*fringe benefits*) aumentam. Com o maior controle sobre a utilização dos lucros, os administradores possuem a liberdade de distribuir dividendos para os acionistas ou patrocinar programa de recompra de ações sempre que essas medidas lhe parecerem convenientes como forma de sinalização positiva de situação financeira da companhia, antes de novas captações públicas, por exemplo.

23. Para um estudo completo sobre a sensível relação entre o autofinanciamento e o direito do acionista ao dividendo, do ponto de vista do direito societário, cf. Alberto Asquini, "I battelli del reno", *Rivista delle Società*, pp. 617 e ss.

Controladores possuem incentivos muito semelhantes aos dos administradores. Com a diferença de que o risco do controlador, e provavelmente seu grau individual de aversão ao risco, é maior, uma vez que seu patrimônio se encontra associado ao desempenho da companhia de forma muito mais significativa. O controle da companhia, de todas as informações sobre suas atividades, dos órgãos de administração e funcionários, dos documentos da companhia e de toda a sua atividade de maneira geral faz com que para o controlador seja menos importante do que para os acionistas minoritários se o lucro é distribuído como dividendo ou é reinvestido na sociedade. O lucro reinvestido, especialmente em ambientes legais menos eficientes, pode ser utilizado pelo controlador com relativa liberdade. Mais do que isso, quando há retenção de lucros, os valores retidos dizem respeito à 100% do capital social e não apenas à participação societária detida pela maioria que deliberou pela retenção. Ou seja, o controlador possuirá a liberdade para decidir a utilização do lucro gerado pela sua participação no capital social e pela participação de todos os demais acionistas. O poder sobre a decisão de venda do controle da companhia, em muitas das vezes com prêmio de controle sobre suas ações, confere outro incentivo para o controlador reter lucros. Dependendo de qual for sua perspectiva para alienação do controle, pode ser mais ou menos conveniente para o controlador manter os lucros da companhia em sua contabilidade, investi-los ou distribuí-los.

De acordo com Franco Modigliani e Merton Miller seria indiferente para os acionistas quanto e quando recebem dividendos. Isso porque, assumidas uma série de premissas, aos acionistas seria possível construir seu próprio fluxo de dividendos, na medida em que os lucros retidos se transformarão em valorização de suas ações e que, estas, podem ser vendidas no momento em que o acionista preferir.²⁴ Mesmo se

24. Cf. artigos de Franco Modigliani e Merton H. Miller, "Corporate income, taxes and the cost of

consideradas as imperfeições da realidade, que dificultam a verificação integral da *teoria da irrelevância do dividendo*, para seus defensores ainda assim não haverá predileção dos acionistas entre dividendos ou reinvestimento. O que ocorrerá é a concentração de acionistas homogêneos em companhias que ofereçam a razão entre pagamento de dividendos e reinvestimento tida como ideal para esses acionistas.²⁵

Há, contudo, uma série de objeções a serem feitas à teoria da irrelevância dos dividendos. Parte delas é refletida na "*bird in the hand preference theory*", segundo a qual as seguintes razões, entre outras, podem levar o acionista a preferir receber os dividendos à retenção dos lucros: eventuais diferenças de tributação entre dividendos e ganho de capital, risco de desvalorização das ações, risco de perda de poder político no caso de alienação de ações.²⁶ Outras razões, relacionadas mais de perto com a teoria da agência, também contribuem para justificar a preferência dos acio-

nistas em receber imediatamente o dividendo ao invés de contar com as incertezas relacionadas ao reinvestimento. Em especial, o risco de utilização irregular ou subótima dos lucros pelos administradores e controladores.²⁷ Os acionistas, assim, tenderiam a preferir o recebimento do dividendo, e com isso a plena liberdade na decisão de alocação desses valores, do que deixar essa decisão com administradores e controladores.²⁸ O próprio custo de monitoramento da utilização dos lucros retidos pode ser um desestímulo para os acionistas.²⁹ E, em última análise, nada impede

capital: a correction"; *The American Economic Review* 53/433 e ss.; "Dividend policy, growth, and the valuation of shares"; *Journal of Business* 34/411 e ss. e "The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment"; *American Economic Review* 48/261 e ss.

25. Cf. Edwin J. Elton e Martin J. Gruber, "Marginal stockholder tax rates and the clientele effect"; *The Review of Economics and Statistics* 52/68 e ss.; Robert H. Litzenberger e Krishna Ramaswamy, "Dividends, short selling restrictions, tax-induced investors clienteles and market equilibrium"; *Journal of Finance* 35/469 e ss.; Richardson R. Pettit, "Taxes, transactions costs and clientele effects of dividends"; *Journal of Financial Economics* 5/419 e ss.; e, em sentido contrário, Fischer Black e Myron Scholes, "The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns"; *Journal of Financial Economics* 1/1 e ss.

26. Cf., p. ex., Myron J. Gordon, "Dividends, earnings, and stock prices"; *Review of Economics and Statistics* 41/99 e ss.; John Lintner, "Optimal dividends and corporate growth under uncertainty"; *Quarterly Journal of Economics* 78/49 e ss.; Victor Brudney, "Dividends, discretion, and disclosure"; *Virginia Law Review* 66/85 e ss.; e Daniel R. Fischel, "The law and economics of dividend policy"; *Virginia Law Review*, vol. 67, n. 4, pp. 699 e ss.

27. "According to these theories, unless profits are paid out to shareholders, they may be diverted by the insiders for personal use or committed to unprofitable projects that provide private benefits for the insiders. As a consequence, outside shareholders have a preference for dividends over retained earnings" (Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer e Robert W. Vishny, "Agency problems and dividend policies around the world"; *The Journal of Finance*, vol. 55, n. 1, p. 2).

28. Para análises adicionais da decisão de distribuição de dividendos fundadas na teoria de agência, cf., p. ex., de Zsuzsanna Fluck, "The dynamics of the management-shareholder conflict"; *Review of Financial Studies* 12/347 e ss. e "Optimal financial contracts: debt versus outside equity"; *Review of Financial Studies* 11/383 e ss.; de Oliver Hart e John Moore, "A theory of debt based on inalienability of human capital"; *Quarterly Journal of Economics* 109/841 e ss.; de Michael Jensen, "Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers"; *American Economic Review Papers and Proceedings* 76/323 e ss.; e de Michael Jensen e William H. Meckling, "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure"; *Journal of Financial Economics*, n. 3, fasc. 4, pp. 305 e ss.

29. "Let us suppose that managers are not perfect agents of the other participants in the corporate venture, but that they pursue their own interests when they can. Because the managers are not the residual claimants to the firm's income stream, there may be a substantial divergence between their interests and those of the other participants. Managers, investors, and other participants will find it advantageous to set up devices, including monitoring, bonding, and *ex post* readjustments that give managers the incentive to act as better agents. The costs of monitoring, bonding, and the residual losses from slippage are agency costs borne by investors. One form of agency cost is the cost of monitoring managers. This is costly for shareholders, and the problem

que esses acionistas, caso de fato confiem na idoneidade e capacidade dos administradores controladores, utilizem os dividendos distribuídos para adquirir mais ações da mesma companhia, caso essa operação se mostre fiscal e financeiramente interessante.

Credores e empregados tendem também a preferir a retenção de lucros à distribuição de dividendos, baseados na ideia de que a continuidade e estabilidade da sociedade é mais provável com a maior liquidez gerada por essa retenção de lucros.³⁰ Embora intuitiva essa conclusão, ela nem sempre é real. A começar que, se levada ao extremo, eliminando-se completamente a distribuição de dividendos, dificilmente haveria a própria companhia, em primeiro lugar. Dividendos constituem a forma primordial de remuneração dos investidores. Sem dividendos, provavelmente não haveria investidores. Sem investidores, não há mercado de capitais. Mas não é apenas isso. Nada garante que o lucro disponível será utilizado da forma mais eficiente possível se deixado na companhia. Os investidores, pulverizados, podem fazer uso mais eficaz desses valores, reinvestindo em outras companhias, por exemplo. Ou consumindo. Para o conjunto da economia e para o conjunto dos trabalhadores de um país é possível que seja mais eficiente deixar que cada investidor decida, em um processo de escolha e informação livres, onde melhor

of collective action ensures that shareholders undertake too little of it. Although a monitor-shareholder would incur the full costs of monitoring, he would reap gains only in proportion to his holdings” (Frank Easterbrook, “Two agency-cost explanations of dividends”, *The American Economic Review*, vol. 74, n. 4, pp. 650 e ss., pp. 652 e 653).

30. A respeito, cf. reportagem do jornal *Valor Econômico*, que transcreve a seguinte frase, atribuída ao então presidente da Central Única dos Trabalhadores – CUT: “É fácil falar de responsabilidade social em tempos de economia aquecida e crédito farto. Para nós, responsabilidade social é fazer caixa e manter investimentos em vez de pagar dividendos” (“Dividendos da discórdia”, *Valor Online*, 29.1.2009).

investir os lucros de uma companhia, ao invés de legalmente ou economicamente obrigá-los a manter esses lucros na mesma companhia, sob o comando de uma mesma administração.

Para o governo, a melhor decisão é aquela que se alinha com a persecução dos objetivos políticos determinados para dado momento. Com alguma segurança, é possível afirmar que esses objetivos relacionam-se com o desenvolvimento da economia, a geração de empregos, o incentivo à atividade empresarial e ao empreendedorismo, a geração de receita para o governo, por meio do pagamento de impostos, o desenvolvimento de tecnologia, entre outros.

A Lei n. 6.404/1976, por exemplo, foi elaborada e promulgada com o objetivo expresso de fomentar o desenvolvimento do mercado de capitais no país.³¹ Entre suas principais inovações está o dividendo mínimo obrigatório, instituto jurídico raramente encontrado em outras jurisdições, cuja função é a de conferir maior certeza quanto ao retorno dos acionistas de seus investimentos e reduzir os riscos de utilização irregular dos lucros pelos administradores e controladores.³² Medida sábia

31. A lei, de acordo com a Exposição de Motivos n. 196, de 24.6.1976, “visa basicamente a criar a estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de capitais de risco no País, imprescindível à sobrevivência da empresa privada na fase atual da economia brasileira. A mobilização da poupança popular e o seu encaminhamento voluntário para o setor empresarial exigem, contudo, o estabelecimento de uma sistemática que assegure ao acionista minoritário o respeito a regras definidas e equitativas, as quais, sem imobilizar o empresário em suas iniciativas, ofereçam atrativos suficientes de segurança e rentabilidade”.

32. A respeito da proposta original para as regras do dividendo mínimo obrigatório, os autores do Anteprojeto que resultou na Lei das Sociedades por Ações explicam que: “[e]ssas normas implicam limitar a discricionariedade da maioria dos acionistas para, na assembleia geral, deliberar sobre o destino a ser dado aos lucros do exercício. Objetivam, portanto, proteger as minorias acionárias, reforçando o direito essencial dos acionistas, de participar dos lucros da companhia, ao criar o direito de receberem,

para um país habituado a uma justiça pouco eficaz e a um ambiente de controle historicamente concentrado.³³

6. A função do dividendo mínimo obrigatório nesse contexto

O dividendo mínimo obrigatório, disciplinado no art. 202 da Lei das Sociedades por Ações, consiste em solução desenhada pela lei para buscar a redução dos conflitos relativos à partilha do lucro social.

A lei reconhece que o lucro é primordialmente dos acionistas. Reconhece, em seguida, que apenas a própria sociedade é capaz de determinar com precisão a melhor forma de alocação de seus lucros, em cada situação específica. E reconhece, por fim, que a plena liberdade aos administradores e controladores na decisão de utilização do fluxo de caixa livre pode levar a situações de abuso, injustiça e desestímulo para os investidores.³⁴

como dividendo, ao menos metade desses lucros" (Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, *A Lei das SA*, vol. 1, 3ª ed., p. 157).

33. Entre as regras imaginadas por Comparato para disciplina da macroempresa se encontrava a imposição de "restrições eficazes aos abusos do autofinanciamento" tais como, p. ex., "a necessária previsão estatutária de um dividendo mínimo para todas as ações, cuja distribuição precederia obrigatoriamente o destaque de qualquer parcela dos lucros líquidos para a constituição de reservas estatutárias ou facultativas" (Fábio Konder Comparato, *Aspectos Jurídicos da Macroempresa*, p. 90).

34. A esse respeito, cf. o seguinte trecho da Exposição de Motivos da Lei das Sociedades por Ações: "[a] ideia 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

Desse modo, o sistema estabelecido pela Lei das Sociedades por Ações impõe uma série de controles e parâmetros para a retenção do lucro social, todos voltados ao incremento da previsibilidade, adequação e fiscalização da utilização dos lucros retidos.

Além dos controles e parâmetros referidos, em sua maioria condensados nos arts. 193 a 197, a lei acrescentou outro instituto, expressamente projetado para a redução dos custos gerados pela decisão de utilização dos lucros sociais.

Com o mesmo objetivo de assegurar a previsibilidade e reduzir os riscos de arbitrariedade na utilização do lucro social, a lei estabeleceu dois fortes estímulos para que o estatuto social preveja critérios de determinação de parcela mínima do lucro que será distribuída anualmente aos acionistas como dividendo. Em caso de omissão, o dividendo mínimo será de 50% do lucro líquido ajustado; e se for deliberada a inclusão de disposição sobre essa matéria em estatuto social até então omissivo, deverá ser observado o limite mínimo de 25% do lucro líquido ajustado (art. 202, *caput* e inc. I, e § 2º). Além disso, a redução do dividendo mínimo obrigatório consiste em hipótese que enseja o direito de retirada dos acionistas dissidentes (art. 137 c/c art. 136, III).³⁵

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 (...)."

35. Nesse sentido, cf. trecho extraído da nota n. 2 do voto proferido pelo diretor Marcos Barbosa Pinto, no âmbito dos processos administrativos CVM n. RJ2007/10879 e RJ2007/13216, julgados em 24.10.2008, do qual foi relator: "Para incentivar que esse acordo seja feito logo na constituição da companhia, a lei prevê uma regra dispositiva bastante exigente: em caso de omissão do estatuto, a companhia é obrigada a distribuir o elevado percentual de 50% do lucro líquido (art. 202, I); além disso, as companhias que vierem a suprir a omissão do estatuto após a constituição não poderão fixar dividendos obrigatórios em percentual inferior a 25% do lucro líquido do exercício (art. 202, § 2º)". No mesmo sentido, Leães afirma que "orientada no sentido

Ao menos sobre parte do lucro social, portanto, os dilemas relacionados à sua alocação estão previamente solucionados, o que confere segurança aos acionistas minoritários e desincentivo à utilização irregular por administradores e controladores.

É bem verdade que, em certa medida, as regras sobre o dividendo mínimo obrigatório tolhem a liberdade dos administradores e da companhia sobre a utilização de parcela significativa do lucro social. A existência do dividendo mínimo obrigatório pode, sem dúvida, mostrar-se excessivamente custosa para a companhia em determinadas situações.

Trata-se, porém, de um preço político a se pagar pelo o que se entendeu como um bem maior à época da elaboração da Lei das Sociedades por Ações: o desenvolvimento do mercado de capitais.³⁶

de ‘fugir às posições radicais’ (...), a lei não fixou um limite mínimo para o dividendo *obrigatório* estatutário, se bem que tenha alocado poderoso estímulo a favor desse evento. Pois, sendo o estatuto omissivo, prevalecerá o dividendo legal obrigatório de 50% do lucro líquido, ficando certo, ainda, que, nesse caso, quando a assembleia vier a introduzir no estatuto norma sobre a matéria, impor-se-á a fixação de um dividendo *mínimo* obrigatório de 25% do lucro líquido de exercício” (Leães, “Dividendo obrigatório e participação dos administradores nos lucros da companhia”, art. cit., pp. 198 e ss.).

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

O dividendo mínimo obrigatório é um instrumento explicitamente desenhado para mitigar desestímulos ao investidor, em decorrência de riscos de abuso por parte dos controladores, riscos esses de altíssima consideração na realidade econômica dentro da qual a lei foi projetada³⁷ e, talvez, presente ainda na mesma medida na realidade econômica em que a lei se projeta atualmente.

Diante de toda a evolução que vem sendo divulgada a respeito do mercado de capitais brasileiro é, de fato, de se perguntar se já não foi atingido um estágio de maturidade suficiente para que regras expressamente protecionistas como o dividendo mínimo obrigatório fossem flexibilizadas. De outro lado, como vem sendo investigado neste estudo, é possível que certas idiosincrasias do mercado brasileiro apontem para a necessidade de manutenção, por mais algum tempo, de certas regras como, justamente, a do dividendo mínimo obrigatório.

7. O regime jurídico das reservas estatutárias

O art. 194, presente na Lei das Sociedades por Ações, sem alterações, desde que esta entrou em vigor, estabelece que “[o] estatuto poderá criar reservas desde que, para cada uma: I – indique, de modo preciso e completo, a sua finalidade; II – fixe os critérios para determinar a parcela anual dos lucros líquidos que serão destinados à sua constituição; e III – estabeleça o limite máximo da reserva”.

dos por administradores ou acionistas controladores da companhia que exerçam seus direitos ou poderes de modo discricionário ou abusivo (...)” (Lamy Filho e Bulhões Pedreira, *A Lei das S/A*, ob. cit., p. 159).

37. Realidade essa que levou o Prof. Leães a dedicar sua obra a, “no momento em que se procura fortalecer o mercado acionário em nosso país, contribuir para recompor a legítima imagem do acionista, desfigurada por golpes desferidos à luz da crua realidade, assegurando-lhe um de seus direitos intangíveis” (*Do Direito do Acionista ao Dividendo*, ob. cit., p. 8).

É a própria lei que, em título introdutório ao art. 194, denomina como “reservas estatutárias” as reservas disciplinadas por esse dispositivo.

Encontram-se concentradas principalmente nos arts. 189, 193 a 197 e § 6º do art. 202, as regras que limitam a discricionariedade dos administradores e da maioria assemblear sobre a destinação do lucro líquido. Conforme adiantado acima, porém, todo o Capítulo XVI da Lei das Sociedades por Ações, de uma forma ou de outra, contribui para a formação do sistema de controle sobre a decisão de alocação dos lucros sociais.

Além desse sistema, especificamente desenhado para as situações de decisão sobre a utilização do fluxo de caixa livre da companhia, incidem sobre as mesmas situações também as regras gerais de responsabilidade, inscritas nos arts. 115, 117 e 153 a 159, aplicáveis, respectivamente, aos casos de abuso do direito de voto, abuso do poder de controle e atos dos administradores.

O art. 194, assim, e em alinhamento com a seção em que se localiza na Lei das Sociedades por Ações, cria e disciplina as reservas estatutárias como forma de assegurar à companhia uma alternativa flexível para a retenção de parte do lucro social. No mesmo passo, o dispositivo exige, por meio de requisitos expressos, que a criação e a utilização da reserva estatutária sejam coerentes com todo o sistema da lei, ao qual também estão evidentemente sujeitos, em termos de previsibilidade, adequação ao interesse social e capacidade de fiscalização.

8. Precisão, completude, critérios e limites

O *caput* do art. 194 determina que as reservas estatutárias, como o nome sugere, devem ser disciplinadas pelo estatuto social. Em outras palavras, para que exista e a ela possam ser destinados lucros retidos,

a reserva estatutária deve estar prevista no estatuto social.

Esse fato não é sem consequências. A primeira observação importante a ser feita é a de que as chamadas “reservas de lucros acumulados”, indiscriminadamente utilizadas pelas companhias, há décadas, para retenções genéricas de lucros, jamais constaram dos estatutos sociais das respectivas companhias.

Ao prever a obrigatoriedade da previsão estatutária, a lei assegura que o assunto será objeto de deliberação em assembleia geral, seja a de constituição, seja extraordinária. Assegura, com isso, a previsibilidade da existência da reserva estatutária e de suas regras, para potenciais e efetivos investidores. Assegura aos acionistas, também, a possibilidade de obterem informações a respeito da reserva e opinarem acerca de sua criação.

É irregular, portanto, a criação de reserva estatutária de forma diversa, como, por exemplo, ato gerencial, simples lançamento contábil ou deliberação do conselho de administração. Não se trata, inclusive, de matéria que possa ser delegada pela assembleia geral dos acionistas, a qualquer dos órgãos de administração da companhia. Será inválida, da mesma maneira, a deliberação que determine a destinação de lucros para reserva legal criada por meio diverso daquele expressamente previsto em lei.

No caso de alteração estatutária para a criação ou modificação de reserva estatutária é necessário que sejam seguidas as regras da lei, bem como as normas regulatórias, quanto à convocação, instalação e quórum de deliberação. A parte final do *caput* do art. 124, por exemplo, determina que no caso de reforma do estatuto, deverá constar dos anúncios de convocação da assembleia geral extraordinária especificamente a matéria que será alterada no estatuto social. De acordo com o art. 135, o quórum de instalação, em primeira chamada, das assembleias que tiverem como ob-

jeto a alteração do estatuto social, é de dois terços do capital votante. Caso não haja previsão diversa no estatuto social, a sua alteração dependerá de votos da maioria absoluta dos presentes em assembleia regularmente instalada (art. 129).

Uma vez que não há qualquer previsão expressa nesse sentido, parece não haver fundamento para se exigir que haja o transcurso de qualquer prazo entre a criação da reserva estatutária e a deliberação de retenção de lucros nessa reserva. Sendo assim, para uma mesma data, por exemplo, podem ser convocadas a assembleia geral extraordinária, que criará as reservas, e a ordinária, que destinará lucros para a reserva recém-criada. O intervalo razoável entre a criação e o preenchimento da reserva, de pelo menos um exercício social, consiste, contudo, em medida recomendável do ponto de vista da governança corporativa, já que o próprio fundamento da existência da reserva estatutária é assegurar a previsibilidade das retenções por parte dos acionistas presentes e futuros da companhia.

De volta ao *caput* do art. 194, este determina que o estatuto social poderá criar reservas estatutárias “desde que” atenda aos requisitos previstos em seus três incisos.

O inciso I do art. 194 estabelece que o estatuto social deve indicar a “finalidade” da reserva estatutária “de modo preciso e completo”. Ou seja, o estatuto social deve não apenas trazer expressa a finalidade da reserva estatutária, como também deve descrever a finalidade de modo preciso e completo. Não basta, portanto, apenas mencionar a finalidade (investimentos futuros, por exemplo); é preciso desenvolver em detalhes essa finalidade (quais atividades, com qual objetivo, por quanto tempo, por qual razão, entre outras características que sejam pertinentes e úteis para a avaliação da matéria pelos acionistas).³⁸

38. “(...) quer [o art. 194] preservar o interesse dos acionistas não controladores contra a destinação

A implementação de reservas estatutárias em desacordo com essa regra leva ao risco da criação de reservas tão genéricas quanto as extintas reservas de lucros acumulados, em evidente infração a todo o sistema de retenção de lucros proposto pela lei e, especificamente, ao § 6º do art. 202.

O inciso II do art. 194 exige que o estatuto social “fixe os critérios” para a determinação da parcela dos lucros sociais que será destinada à constituição da reserva estatutária em cada exercício social.

Esses critérios, acima de tudo, não devem ser arbitrários e sujeitar a totalidade dos acionistas à vontade injustificada dos administradores ou da maioria assemblear. A parcela a ser retida em cada exercício social deve estar absolutamente associada à finalidade da reserva estatutária, estabelecida, de forma precisa e completa, de acordo com o inciso I do art. 194. Isso significa que a parcela que será retida e a significância dessa parcela devem guardar relação com os objetivos para os quais a reserva estatutária foi criada. A parcela não pode ser excessiva, de modo a reter mais lucros do que o necessário para a consecução dos objetivos da reserva, nem baixa demais, de forma a não ser suficiente para a consecução desses mesmos objetivos.

excessiva de lucros, para constituição de reserva estatutária, em determinado exercício social, em prejuízo da disponibilidade imediata que têm os lucros líquidos não destinados à constituição de reservas. (...) Novamente, em razão de a constituição de reservas resultar em restrição à distribuição de dividendos, exige a lei que a previsão estatutária de constituição de reservas de lucros se subordine a regras bastante explícitas. (...) Em primeiro lugar, deve o estatuto declarar de modo preciso e completo, como indica o inc. I, do art. 194, a finalidade da reserva estatutária. Não basta, portanto, que o estatuto apenas denomine determinada reserva a ser constituída com base nos lucros anuais, mas é necessário que indique o uso a que esta reserva estará restrita. Não o fazendo, ‘de modo preciso e completo’, a reserva estatutária não será legal” (Geraldo de Camargo Vidigal e Ives Gandra da Silva Martins, *Comentários à Lei de Sociedades por Ações*, vol. 4, pp. 215 e 216).

O inciso III do art. 194 requer que o estatuto social estabeleça o “limite máximo” da reserva estatutária.

A reserva estatutária, em qualquer hipótese, não poderá ser constituída em prejuízo ao pagamento do dividendo mínimo obrigatório (art. 198), nem exceder o capital social, quando somado aos saldos das demais reservas de lucros, exceto as para contingências, de incentivos fiscais e de lucros a realizar (art. 199). Desde que compreendido nesses limites, o estatuto social poderá estabelecer o montante máximo que poderá ser retido em determinada reserva estatutária. Esse limite pode ser expresso em valores ou relativamente a outros montantes, como por exemplo, uma porcentagem do capital social, do faturamento médio em determinado número de exercícios ou da soma do saldo de todas as reservas de lucros da companhia.

9. A reforma de 2001

A Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001, modificou a Lei das Sociedades por Ações e, entre outras alterações, inseriu um novo § 6º ao art. 202.³⁹

39. “Com a introdução do § 6º, no art. 202, o legislador deixa explicitado que após terem sido feitas as apropriações dos lucros, que são admitidas nos arts. 193 a 197 da lei, todo o lucro que remanescer deve ser distribuído aos acionistas como dividendo. Reforça-se, assim, o direito que têm os acionistas minoritários das companhias de participar dos resultados de cada exercício social que remanescerem após terem sido feitas as retenções admitidas em lei ou no estatuto social” (Luiz Leonardo Cantidiano, *Reforma da Lei das S/A Comentada*, p. 232). “(...) o § 6º do art. 202, introduzido pela Lei n. 10.303/2001, determina que os lucros não destinados nos termos dos arts. 193 a 197 deverão ser distribuídos como dividendos. Tal dispositivo impede a reiterada prática por parte das companhias de reter lucros injustificadamente, sob a conta usualmente denominada ‘lucros acumulados’. No entendimento da CVM, como a lei societária não previa a existência de tal conta, a parcela do lucro do exercício que excedesse o dividendo obrigatório e não pudesse ser enquadrada em nenhuma das destinações previstas nos arts. 193 a 197 da Lei das S/A (reserva legal, re-

O novo parágrafo determina que “[o]s lucros não destinados nos termos dos arts. 193 a 197 deverão ser distribuídos como dividendos”. Com esse dispositivo, a lei tornou expresso o princípio que já decorria da interpretação sistêmica de seu Capítulo XVI, especialmente dos arts. 193 a 197.⁴⁰ Tornou expresso, também, enten-

servas estatutárias, reservas para contingências, retenção de lucros prevista em orçamento de capital aprovado em assembleia geral e reserva de lucros a realizar) deveria ser distribuída aos acionistas a título de dividendo. Entretanto, grande número de companhias distribuía aos acionistas apenas o dividendo obrigatório, ainda que as reservas previstas na lei e no estatuto social não absorvessem todo o montante do lucro do exercício, retendo o excesso na referida conta de ‘lucros acumulados’. Assim, o dispositivo ora comentado veio consagrar o referido entendimento da CVM, obrigando as companhias a distribuírem, como dividendo, todo o lucro que exceder às retenções legalmente previstas. Como se verifica, trata-se de norma que visa a reforçar o direito do acionista de receber dividendos, na medida em que toda e qualquer retenção de lucros terá de ser adequadamente justificada na assembleia geral ordinária” (Nelson Eizirik e Modesto Carvalhosa, *A Nova Lei das S/A*, pp. 363 e 364). “(...) o § 6º do art. 202 da Lei 6.404/1976, que foi incluído pela Lei n. 10.303/2001, obriga que todo o resultado do exercício das companhias abertas ou fechadas tenha destinação para reservas ou que seja pago como dividendos” (Sérgio de Iudicibus, Elizeu Martins e Ernesto Rubens Gelbcke, *Manual de Contabilidade das Sociedades por Ações – Aplicável às demais Sociedades*, 6ª ed., p. 307).

40. “Todo o capítulo XVI da Lei n. 6.404/1976, inovador e revolucionário em relação aos ditames do antigo Decreto-lei n. 2.627/1940, foi orientado pela preocupação do legislador em relação aos destinos a serem dados, pela administração da Companhia, aos resultados do exercício, notadamente os que se traduzem em lucros. Basicamente, quatro foram as suas preocupações: a) Os lucros do exercício devem ter destinação específica, por proposta da administração, de acordo com a aprovação consciente da Assembleia Geral; b) Esses lucros devem ser apropriados de acordo a preservar o capital social, bem assim a manter as necessidades de giro da empresa e a possibilidade de sua expansão, como, também, a remunerar a aplicação de capital dos seus acionistas; c) Os acionistas minoritários, que não participam das decisões quanto à destinação de lucros, não podem ter prejudicado seu direito à remuneração do capital que empregaram na Companhia, por retenção de lucros superior às reais necessidades da em-

dimento da Comissão de Valores Mobiliários, que condenava a retenção de lucros sem que houvesse necessidade específica previamente submetida à análise dos acionistas.⁴¹

presa; d) Os investidores em ações devem ter sempre uma visão clara da política de destinação dos lucros pela companhia, pois tal vem a ser um dos principais indicadores a orientar suas aplicações em tal ou qual empresa” (Parecer CVM/SJU n. 073, de 17.11.1980).

41. “Já vimos que a Lei n. 6.404/1976 abriu, segundo disposto nos artigos precedentes, às companhias, as mais diversas possibilidades de retenção dos lucros sociais, de acordo com suas necessidades ou mesmo suas conveniências, segundo deliberação de seu órgão máximo. Não bastasse isso, o presente art. 196 abre mais ainda essas possibilidades permitindo a retenção do correspondente à prévia previsão em orçamento de capital. O reverso da medalha desses permissivos legais vem a ser, justamente, a ideia espalhada ao longo desses artigos, de que os lucros podem ser retidos na companhia sim, mas desde que bem delineada a sua finalidade, com contornos próprios e específicos, conforme aprovado pela assembleia geral. Ora, se a lei estabelece o cumprimento de requisitos, fixando detalhes de execução do permissivo, é evidente que, fora deles, nada é dado à companhia reter. Ou seja, a filosofia que orientou toda a parte de retenção dos lucros está em que se, de um lado, ela é ampla, de outro, devem ser obedecidos parâmetros de apropriação que não deixem margem a dúvidas quanto à aplicação dos valores respectivos. Além disso, é por demais óbvio, cumpre à sociedade anônima distribuir aos seus acionistas, como dividendo, não mais obrigatório por decorrência de sua fixação mínima, mas por ser decorrência natural da própria razão de ser dos investimentos em sociedades anônimas. (...) [É] consequência lógica, que não precisa estar expressa em dispositivo legal pois própria do conceito de sociedade anônima, que todo o lucro excedente das necessidades da companhia, conforme entendido por sua assembleia geral, deva ser revertido aos seus acionistas. Se a companhia não necessita reter lucros, ou por ter suas reservas básicas já plenas, ou porque simplesmente foi entendido de que é desnecessário manter outras reservas de lucros, nada mais resta a sociedade anônima que entregar o lucro excedente a quem de direito – seus acionistas. (...) É preciso que os administradores e acionistas controladores entendam que o lucro pertence sempre ao acionista, na proporção de seus investimentos. (...) A retenção dos lucros na companhia é algo que limita a percepção dos lucros pelo acionista, quando necessária à sobrevivência ou desenvolvimento da empresa. Não vem a ser a retenção a regra geral, com a

A retenção genérica de lucros, principalmente por meio das reservas de lucros acumulados, passou, assim, a ser evidentemente contrária à lei. O questionamento por parte dos acionistas minoritários contra abusos na alocação dos lucros sociais foi, na mesma medida, facilitado.

10. As reformas de 2007 e 2009

Em 2007, a Lei n. 11.638, de 28 de dezembro de 2007, extraiu da redação da alínea *d* do § 2º do art. 178 da Lei das Sociedades por Ações a expressão “lucros ou prejuízos acumulados” e manteve, em seu

distribuição do dividendo uma exceção para ser cumprida. Ao contrário, a exigência básica é que todo o lucro seja distribuído, sendo exceção e limitação a isso, a retenção obrigatória ou necessária. (...) Está, pois, absolutamente enganada a companhia se pensa que pagando ao acionista o dividendo obrigatório ou mínimo, ela se desobriga de distribuir mais dividendos. Tal só ocorre se os lucros do exercício forem suficientes apenas para cobrir as suas necessidades de retenção, sejam elas legais, de sobrevivência econômica, de desenvolvimento empresarial, tudo conforme o exigido por lei ou assim entendido pelos próprios acionistas em assembleia geral. (...) A CVM jamais pretendeu que a companhia distribuisse a totalidade dos lucros. Mesmo porque, além de economicamente aberrante, seria mais estimular o descumprimento da Lei n. 6.404/1976 que cabe a ela vigiar. O que a CVM muito justamente deseja é que as companhias cumpram a lei (que aliás, é tal qual esta Comissão, desenvolvimentista das empresas, portanto a seu favor), e retenham todo o lucro que desejarem para seus investimentos de sobrevivência e desenvolvimento, mas que distribuam todo o lucro que puderem aos seus acionistas, uma vez reservadas as parcelas dos lucros a elas fundamentais. (...) Assim, se as companhias só puderem distribuir o dividendo estatutário, paciência, mas se, ao contrário, puderem reservar todo o necessário à sua vida empresarial e, além disso, levar ao acionista um dividendo superior ao mínimo, é o mais desejado por esta Comissão de Valores Mobiliários. (...) Na existência de lucro não destinado, de acordo com os arts. 193 a 200 da Lei 6.404/1976, verifica-se a presunção de que o saldo remanescente não seja fundamentalmente necessário a permanecer com a companhia e, conseqüentemente, dever ser distribuído aos acionistas a título de dividendos de bonificação em dinheiro” (CVM/SJU n. 073, de 17.11.1980).

lugar, apenas a expressão “prejuízos acumulados”.

O art. 178 descreve o grupo de contas que devem constar do balanço patrimonial da companhia. Seu § 2º trata da classificação das contas do passivo. E a alínea *d* indica, especificamente, as contas em que o patrimônio líquido deve ser dividido.

Em outras palavras, foi expressamente excluída da lei expressão que pudesse sugerir a validade da retenção genérica de lucros sob a denominação de lucros acumulados. Muito embora a existência da conta lucros acumulados não implique a autorização legal para a retenção genérica de lucros, a lei entendeu adequado eliminar quaisquer possíveis ambiguidades. Em coerência, inclusive, com a decisão de tornar literal o princípio de que todo lucro não destinado deve ser distribuído aos acionistas, como ocorreu no caso da inserção do § 6º ao art. 202.

A alteração promovida pela Lei n. 11.638/2007, portanto, foi mais uma medida no sentido de tornar perfeitamente coeso o sistema da lei com relação às decisões de alocação do fluxo de caixa livre da companhia e demonstra a importância com que esse assunto é tratado do ponto de vista legislativo. O sistema desenhado pela lei foi incluído no projeto original de 1976, com grande relevância e importantíssima quebra em relação ao regime até então vigente,⁴² e vem sendo ajustado periodicamente, sempre no mesmo sentido em que foi pensado há mais de 30 anos.

Em 2009, a Lei n. 11.941, de 27 de maio daquele ano, voltou a modificar o § 2º do art. 178, mas manteve a redação de

sua antiga alínea *d*, a qual passou a vigorar como inciso III.

11. O Anexo 9-I-II da Instrução CVM n. 481/2009

A Instrução CVM n. 481, de 17 de dezembro de 2009, trata, entre outras matérias, da disponibilização de informações pela companhia por ocasião das deliberações assembleares.

Com maior completude e detalhamento do que o previsto pela Lei das Sociedades por Ações, a Instrução CVM n. 481/2009 disciplina forma, teor, prazo e responsabilidade pela disponibilização de todas as informações nela especificamente previstas, bem como de “quaisquer outras informações e documentos relevantes para o exercício do direito de voto em assembleia” (art. 6º, II).

No art. 9º da Instrução são indicados os documentos que devem ser disponibilizados aos acionistas previamente às assembleias gerais ordinárias. Entre eles consta a proposta de destinação do lucro líquido do exercício (§ 1º, II).

A proposta de destinação do lucro líquido do exercício, a ser preparada e apresentada pelos administradores da companhia, é documento obrigatório e independente, que deve ser submetido individualmente à apreciação dos acionistas na assembleia geral ordinária, por força do disposto nos arts. 132, II, 134, § 4º, 176, § 3º e principalmente 192, todos da Lei das Sociedades por Ações.

A deliberação sobre a proposta de destinação do lucro é autônoma e, ao menos que seja materialmente afetada por outras deliberações, não é a nenhuma delas conexa. Normalmente, a regularidade da destinação dos lucros depende da regularidade das demais peças que compõem as demonstrações financeiras. Porém, essa não é uma regra absoluta. É possível, por exemplo, que as contas dos administradores sejam reprovadas, mas a destinação dos lucros aprovada mantenha-se válida.

42. “No debate público sobre o Anteprojeto de Lei das S/A as atenções, o interesse e a controvérsia se concentram de tal modo em um único dos seus 304 artigos (...), sobre distribuição de dividendos, que aos menos informados pode parecer que a tão propalada reforma da lei de sociedades por ações se resume, afinal de contas, a uma nova disciplina sobre distribuição de dividendos” (Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, *A Lei das S/A*, ob. cit., p. 156).

Uma das grandes inovações da Instrução CVM n. 481/2009 é o seu Anexo 9-1-II, que detalha as informações que devem constar da proposta de destinação dos lucros do exercício.

O Anexo 9-1-II exige que a proposta de destinação dos lucros siga um esquema completo e de clara compreensão para os acionistas. As informações, conforme especificamente descrito pelo Anexo, devem seguir uma ordem lógica, escalonada e segregada de apresentação e são comparadas com dados de exercícios anteriores. Assim ocorre com a informação sobre o valor do lucro líquido apurado, os dividendos propostos, a forma e prazo de seu pagamento.

Da mesma forma, todas as retenções devem ser objetivamente explicadas. Sejam elas obrigatórias, assembleares ou estatutárias.

Com a Instrução CVM n. 481/2009 e o Anexo 9-1-II, portanto, os acionistas e o mercado ganham em transparência das informações, estabilidade quanto ao formato e cadência de sua disponibilização e previsibilidade em relação aos acontecimentos societários. Permite-se, assim, a antecipação de informações consistentes e completas, necessárias para a formação de convencimento dos acionistas e potenciais investidores. Permite-se, também, o melhor monitoramento da utilização dos lucros sociais pelos administradores e controladores, reduzindo incentivos para o desvio ou má utilização desses lucros.

12. Fim das reservas de lucros acumulados e a perda do controle arbitrário sobre o lucro líquido disponível

As reformas de 2001 e de 2007 decretaram o fim da retenção genérica de lucros por meio da reserva de lucros acumulados. O mercado de fato reagiu e as reservas de lucros acumulados são cada vez mais raras nas demonstrações financeiras das companhias do país.

Em princípio, a retenção arbitrária de lucros, sem previsão ou destinação específica, em desalinhamento com o interesse social, e sem possibilidade de fiscalização efetiva pelos acionistas, deixaria de ser viável, uma vez que as modificações promovidas tornaram inquestionáveis os objetivos da lei sobre a matéria.

O preenchimento das lacunas ou ambiguidades identificadas nos arts. 202 e 178 da Lei das Sociedades por Ações, e a extinção expressa da reserva de lucros acumulados, retirou do alcance dos administradores ou controladores, de forma definitiva, o principal meio que possuíam à sua disposição para promover a retenção de lucros de forma discricionária.

Parte dos incentivos para a retenção irregular de lucros, ligados à relativa indeterminação da lei ou à aceitação resignada de interpretação questionável das normas que disciplinavam a matéria até 2001, foram eliminados. Restaram os incentivos pessoais de administradores e controladores, associados a suas preferências pessoais quanto à assunção de riscos financeiros, legais e reputacionais, bem como as de natureza patrimonial.

Como se verá a seguir, contudo, as intervenções legislativas parecem não terem sido, ao menos por enquanto, suficientes para equilibrar o balanço entre os interesses envolvidos na sociedade e desestimular administradores e controladores a buscar outros caminhos para continuar a controlar da forma mais livre possível o fluxo de caixa livre das companhias.

13. A retomada do controle arbitrário sobre o lucro líquido disponível

Acostumados com o controle arbitrário do saldo do lucro líquido das companhias e pressionados pela perspectiva de perderem esse controle como consequências das reformas promovidas na Lei das Sociedades por Ações em 2001 e 2007, administradores e controladores passaram a buscar formas alternativas de retenção.

Não bastava encontrar meios para a retenção da parcela dos lucros sociais tida como necessária para o adequado desenvolvimento das atividades da companhia. Isso a lei claramente assegura.

Era preciso encontrar uma forma que permitisse a maior liberdade possível na decisão de retenção e de alocação dos lucros retidos. Dito de outra maneira, era importante que os administradores e controladores continuassem a reter e utilizar lucros sociais sem o custo de se comprometer com destinações previamente aprovadas e divulgadas aos acionistas.

O instrumento encontrado para esse fim foram as reservas estatutárias, disciplinadas pelo art. 194 da Lei das Sociedades por Ações.

A reserva estatutária é instituto conceitualmente construído para oferecer à companhia certa flexibilidade na determinação da utilização de parte dos lucros sociais. Faz parte de sua função, portanto, determinar limites dentro dos quais a maioria assemblear poderá criar livremente regras para a retenção de parcela do fluxo de caixa livre da companhia. Assim, a lei materializa sua convicção de que, para certas situações, não há como o legislador prever de antemão as necessidades de liquidez de uma sociedade, sendo mais adequado que haja instrumentos flexíveis o suficiente para permitir que a própria companhia decida, em cada uma dessas situações, o nível de retenção de lucros mais adequado.

Ocorreu, entretanto, que as companhias, de maneira generalizada, exacerbaram a liberdade concedida pela lei e flexibilizaram além do limite os requisitos determinados pelo art. 194.

Utilizando-se de finalidades genericamente descritas e critérios de retenção e utilização de lucros retidos igualmente discricionários, parcela significativa das companhias brasileiras criou nada mais do que uma nova versão da reserva de lucros acumulados, agora disfarçada de reserva estatutária.

A utilização das reservas estatutárias em desacordo com os requisitos da Lei das Sociedades por Ações, encoberta pela natural e relativa indeterminação de alguns dos conceitos utilizados pelo art. 194, abre espaço para que se crie situação semelhante à que foi a utilização durante décadas das reservas de lucros acumulados pelas companhias brasileiras.

Essa forma de utilização das reservas estatutárias é contrária aos princípios da lei, assim como era a utilização das reservas de lucros acumulados, mas o caráter flexível dessas reservas contribuiu para encobrir dos acionistas a irregularidade. Os enormes custos que se incorre no país para se questionar irregularidades dessa natureza desestimula acionistas minoritários a se insurgirem contra elas ou mesmo a notarem-nas. E a relativa ausência de questionamento faz com que justiça, doutrina e agentes reguladores não aprimorem o significado das normas e suas interpretações, perpetuando as incertezas no mercado e alimentando o ciclo vicioso.

14. A utilização irregular das reservas estatutárias e seus efeitos

A primeira irregularidade que se nota na prática societária é a criação contábil ou a utilização de reserva estatutária sem que haja previsão estatutária sobre sua existência.

O art. 194 da Lei das Sociedades por Ações é expresso ao determinar que “o estatuto poderá criar reservas”. A deliberação assemblear que destina lucros para reserva estatutária não prevista no estatuto social é nula. Assim como ato gerencial, ratificado ou não pelos órgãos de administração, que destina valores para essa mesma reserva.

Ainda quanto à criação das reservas, a reserva estatutária criada pode ser inválida tanto se as formalidades necessárias para a alteração do estatuto social, ou para a aprovação original do estatuto social, não forem cumpridas, quanto se a própria reserva

estatutária não atender aos requisitos e parâmetros da lei.

Assim, por exemplo, pode ser anulável a deliberação que cria reserva estatutária se essa matéria não constou de forma específica da ordem do dia, como determina o art. 124 da Lei das Sociedades por Ações. Pode ser nula se não forem atendidos os quóruns de instalação e deliberação dos arts. 135 e 129.

De forma equivalente, pode ser anulável a deliberação que cria reserva estatutária que não atende aos parâmetros de precisão e completude do art. 194, aos seus critérios e limites, bem como aos demais comandos contidos na Lei das Sociedades por Ações, especialmente em seu Capítulo XVI.

Reservas estatutárias genéricas quanto à sua destinação, por exemplo, contrariam diretamente a lei, tanto com relação ao art. 194, quanto com relação ao art. 202, § 6º. Se a finalidade não está descrita pelo estatuto social “de modo preciso e completo”, como exige o art. 194, qualquer retenção de lucros nessa reserva estará em desacordo com o art. 202, § 6º, justamente porque não atenderá aos “termos dos arts. 193 a 197”.⁴³

São exemplos típicos de reservas estatutárias genéricas, amplamente verificados na prática, as *reservas para investimento* ou *reinvestimento*, as *reservas para expansão*, as *reservas para capital de giro* ou *operacionais*, as *reservas para equalização de dividendo* ou *para pagamento de dividendos intermediários*, as *reservas para recompra de ações* e as *reservas para aumento de capital*. Todas com denominações

equivalentes ou semelhantes e justificativas que variam minimamente ou nada entre as diversas companhias que as utilizam.

As cláusulas que instituem as reservas estatutárias *para investimento* em regra descrevem sua finalidade sem especificar a natureza desses investimentos, ou o custo projetado para esses investimentos, ainda que em grandes números, números máximos ou parâmetros de determinação, ou ainda o prazo esperado ou máximo para a realização dos investimentos, os efeitos dos investimentos, entre outros.

A mera menção a *investimentos* não apenas não atende ao requisito de especificidade que o art. 194 exige como também em nada diferencia a finalidade da reserva das rotinas básicas da atividade empresarial. Investir é da essência do funcionamento de qualquer companhia. A menos que exista detalhamento a respeito do investimento, a cláusula estatutária em nada adiciona para os acionistas em termos de informação, capacidade de previsão e de fiscalização.

Não basta, ademais, que a cláusula determine que os investimentos serão utilizados “para a compra de produtos de informática” ou “para a melhoria do desempenho industrial da companhia”. Ainda que mais detalhadas, são descrições que continuam sem adicionar qualquer informação materialmente significativa para os acionistas. São reservas que continuam a poder servir aos interesses discricionários, em tempo, qualidade e quantidade, dos administradores e controladores.

O mesmo ocorre com as chamadas *reservas para expansão*. O crescimento de uma companhia, dentro de uma realidade capitalista, é da essência da atividade empresarial. Sem crescimento ou crescimento relativo, a empresa tende a se estagnar, deixa de ser competitiva e não acompanha o mercado. A *expansão* das atividades se confunde, assim, com o próprio desenvolvimento do objeto social, tal como ocorre com relação à necessidade de investimentos.

43. Sobre a invalidade, anulabilidade e nulidade das deliberações sociais cf. obra e artigos de Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, *Invalidez das Deliberações de Assembleia das S/A*, “Lineamentos da reforma do direito societário italiano em matéria de invalidade das deliberações assembleares”, *RDM* 134/12 e ss., e “Invalidade de deliberações conexas de companhia”, *RDM* 145/255, ss. De Vasco da Gama Lobo Xavier, *Anulação de Deliberação Social e Deliberações Conexas*.

Justificar a retenção de lucro disponível com projetos não especificados de expansão das atividades igualmente não atende às razões da existência do art. 194. A expansão pode ser útil, e a retenção de lucros correspondente justa. É necessário, porém, que essa expansão seja objetiva, determinada, necessária e esclarecida para os acionistas.

Uma companhia que desde sua fundação atua no setor de bebidas e, por razões comerciais, decide que é uma boa estratégia passar a atuar também no setor de alimentos, poderia perfeitamente justificar dessa maneira a retenção de lucros em reserva de expansão de atividades, descrevendo prazos para a expansão ou parâmetros para a determinação do prazo, metas e resultados esperados, por exemplo. O mesmo com uma usina de açúcar que ainda não produza etanol e deseja se expandir para esse ramo, ou para o ramo de logísticas e transportes. Ou ainda, a companhia que enxerga potencial de crescimento em setor que já atua e quer aproveitar determinada oportunidade para aumentar sua participação no mercado, mediante a construção de uma nova planta.

Reservas para *capital de giro, desenvolvimento de atividades operacionais, persecução do objeto social* ou equivalentes são passíveis exatamente das mesmas críticas. Capital de giro, por exemplo, é parte do conjunto de elementos financeiros que conformam e implicam o resultado da companhia. Admitir que parte dos lucros é necessária, continuamente, para recompor ou reforçar capital de giro é assumir que a companhia é menos lucrativa do que aparenta. Se parte do lucro deve ser necessária e continuamente aplicada no ciclo produtivo, essa parcela deixa de contar como componente do fluxo de caixa livre da companhia, uma vez que estará sempre atrelada com o ciclo operacional da companhia.

É claro que é possível e legítima a retenção de lucros para fazer frente a uma necessidade específica de liquidez, para um

esperado aumento localizado do adiantamento feito a clientes ou fornecedores, ou ainda para a proteção contra instabilidades pontuais do câmbio, por exemplo. Essa retenção, porém, não pode ser contínua, sob pena de desnaturar a própria lógica de sua existência. Ou, para que seja contínua, deve guardar proporcionalidade com o crescimento esperado das atividades. E, em qualquer caso, deve ser detalhada e completa, em suas razões, volumes e prazos, definidos ou definíveis, como é a regra para as retenções em reservas estatutárias.

Algumas reservas estatutárias são criadas para *garantir dividendos futuros, equalizar o fluxo de dividendos* ou *assegurar o pagamento de dividendos intermediários*. Se para todos os casos de criação de reservas genéricas, e para a disciplina das retenções de maneira geral, as teorias financeiras e econômicas relacionadas ao pagamento de dividendos são importantes, para o exame dessa categoria de reservas estatutárias, a necessidade da utilização da lógica econômica na caracterização de sua potencial irregularidade é evidente.

Conforme visto anteriormente, e especialmente no ambiente jurídico brasileiro, há importantes razões para o acionista preferir o recebimento do dividendo à retenção para reinvestimento do lucro, principalmente se a retenção for genérica e discricionária. Qual a razão, então, para que o acionista prefira que a distribuição do montante a que ele tem direito dos lucros disponíveis da companhia seja diferida no tempo? O lucro retido já é lucro formado e existente, pronto para declaração e distribuição. O mesmo lucro que seria distribuído neste momento é o lucro que será dividido e distribuído em parcelas anuais futuras. O que se propõe, portanto, é que ao invés de se distribuir R\$ 10,00 por acionista, de uma vez, no presente, distribua-se R\$ 2,00 por acionista por ano, durante cinco anos. Sendo que, sobre os R\$ 8,00 retidos, que não poderão ser aplicados de forma definitiva na atividade produtiva da companhia, incidem todos os tipos de ris-

co. Desde o risco de utilização irregular ou subótima pelos administradores ou controladores até os riscos de serem absorvidos por prejuízos futuros ou aumentos de capital, passando pelo risco elementar de perda do valor real ou do custo de oportunidade em razão da manutenção desses lucros em registros meramente contábeis.

Caso a retenção de lucros seja realizada para utilização exclusiva no pagamento de dividendos intermediários, para que se evite as ilogicidades apontadas acima, é necessário que os lucros sejam efetivamente pagos e que haja efetiva necessidade ou interesse dos acionistas no pagamento dos dividendos ao longo ou dentro do exercício social, em antecipação à apuração do lucro social anual. Se, além disso, os lucros intermediários somarem ao final do exercício tão somente o montante equivalente ao mínimo obrigatório, mais uma vez se estará diante de uma retenção potencialmente irregular. Os lucros pagos dessa forma ou serão necessariamente inferiores à retenção, no longo prazo, ou serão diferidos, quando poderiam ter sido pagos de uma só vez aos acionistas.

E, por fim, a companhia pode também levantar balanços específicos para o pagamento de dividendos intermediários, com lucros do próprio exercício, mesmo que não haja reservas de lucro constituídas, como já decidiu a Comissão de Valores Mobiliários, com base na expectativa fundamentada da existência de lucros suficientes ao final do exercício social.⁴⁴

Há reservas estatutárias destinadas à *recompra de ações* de emissão da própria companhia. A finalidade é razoável e pode atender a diversos interesses dos acionistas, notadamente os relacionados com a distribuição de fluxo de caixa livre mediante programa de recompra ou com a

execução de plano de opções de compra de ações.

No primeiro caso, contudo, a recompra será realizada com dinheiro que, em princípio, já deveria ter sido distribuído aos acionistas. A menos, portanto, que haja alguma razão particular que o justifique, haverá novamente simples deferimento da distribuição do fluxo de caixa livre aos acionistas, em seu prejuízo.

No segundo caso, é necessário que haja um efetivo projeto de implementação ou plano de recompra em vigor que fundamente a existência da reserva e assegure parâmetros de previsibilidade e fiscalização para os acionistas.

Em ambos os casos, a mera previsão de retenção para recompra de ações não atende, portanto, aos requisitos exigidos pelo art. 194.

As reservas estatutárias que fundamentam sua existência na realização potencial e futura de *aumentos de capital* tendem, igualmente, a não preencher o requisito de finalidade específica e completa determinado pelo art. 194. O próprio aumento de capital necessita de justificativa para ser realizado. Embora no caso de capitalização de lucros ou de reservas não haja risco de diluição injustificada de participação societária (art. 169), a conversão em capital do lucro líquido disponível não pode ser feita sem motivo ou razão que justifique a preferência pela capitalização à distribuição. O aumento do capital social pode ser necessário para a melhoria de índices financeiros, importantes na redução de custos de captação de crédito, por exemplo. E a retenção de lucros pode ser uma solução razoável, especialmente porque evita a necessidade de descaixe de valores próprios dos acionistas para a integralização do aumento, ou a sua diluição. Para que a retenção seja plenamente válida, no entanto, a necessidade do aumento do capital social, sua previsão de realização e magnitude, devem estar determinadas, ou serem determináveis, na cláusula que disciplina a reserva estatutária.

44. Cf. Processo Administrativo CVM n. RJ2008/4587 (Redecard S/A) e Processo Administrativo CVM n. RJ2008/2535 (São Carlos Empreendimentos e Participações S/A).

Se os recursos retidos se destinarem, no todo ou em parte, para o aumento de capital em controladas ou coligadas, o raciocínio aplicável é o mesmo. A necessidade do aumento do capital social da controlada ou da coligada, e suas características, devem ser determinadas na cláusula da reserva estatutária ou determináveis de acordo com parâmetros previstos nessa mesma cláusula. Uma das justificativas possíveis pode ser a manutenção da participação societária relativa no caso de realização de aumentos de capital. Essa manutenção, entretanto, também deve ser do interesse dos acionistas e da companhia. A constituição de reservas de lucros a serem utilizadas em aumento do capital social de empresa coligada depende da caracterização da relacionada participação societária como fundamental, naquela proporção, da existência de alguma probabilidade de que o aumento seja deliberado e do risco real de que o fluxo ordinário de receitas da companhia não seja suficiente para fazer frente à necessidade de integralização do aumento. Além disso, a necessidade de retenção para aumento do capital social de empresa controlada deve ser ainda mais específica, uma vez que evidentemente não há o risco de deliberação inesperada sobre esse assunto.

O inciso II do art. 194, por sua vez, estabelece que o estatuto social deve fixar “os critérios para determinar a parcela anual dos lucros líquidos” que serão destinados à constituição da reserva estatutária. Essa disposição possui dois objetivos evidentes. O primeiro é o de obrigar que existam critérios, deixando claro que o montante da retenção não pode estar sujeito à mera discricionariedade dos administradores ou controladores. O segundo é o de obrigar que esses critérios sejam preestabelecidos, de forma a conferir previsibilidade e transparência às retenções.

Em consequência a essa disposição, parte significativa das companhias que possuem reserva estatutária determinam uma parcela fixa (em oposição a um parâmetro de cálculo) do lucro líquido do exercício

para retenção. Aquelas que não acompanham essa prática, em geral, são omissas a esse respeito ou simplesmente deixam a critério da assembleia geral a decisão acerca do montante a ser retido, o que, em qualquer dos dois casos, viola o inciso II do art. 194. Entre as companhias que acompanham a referida prática, a grande maioria determina, de forma direta ou indireta, que a retenção pode abranger todo o saldo do lucro líquido ajustado do exercício, após o pagamento do dividendo mínimo obrigatório. Essa disposição encontra-se ora estabelecida de forma literal no estatuto social, ora por conclusão matemática (por exemplo, se o dividendo mínimo obrigatório é de 25% e a retenção de até 75%).

É um fato que não há previsão expressa na lei que proíba que a parcela anual dos lucros líquidos destinada a certa reserva estatutária seja exatamente igual a todo o saldo do lucro líquido ajustado do exercício, após o pagamento do dividendo mínimo obrigatório. Difícil, contudo, não enxergar nessa prática um importante indício de que a retenção promovida ou a retenção potencial estão muito mais de perto associadas à disposição dos controladores e administradores de controlar discricionariamente os lucros da companhia do que à efetiva ponderação a respeito do equilíbrio ótimo, em cada tempo e situação, entre distribuição e reinvestimento.⁴⁵

45. Indispensável nesse ponto, e para todo o tema tratado neste estudo, o voto proferido pela então Diretora da Comissão de Valores Mobiliários Norma Jonssen Parente no âmbito do processo administrativo CVM n. RJ2004/2684, transcrito praticamente em sua integralidade a seguir: “13. O dispositivo estatutário que cria a reserva debatida neste processo não estabelece um percentual fixo do lucro líquido do exercício a ser destinado à aludida reserva. Em vez disto, cria apenas um limite (‘até 55%’), dentro do qual a assembleia – em última análise, o controlador – tem discricionariedade para deliberar que valor efetivamente será alocado na reserva. 14. *A meu ver, esta conduta é irregular por afrontar o art. 194, II, da Lei 6.404/1976, que exige que o estatuto ‘fixe os critérios’ para determinar a parcela do lucro destinada à constituição da reserva. A mera es-*

Isoladamente, portanto, não há como caracterizar como anulável uma reserva

tipulação de um teto não atende ao comando legal deste artigo, pois não especifica nem fixa – apenas limita – a parcela do lucro afetada. 15. Entender de outra forma significa permitir ao controlador arbitrar o montante a ser alocado na reserva e, por consequência, o montante a ser destinado aos sócios a título de dividendos. Este era um procedimento bastante comum no passado, quando a companhia poderia, uma vez satisfeitos os dividendos obrigatórios, simplesmente reter o lucro remanescente, sem justificativa e por tempo indeterminado, na conta chamada 'Lucros Acumulados'. 16. A inserção do § 6º no art. 202 da Lei 6.404/1976, por ocasião da reforma ocorrida em 2001, teve por objetivo exatamente reforçar a proibição a este tipo de prática, compelindo a companhia a distribuir todo o lucro – mesmo que já atendido o dividendo obrigatório – ou alocá-lo em reservas, o que implica necessidade de justificativa para tanto. 17. Se, todavia, pudessem ser admitidas reservas estatutárias com critérios lassos, imprecisos e indefinidos, estas nada mais seriam que uma nova roupagem a revestir o antigo uso da conta 'Lucros Acumulados'. Ou seja: seria uma forma de escapar à incidência do art. 202, § 6º, da Lei das Sociedades Anônimas, retendo uma parcela do lucro que deveria ser repassada aos sócios como dividendos. E é isto o que ocorre no caso concreto. 18. Aliás, no caso concreto, o efeito desta reserva sobre os dividendos é uma questão especialmente delicada. Não é demais lembrar que a reserva sob exame é a terceira dentre as reservas estatutárias já criadas pela companhia e estas, somadas à reserva legal, podem atingir até 75% do lucro líquido apurado no exercício na seguinte proporção: a) 5% para reserva legal; b) 10% para reserva estatutária de renovação de equipamentos; c) 5% para reserva estatutária de pesquisas e desenvolvimento tecnológico; e d) até 55% para a reserva estatutária de perdas monetárias e equalização de dividendos, que é debatida neste processo. 19. Como se pode notar, se os recursos forem destinados a esta última reserva no limite máximo permitido pelo estatuto, restará aos acionistas receber não mais que 25% do lucro sob a forma de dividendos. Daí porque se disse anteriormente que o dividendo mínimo assegurado por lei estaria, na estrutura estatutária da Companhia Iguazu de Café Solúvel, se transformando em dividendo máximo. 20. Sobre este ponto, convém fazer uma pequena retificação em relação ao voto anterior. Na realidade, a destinação de 55% do lucro líquido para a reserva sob exame faria com que o dividendo a ser distribuído fosse muito próximo, mas não exatamente igual, ao mínimo obrigatório. 21. Explica-se: nos termos do estatuto, o dividendo mínimo é calculado de acordo com os parâmetros do

estatutária disciplinada por regras como as mencionadas, ou a deliberação que decide

art. 202 da Lei das S/A, dispositivo que afasta a incidência dos mencionados 25% sobre a parcela destinada à reserva legal (5%). Logo o dividendo de distribuição obrigatória corresponde a um quarto de 95% do lucro líquido, ou seja, 23,75% deste lucro. 22. De toda sorte, o que se discute neste processo não é uma diferença de 1,25% na distribuição do lucro, mas sim a forma pela qual vem se operando a retenção da parcela não distribuída e os efeitos gerados em face dos acionistas. Por isso, esta observação em nada afeta a conclusão do voto anterior, a qual reitero, no sentido de que *a reserva é particularmente nociva aos minoritários, que, como não participam do controle, só poderão ser remunerados através de dividendos, ora reduzidos drasticamente. Isto permite à companhia fazer caixa, o que virá a beneficiar exclusivamente o controlador em caso de eventual alienação de controle.* 23. A companhia, todavia, insiste enfaticamente em negar este ponto. Em seu pedido de reconsideração, afirma que o dividendo mínimo obrigatório não estaria sendo afetado ou tampouco transformado em dividendo máximo. Prova disto, prossegue a Requerente, é que os dividendos distribuídos nos últimos exercícios sempre excederam o mínimo obrigatório. 24. Realmente, conforme comprovam os documentos de fls. 271 e 340, os acionistas vêm recebendo parcela superior aos 25% do lucro líquido anual, mas isto só ocorreu porque a companhia destinou à reserva de recomposição de perdas inflacionárias uma parcela inferior àquela que lhe seria permitida pelo estatuto. Se tivesse optado pelo máximo, teria de fato forçado seus acionistas a receber praticamente o valor correspondente ao piso legal. 25. *Ora, é intolerável aceitar a possibilidade – ainda que não concretizada – de que os dividendos dos acionistas sejam restringidos ao mínimo e que só ultrapassem este patamar quando o controlador graciosamente assim decidir.* (...) 26. *A preocupação acima exposta ganha ainda mais relevo quando se constata que a reserva analisada, já contrária ao art. 194, II, sequer atende aos requisitos do inciso I deste mesmo artigo, notadamente no que tange à indicação precisa de sua finalidade. De fato, percebe-se que a indigitada reserva: a) estabelece duas finalidades (relembre-se: recompor efeitos de desvalorização monetária e suplementar dividendos) distintas, e a princípio antagônicas, sem determinar que parcela do lucro atenderá a cada uma delas; b) pressupõe-se a recompor o capital da companhia, mas não estipula quais os critérios para o cálculo da parcela a ser recomposta. 27. Diante desta duplicidade de funções, os acionistas nem mesmo podem saber qual delas estaria justificando a retenção operada, se é a reposição das perdas monetárias ou se é o equacionamento de*

pela retenção de lucros em termos equivalentes. É possível até que a retenção da to-

talidade do saldo do lucro líquido, após o pagamento dos dividendos mínimos obri-

dividendos. A assembleia geral, por seu turno, ao deliberar pela destinação de recursos a reserva, nunca especificou qual finalidade estava sendo atendida, contribuindo ainda mais para a nebulosidade da reserva. 28. Convém, aliás, lembrar que até a SEP, dada a insuficiência do disposto no estatuto da Requerente, determinou a divulgação de maiores informações para possibilitar aos investidores a compreensão do cálculo da reserva. 29. Apesar de bem intencionada, tal medida não resolve o problema. *As reservas estatutárias não podem depender de explicações adicionais ao estatuto. Muito pelo contrário: o próprio estatuto é que deve ser a explicação para as reservas de lucros nele contidas. Em outras palavras, o estatuto deve ter clareza, ser autossuficiente na explanação de seu conteúdo.* 30. De toda sorte, nem os esclarecimentos prestados em atenção ao determinado pela SEP sanaram a imprecisão do dispositivo estatutário que estabeleceu a reserva. Nada obstante a Requerente tenha exposto algumas das premissas de seus cálculos para a composição da reserva, o fato é que a obscuridade permanece. Basta dizer, por exemplo, que a companhia pretende incluir perdas passadas no escopo da reserva que explicitamente se propõe a 'prevenir a descapitalização da sociedade em face de desvalorizações monetárias'. 31. A meu juízo, 'prevenir' é um termo que, por definição, só pode se referir a eventos futuros. Assim, a absorção de desvalorizações monetárias já ocorridas pela reserva em análise me parece uma interpretação temerária do estatuto social. E, mais do que temerária, seria também uma medida inusitada, afinal após anos suportando os alegados efeitos da inflação, é difícil crer que a companhia tenha subitamente se dado conta desta situação e decidido pela constituição de reserva de lucros que pretenda recompor o efeito de todo este período. 32. Mas ainda que se admita esta hipótese, nem assim é possível concluir pela legalidade da indigitada reserva, uma vez que ela não está sendo utilizada de forma a atingir sua alegada finalidade. É o que se demonstrará no item seguinte. (...) 33. Por fim, a última e mais incisiva evidência de irregularidade da reserva diz respeito à forma como ela vem sendo utilizada. 34. Supondo, para efeito de argumentação, que todas as considerações acima tecidas pudessem ser superadas e que a reserva seja realmente necessária, seria então forçoso concluir que o valor nela retido deveria ser capitalizado, de forma a cumprir sua finalidade declarada e recompor as perdas sofridas pelo capital social, perdas estas que a companhia estima em R\$ 37.000 (mil). A própria SEP, que inclusive proferiu a decisão recorrida, compartilha este entendimento (fl. 270). 35. Todavia, não é o que ocorre. A companhia mantém saldo na reserva, a

despeito das perdas que alega existir no capital social. Em seu pedido, a Requerente dá a entender que a capitalização é desnecessária, pois os recursos detidos em reservas, assim como aqueles que compõem o capital social, estariam investidos nos próprios ativos da companhia e, desta forma, cumpririam sua finalidade de evitar a distribuição de lucro fictício aos acionistas. 36. Em outras palavras, o que se depreende da manifestação da companhia é que, uma vez que o valor alocado na reserva não será distribuído, logo não acarretará a transferência de 'lucro fictício', é indiferente que tal importância seja ou não capitalizada. 37. *Ora, o pressuposto de toda reserva de lucros é que venha a ser utilizada. Afinal, o montante que a integra pertence, originalmente, aos acionistas e só por via excepcional – e por razões consistentes – lhes pode ser subtraído.* Daí porque tais recursos não podem ficar ociosos, acumulando-se indefinidamente sem destino: se a reserva se presta a evitar a descapitalização da companhia, então é evidente que os recursos nela alocados devem ser incorporados ao capital social. 38. E mais: de acordo com as informações prestadas pela companhia, a reserva em debate se propõe basicamente a fazer frente aos efeitos da inflação, aproximando-se, assim, da reserva de correção monetária, que deixou de ser obrigatória em função da Lei 9.249/1995. Assim, por uma questão de analogia e coerência, a indigitada reserva deveria observar os mesmos princípios da reserva de correção monetária, inclusive a capitalização anual, descrita no art. 167 da Lei 6.404/1976 e no Parecer de Orientação CVM n. 02/1979. 39. Como se nota, mesmo partindo das premissas deduzidas pela companhia, nada, absolutamente nada, justifica a não capitalização dos recursos retidos nas reservas. Ao que tudo indica, tem razão o minoritário reclamante ao sugerir que a não capitalização pretende impor um ritmo mais modesto ao crescimento dos dividendos distribuídos aos acionistas. 40. A propósito, vale lembrar que o estatuto assegura aos titulares de ações preferenciais o dividendo prioritário sobre o que resultar maior na comparação entre (i) 3% do valor do patrimônio líquido da ação e (ii) 12% (ou 8%, conforme a classe) do valor nominal da ação. 41. Assim, se por um lado a retenção de parte do lucro em reservas aumenta o valor do patrimônio líquido da ação, fazendo com que os 3% incidam sobre uma base mais robusta; por outro, o aumento do capital social, com conseqüente majoração do valor nominal das ações, também representaria aumento da base de cálculo dos dividendos das ações preferenciais, um benefício até maior, segundo alega o minoritário reclamante. (...) 42. *Diante do exposto, restam evidentes:*

gatórios, atenda ao interesse social. Mas, a ausência de justificativa efetiva para essa retenção, somada a outros indícios de utilização dos mecanismos de retenção de forma arbitrária pode, definitivamente, levar à anulação da cláusula e/ou de deliberação relacionada.

Em seu inciso III, o art. 194 prescreve que o estatuto social deve estabelecer o limite máximo de cada reserva. Esse limite pode ser qualquer montante, desde que não exceda o limite do art. 199. Limite esse, reitere-se, que diz respeito à *soma* dos saldos de todas as reservas de lucros, exceto as para contingências, de incentivos fiscais e de lucros a realizar, e não ao saldo individual de cada reserva.

Em regra, as companhias estipulam que o saldo das reservas estatutárias seja coincidente com o limite do art. 199, ou seja, que, somado aos saldos das demais reservas de lucros, com as exceções previstas, o montante total não deve ultrapassar o valor do capital social.

De acordo com o art. 199, quando atingido o limite, “a assembleia deliberará sobre a aplicação do excesso na integralização ou no aumento do capital social ou na distribuição de dividendos”.

Essa regra, contudo, parece não fazer sentido com relação às reservas estatutárias. Se essas reservas são uma solução de exceção para a retenção de lucros, que depende de específica previsão e justificativa, qual seria o sentido de permitir que, uma vez atingido certo limite (seja ele o do art. 199 ou da própria reserva), esses valores possam simplesmente ser capitalizados? Ora, a capitalização é destinação di-

versa daquela para a qual os lucros foram retidos, a menos que a retenção tenha sido fundamentada na própria capitalização, com as justificativas adequadas. E, como se viu, há motivos mais do que razoáveis para que os acionistas minoritários prefiram decidir o destino do lucro disponível da companhia por si mesmos do que permitir que eles sejam discricionariamente adicionados ao capital social.

Além disso, se o limite já havia sido atingido, qualquer nova retenção para a referida reserva estatutária viola o disposto no § 6º do art. 202, uma vez que viola o próprio art. 194.

Caso atingido o limite da reserva estatutária, portanto, seja esse limite o definido no estatuto social ou determinado pelo art. 199, não se pode mais destinar lucros para essa reserva. Simplesmente não pode ser aplicável para o caso das reservas estatutárias a solução por meio de capitalização dos lucros nela registrados, para que se abra espaço para mais retenções. Se, por acaso, por qualquer razão, forem retidos lucros em reserva que supere o seu limite, esses lucros devem ser imediatamente distribuídos. Não há outra possibilidade.

Essas são as irregularidades mais comumente encontradas no mercado brasileiro, conforme podem confirmar os dados colhidos e apresentados no início deste estudo. Ainda que as retenções de lucro de caráter genérico e sua utilização discricionária pelos administradores e controladores fizessem sentido do ponto de vista econômico – o que definitivamente não parece ser o caso –, o fato é que essas retenções e utilização são contrárias à lei posta. Definitivamente, a existência de previsão legal expressa de que a finalidade da reserva estatutária deve ser descrita “de modo preciso e completo” deixaria de fazer qualquer sentido se fosse permitido às companhias reter lucro para o desenvolvimento das atividades normais e ordinárias da companhia, ou reter lucro em quantidades arbitrárias, por exemplo.

(i) a ilegalidade na constituição de reserva estatutária capaz de transformar os dividendos mínimos em dividendos máximos, (ii) o descumprimento do art. 194, I, da Lei 6.404/1976 na medida em que sua finalidade é imprecisa e (iii) utilização indevida dos recursos nela alocados. 43. Portanto, voto pelo indeferimento do pedido de reconsideração” (grifado). A respeito, cf. também o processo administrativo CVM n. RJ2001/12367, no qual foi vencido o voto da Diretora Norma Jonssen Parente.

O ideal seria que cada companhia de fato avaliasse a proporção entre distribuição e reinvestimento que melhor se adequa a suas atividades, a cada momento e situação (ou seja, por ocasião do encerramento de cada exercício social, pelo menos). Que cada companhia distribuisse a proporção adequada de dividendos, de acordo com a demanda dos acionistas, a capacidade da companhia e a sinalização desejada ao mercado.⁴⁶ Que cada companhia procurasse projetar a efetiva necessidade de reinvestimento e propusesse à assembleia as retenções necessárias, com base em justificativas claras, completas e precisas. Que os valores retidos fossem efetivamente utilizados de acordo com as finalidades a que se destinaram e que sobre essa utilização fossem prestadas contas, em tempo e detalhamento adequados. Que, caso não utilizados os valores retidos, conforme foi antecipado, esses valores fossem imediatamente distribuídos, em adição a quaisquer dividendos mínimos obrigatórios devidos no exercício em que ocorrer essa distribuição.

Esse comportamento em nada parece crescer aos custos de condução das atividades da companhia. E, ao contrário de implicar menor flexibilidade na utilização do fluxo de caixa livre da companhia, o aumento da transparência e a melhoria do diálogo entre administradores, controladores e minoritários provavelmente promoveria uma maior disposição destes últimos em manterem recursos dentro da companhia,

46. A respeito das informações que a política de dividendos de determinada companhia pode transmitir ao mercado e seus efeitos, cf. Ramasastry Ambarish, Kose John e Joseph Williams, "Efficient signaling with dividends and investments", *Journal of Finance* 42/321 e ss.; Merton Miller e Kevin Rock, "Dividend policy under asymmetric information", *Journal of Finance* 40/1.031 e ss.; Kose John e Joseph Williams, "Dividends, dilution, and taxes: a signaling equilibrium", *Journal of Finance* 40/1.053 e ss.; Sudipto Bhattacharya, "Imperfect information, dividend policy, and 'the bird in the hand fallacy'", *Bell Journal of Economics* 10/259 e ss.; Eastbrook, "Two agency-cost explanations of dividends", art. cit., pp. 651 e 652.

em razão da redução dos riscos de má utilização desses recursos.

Não há razão, ainda, para se argumentar que o detalhamento da reserva estatutária e de sua utilização ao ponto defendido neste estudo levaria à sobreposição entre os institutos do orçamento de capital e da reserva estatutária. A natureza dos dois institutos é diversa, bem como é diversa a forma de constituição das reservas estatutárias e da reserva especial para cumprimento de orçamento de capital. Mas mesmo que as reservas estatutárias e o orçamento de capital de fato se sobreponham em alguma medida, principalmente em sua função, não parece haver aí grande contrassenso da lei. Há duas formas diferentes de se reter lucros, o que tão somente incrementa o instrumental à disposição dos administradores e controladores para conduzirem as atividades empresariais e o diálogo com os acionistas minoritários e potenciais investidores. O que, por outro lado, seria efetivamente incoerente do ponto de vista legislativo é a autorização para que houvesse duas formas de retenção de lucros: uma genérica e sem necessidade especial de transparência ou previsibilidade; outra dependente de orçamento de capital, que deve detalhar fontes de recursos, aplicação dos mesmos e que está submetida a revisão anual da assembleia geral.⁴⁷ Inclusive porque às duas retenções aplica-se o limite do art. 199.⁴⁸

47. O art. 163, § 1º, *in fine*, da Lei das Sociedades por Ações chega a prever, inclusive, a existência de "relatórios de execução de orçamentos", que devem ser submetidos ao conselho fiscal, tal qual os balancetes e demonstrações financeiras da companhia.

48. "O orçamento de capital, nos termos da lei, deverá compreender os recursos econômico-financeiros previstos para serem realizados pela companhia na aquisição, formação e construção de ativos imobilizados ou diferidos e em investimentos que contribuirão para melhoria de gestão empresarial da sociedade. Esse orçamento deverá ser elaborado com toda a fundamentação econômico-financeira possível, com o objetivo de demonstrar inequivocadamente que os recursos correspondentes à

O descumprimento das regras estabelecidas pela Lei das Sociedades por Ações para a retenção de lucros, tanto no que diz respeito à sua criação, quanto naquilo que se refere à destinação de lucros para essa reserva ou a utilização desses lucros, implica responsabilidade dos administradores (arts. 151 a 159) da companhia e dos acionistas que votaram favoravelmente na deliberação correspondente, por abuso de poder de controle ou no exercício do direito de voto (arts. 115 e 117), conforme seja o caso.

As ações contra a companhia de anulação do ato que irregularmente constituiu reserva estatutária ou que constituiu reserva estatutária irregular prescrevem em 3 anos, contados da data do ato (art. 287, II, g). As ações de responsabilidade e de reparação contra administradores, controladores ou acionistas minoritários prescrevem em 3 anos, contados da data do ato, se relacionadas à criação da reserva estatutária ou à destinação de recursos a ela, ou contados da “data da publicação da ata que aprovar o balanço referente ao exercício em que a violação tenha ocorrido” (art. 287, II, b, 2), se relacionadas à utilização irregular dos valores retidos ou à não utilização dos valores retidos em contrariedade com a finalidade da retenção. Também em 3 anos contados da data da publicação da ata que aprovar o balanço referente ao exercício em que a violação tenha ocorrido prescrevem as ações para distribuição como dividendos dos valores retidos, porém não utilizados, em contrariedade com a finalidade da retenção.⁴⁹

parcela de lucro retida serão, de fato, aplicados como previsto no orçamento de capital” (Carvalhosa, *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, vol. 3, ob. cit., p. 751).

49. Sobre as ações de responsabilidade, cf., na doutrina nacional, p. ex., Marcelo Vieira von Adamek, *Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas*. Sobre a responsabilidade dos administradores, de maneira geral, cf. Paulo Fernandes Campos Salles de Toledo, *O Conselho de Administração na Sociedade Anônima*, 2ª ed.;

15. A manipulação do art. 194 da Lei das S/A e o que isso diz a respeito do estágio de evolução do mercado de ações brasileiro

A forma como as reservas estatutárias vem sendo utilizadas no país demonstra, no mínimo, a grande resistência do mercado nacional em reconhecer a necessidade de compartilhamento relativo do poder sobre as decisões tomadas em relação à companhia.

Como mencionado anteriormente, o mercado de capitais brasileiro cresceu vigorosamente nos últimos anos. Parte dos benefícios desse crescimento, para a economia nacional e para as próprias companhias e controladores, é o aumento da base de investidores. Parte da consequência desse aumento é o obrigatório compartilhamento do controle com mais sócios, a obrigatória fiscalização por mais olhos.

Não é possível explorar os benefícios e, ao mesmo tempo, destacar os efeitos que a eles veem associados. No curto prazo pode até ocorrer, mas no longo prazo essa situação não se sustenta logicamente. Por um certo período, pode ser possível captar mais recursos do que nunca no mercado e resistir aos efeitos que essa nova situação gera sobre a estrutura do controle das companhias. Mas se essa resistência persiste, sem que haja intervenção regulatória ou institucional que equilibre as forças em jogo, o resultado será a retração da nova base de investidores criada. Em outras palavras, logo os investidores perceberão a delimitação exata dos riscos a que estão submetidos e a oferta de capital se reduzirá ou se encarecerá.

Flávia Parente, *O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas*; Renato Ventura Ribeiro, *Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades*. Especificamente relacionado aos administradores de companhias abertas: Nelson Eizirik, Ariádna B. Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques, *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*, pp. 391 e ss.

A resistência cultural à evolução do mercado de capitais pode levar à limitação dessa evolução ou à sua anulação. As forças econômicas não esperam que todas as estruturas de uma sociedade as acompanhem de forma harmônica e consistente. O desenvolvimento econômico ocorre de maneira dispersa, inercial, elástica e disforme. Nem todas as instituições de um país reagem com a mesma velocidade e coerência aos estímulos econômicos. O mesmo ocorre com o quadro de valores de uma sociedade. Com o direito, a capacidade de reação é ainda mais lenta. A configuração final, a amplitude de cada movimento evolucionário, dependerá da resultante entre as diversas forças que atuam e se chocam em um mesmo ambiente e tempo, sendo o mais forte dos vetores, contemporaneamente, os incentivos econômicos.⁵⁰

O resultado do confronto entre as forças econômicas, as instituições e os valores de uma determinada sociedade podem ser influenciados e otimizados pela intervenção política, ainda que os instrumentos políticos estejam submetidos aos mesmos fatores que afetam toda a sociedade. A intervenção legislativa, regulatória ou por meio do Poder Judiciário pode contribuir para que fatores diversos da sociedade

50. Sobre a influência das raízes culturais na resistência à absorção de tendências econômicas e jurídicas, suas razões, seus efeitos e uma análise pela ótica jurídica do conceito de *path dependency*, cf., p. ex., Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Sheleifer e Robert W. Vishny, "Legal determinants of external finance", *Journal of Finance* 52/1.131-1.150; Mark Roe e Lucian Bebchuk, "A theory of path dependence in corporate governance and ownership", *Stanford Law Review* 52/781; Mark Roe, "Political determinants of corporate governance", Oxford University Press; Ron Gilson e Jeffrey Gordon, "Controlling controlling shareholders", *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 152, n. 2, pp. 785-843; Ron Gilson, "Controlling shareholders and corporate governance: complicating the comparative taxonomy", *Harvard Law Review*, vol. 119, n. 6, pp. 1.642-1.679; Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Sheleifer e Robert W. Vishny, "Corporate ownership around the world", *Journal of Finance* 54/471-518.

converjam para um mesmo objetivo considerado superior.⁵¹

Aparentemente, o que ocorre atualmente no mercado acionário brasileiro é um descompasso entre o seu crescimento econômico e a acomodação dos efeitos desse crescimento nas estruturas históricas e culturais do país. Os elementos culturais da sociedade, fortemente correlacionados a um histórico de concentração de poder e descumprimento legal, ainda não convergiram com as linhas de evolução do desenvolvimento econômico do mercado de capitais. Pelo menos não na mesma forma como a expansão do mercado brasileiro vem sendo alardeada dentro e fora do país nos últimos anos.

E os indícios de que essa conclusão pode ser verdadeira no mercado de capitais brasileiro não decorre apenas do exame da forma de utilização das reservas estatutárias. Há outros fatos que sugerem conclusões semelhantes.

Entre eles, a adoção em massa e padronizada, por companhias abertas brasileiras, principalmente a partir de 2007, de determinada espécie de cláusula estatutária de proteção contra tomada hostil de controle. O que pode ser categorizado como "*poison pills* brasileiras" pode também ser classificado como uma reação desproporcional e pouco refletida a uma realidade que estava e ainda está muito distante de se materializar. Uma reação que em muito reflete o temor com que a sociedade brasileira enxerga a divisão de poder. No caso do ambiente empresarial, a divisão do poder de controle e a redução da capacidade de extração de benefícios privados desse controle.⁵²

51. John Coffee Jr., "The rise of dispersed ownership: the roles of law and the state in the separation of ownership and control", *Yale Law Journal* 111/1.

52. Modesto Carvalhosa, "As *poison pills* estatutárias na prática brasileira – Alguns aspectos de sua legalidade", in Rodrigo R. Monteiro de Castro e Leandro Santo de Aragão (coords.), *Direito Societá-*

Tanto que, tomadas em conjunto, tais cláusulas praticamente inviabilizaram a criação de um mercado de controle no país, ferramenta mais do que benéfica para o desenvolvimento de qualquer mercado de capitais. Essa inviabilização dava-se não apenas pela elevação do custo das tomadas de controle a níveis insuperáveis, por meio de previsões estatutárias que obrigavam a realização de oferta pública de aquisição de ações sob diversas condições sempre que qualquer acionista superasse determinado limite de participação acionária, como também pela fixação de mecanismos que na prática impossibilitavam qualquer hipótese de modificação das referidas previsões estatutárias.

Não por acaso, a Comissão de Valores Mobiliários, por meio do Parecer de Orientação CVM n. 36, de 23 de junho de 2009, esclareceu que “não aplicará penalidades, em processos administrativos sancionadores, aos acionistas que, nos termos da legislação em vigor, votarem pela supressão ou alteração da cláusula de proteção à dispersão acionária, ainda que não realizem a oferta pública prevista na disposição acessória”.

Mais recentemente, no segundo semestre de 2010, foi colocada em votação a reforma de determinados pontos dos regulamentos dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BM&F Bovespa. Os itens rejeitados pelas companhias listadas nos referidos segmentos diziam respeito a mecanismos de incentivo à dispersão acionária, aumento do número de conselheiros independentes na administração das companhias e a obrigatoriedade da constituição de um comitê de auditoria. A rejeição desses itens gerou uma sensação de fracasso da reforma no mercado e deixou a impressão que a governança corporativa

rio: *Desafios Atuais*, e Eduardo Secchi Munhoz, “Transferência de controle nas companhias sem controlador majoritário”, in Rodrigo R. Monteiro de Castro e Luis Andre de Moura Azevedo (coords.), *Poder de Controle e outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*, pp. 285-324.

vinha sendo ofertada no país muito mais como um instrumento de *marketing* do que como reflexo da efetiva disposição dos agentes do mercado em trocar poder por incremento na capacidade de captação.⁵³

Um ano antes, em artigo baseado em consistente observação estatística, Bernard Black, Antonio Gledson de Carvalho e Érica Gorga já concluíam que “[b]oard independence is an area of notable weakness” no Brasil, que no país o nível de “[f]inancial disclosure lags behind world standards” e que “[a]udit committees are uncommon” nas companhias nacionais.⁵⁴

Esses são fatos que demonstram que a manutenção do crescimento do mercado de capitais brasileiro, e a sustentabilidade desse crescimento no longo prazo, ainda podem depender de um grau significativo de ajustes e intervenções, sejam elas regulatórias, legislativas ou, com menor probabilidade, decorrentes de iniciativas dos próprios agentes que comandam o mercado.

16. O dividendo mínimo obrigatório ainda possui uma função a cumprir

No item 6 deste estudo foi registrado o questionamento a respeito da possibilidade de se afrouxar os controles representados pela disciplina legal do dividendo mínimo obrigatório, em benefício da maior liberdade para as companhias utilizarem o seu fluxo de caixa livre.

Essa flexibilização decorreria da suposta maior transparência e razoabilidade com as quais o mercado de capitais vem operando no Brasil nos últimos anos. A melhoria do diálogo entre acionistas con-

53. A esse respeito, a reportagem do jornal *Valor Econômico*, de 10.9.2010, em cujo título se lê: “Fracassa Reforma do Novo Mercado” e em cujo conteúdo se encontra simbólica passagem, atribuída a Arminio Fraga, para quem o “processo de discussão deixou no ar um cheiro ‘de Brasil velho’”.

54. Bernard S. Black, Antonio Gledson de Carvalho e Érica Gorga, “The corporate governance of privately controlled brazilian firms”, *Revista Brasileira de Finanças*, vol. 7, n. 4, 2009, pp. 385 e ss.

troladores, administradores e investidores, refletida nos movimentos de incremento das práticas de governança corporativa difundidos pelo país, contribuiria para reduzir os riscos da subtração do dividendo mínimo obrigatório. E o maior respeito e executabilidade dos direitos dos minoritários, se verdadeiros, arremataria o conjunto e finalmente dispensaria o instrumento expressamente paternalista consubstanciado no direito ao dividendo mínimo obrigatório.

Ao que parece, contudo, o mercado brasileiro ainda não atingiu esse nível. Ainda há falhas relevantes na transmissão de informações e no tratamento dos acionistas minoritários no país. Não obstante os progressos realizados nos últimos anos, as companhias brasileiras ainda não se provaram capazes de atuarem livremente em certas matérias, que ainda dependem de reequilíbrio regulatório. E o sistema judiciário, reconhecidamente ineficaz, particularmente em assuntos de direito societário e mercado de capitais, em nada evoluiu.

Subtrair a disciplina do dividendo mínimo obrigatório, nesse momento, traria mais desestímulos do que incentivos para o desenvolvimento do mercado de capitais. O histórico do ambiente societário nacional não foi capaz de construir uma reputação de confiabilidade satisfatória quanto à utilização por controladores tradicionais das sobras de lucro pertencentes à coletividade dos acionistas.

Como deixam claro as considerações e dados apresentados neste estudo, o mercado brasileiro aparentemente ainda não sabe lidar de maneira eficiente com as particularidades envolvidas na decisão de utilização do fluxo de caixa livre das companhias. E o respeito pelos interesses dos acionistas minoritários definitivamente não é a preocupação principal de administradores e controladores no curso da decisão a respeito da razão entre distribuição e reinvestimento.

Nesse contexto, o dividendo mínimo obrigatório ainda se mostra eficaz como

doador de segurança a investidores quanto ao destino de ao menos uma parte dos frutos financeiros de seu investimento.

Tudo indica que da ausência de regras quanto ao direito a um dividendo mínimo obrigatório decorreria a tendência de utilização ainda mais discricionária e não criteriosa dos lucros sociais. Isso não significa dizer que o volume de dividendos distribuídos iria necessariamente diminuir. Provavelmente isso ocorreria, no entanto. E certamente esse volume não aumentaria. Mas o mais importante é que, com isso, seria aumentado o espectro sobre o qual atuariam os incentivos e interesses individuais dos administradores e controladores. Estes passariam a poder mais livremente pretender controlar todo o lucro líquido e não apenas 75% (ou a diferença entre 100% e o mínimo obrigatório estipulado).

Se com todas as regras existentes atualmente pouco se consegue assegurar a adequada transparência, razoabilidade e previsibilidade na utilização dos lucros sociais, pouco provável que essa situação melhore se retirado dos acionistas o direito ao dividendo mínimo obrigatório tal como se encontra regulado pela Lei das Sociedades por Ações.

O dividendo mínimo obrigatório ainda é necessário para que se pretenda um equilíbrio entre os interesses e incentivos dos diversos grupos que influenciam a decisão societária de destinação dos lucros sociais. E esse equilíbrio é continuamente necessário para um mercado de capitais que pretenda continuar em seu rumo de desenvolvimento.

A disciplina do dividendo mínimo obrigatório pode ser limitadora ao desempenho das companhias, por certo ponto de vista. Mas as eventuais restrições que pode causar ainda não superam os benefícios que geram para o mercado de maneira geral. Assim se entendeu na época da elaboração da Lei das Sociedades por Ações e assim ainda hoje se deve entender. Até que os valores e as instituições da sociedade

permitam-se convergir com os impulsos econômicos e com o potencial de desenvolvimento do Brasil.

17. Conclusão

Quatro conclusões foram adiantadas no início deste estudo e confirmadas ao longo dos últimos dezesseis itens. São elas:

(1) as companhias brasileiras possuem tendência significativa à retenção de lucros;

(2) o conceito do dividendo mínimo obrigatório ainda é referencial para essas companhias, que o veem como um “*benchmark*” para a distribuição de dividendo e não como uma solução contratual de diálogo entre acionistas e controladores, baseada na efetiva necessidade de cada companhia, a cada momento, de autofinanciamento;

(3) a avaliação dos efeitos econômicos da distribuição ou retenção dos dividendos ainda é pouco profunda entre as companhias nacionais, o que se mostra pela baixa variabilidade na forma como o dividendo mínimo obrigatório é calculado e distribuído; e

(4) os incentivos econômicos e culturais para a retenção genérica dos lucros sociais, e consequente utilização discricionária dos mesmos, ainda é relevante no país, conforme demonstram a natureza e o teor das reservas estatutárias criadas.

Foram apresentados e examinados dados que contribuem para a ilustração dessas constatações. Ao mesmo tempo, foram desenvolvidas reflexões a respeito das causas e consequências da forma como as companhias brasileiras lidam com a decisão de alocação dos lucros sociais, especialmente com relação à disciplina das reservas estatutárias.

Foi identificada, por meio das reflexões mencionadas, uma provável defasagem entre a evolução econômica do mercado de capitais no Brasil e a evolução cultural dos agentes, valores e instituições que atuam nesse mercado.

A forma como a disciplina das reservas estatutárias é manipulada pelas companhias brasileiras é um exemplo específico dessa defasagem.

Uma primeira implicação dessa defasagem é a pertinência da manutenção do regime legal do dividendo mínimo obrigatório, que ainda possui um papel desenvolvimentista a cumprir no mercado brasileiro.

Uma segunda implicação, mais ampla e ainda mais relevante, é a de que a resistências das estruturas culturais brasileiras aos ímpetus econômicos mostra-se como um efetivo limitador do desenvolvimento sustentado e de longo prazo do mercado de capitais nacional.

Bibliografia

- ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas*. São Paulo, Saraiva, 2009.
- AMBARISH, Ramasastry, JOHN, Kose, e WILLIAMS, Joseph. “Efficient signaling with dividends and investments”, in *Journal of Finance* 42/321 e ss., 1987.
- ASCARELLI, Tullio. *Corso di Diritto Commerciale*. Milão, Giuffrè, 1962, pp. 196 e ss.
- _____. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. São Paulo, Saraiva, 1945, pp. 296 e 297
- _____. *Problemi Giuridici*. Milão, Giuffrè, 1959, pp. 286 e ss.
- ASQUINI, Alberto. “I battelli del reno”, in *Rivista delle Società*, 1959, p. 617.
- BULGARELLI, Waldirio. *Comentários à Lei das Sociedades por Ações*. vol. 4. São Paulo, Saraiva, 1978.
- _____. *Regime Jurídico do Conselho Fiscal das S/A*. Rio de Janeiro, Renovar, 1998.
- BHATTACHARYA, Sudipto. “Imperfect information, dividend policy, and ‘the bird in the hand fallacy’”, in *Bell Journal of Economics* 10/259 e ss., 1979.
- BLACK, Bernard S., CARVALHO, Antonio Gledson de, e GORGA, Érica. “The cor-

- porate governance of privately controlled Brazilian firms”, in *Revista Brasileira de Finanças*, vol. 7, n. 4, 2009, pp. 385 e ss.
- BLACK, Fischer, e SHOLES, Myron. “The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns”, in *Journal of Financial Economics* 1/1 e ss., 1974.
- BRUDNEY, Victor. “Dividends, discretion, and disclosure”, in *Virginia Law Review* 66/85 e ss., 1980.
- CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *Reforma da Lei das S/A*. Rio de Janeiro, Renovar, 2002.
- CARVALHOSA, Modesto. “As poison pills estatutárias na prática brasileira – alguns aspectos de sua legalidade”, in CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de, e ARAGÃO, Leandro Santo de (coords.). *Direito Societário: Desafios Atuais*. São Paulo, Quartier Latin, 2008.
- _____. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. vol. 3, 3ª ed. São Paulo, Saraiva, 2003.
- COFFEE JR., John. “The rise of dispersed ownership: the roles of law and the state in the separation of ownership and control”, *Yale Law Journal* 111/1, 2001.
- COMPARATO, Fábio Konder. “A constituição da reserva de lucros a realizar e o dividendo mínimo obrigatório”, in *Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro, Forense, 1981, pp. 146 e ss.
- _____. *Aspectos Jurídicos da Macroempresa*. São Paulo, Ed. RT, 1970.
- _____. “O direito ao lucro nos contratos sociais”, in *Direito Empresarial – Estudos e Pareceres*. São Paulo, Saraiva, 1995, pp. 150 e ss.
- COZIAN, Maurice et al. *Droit des Sociétés*. 18ª ed. Paris, Litec, 2005.
- DYCK, Alexander, e ZINGALES, Luigi. “Private benefits of control: an international comparison”, *The Journal of Finance*, vol. LIX, n. 2, pp. 537-600, 2004.
- EASTERBROOK, Frank. “Two agency-cost explanations of dividends”, in *The American Economic Review*, vol. 74, n. 4, set./1984, pp. 650 e ss.
- EIZIRIK, Nelson. “Conselho fiscal”, in LOBO, Jorge (org.). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro, Forense, 2003, pp. 453 e ss.
- EIZIRIK, Nelson, GAAL, Ariádna B., PARENTE, Flávia, e HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. Rio de Janeiro, Renovar, 2008.
- EIZIRIK, Nelson, e CARVALHOSA, Modesto. *A Nova Lei das S/A*. São Paulo, Saraiva, 2002.
- ELTON, Edwin J., e GRUBER, Martin J. “Marginal stockholder tax rates and the clientele effect”, in *The Review of Economics and Statistics* 52/68 e ss., 1970.
- ESTACA, José Nuno Marques. *O Interesse da Sociedade nas Deliberações Sociais*. Coimbra, Almedina, 2003.
- FERREIRA, Waldemar. *Tratado de Direito Comercial*. vol. 4. São Paulo, Saraiva, 1961.
- FISCHEL, Daniel R. “The law and economics of dividend policy”, in *Virginia Law Review*, vol. 67, n. 4, 1981, pp. 699 e ss.
- FLUCK, Zsuzsanna. “Optimal financial contracts: debt versus outside equity”, in *Review of Financial Studies* 11/383 e ss., 1998.
- _____. “The dynamics of the management-shareholder conflict”, in *Review of Financial Studies* 12/347 e ss., 1999.
- FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Conflito de Interesses nas Assembleias de S/A*. São Paulo, Malheiros Editores, 1993.
- _____. *Invalidade das Deliberações de Assembleias das S/A*. São Paulo, Malheiros Editores, 1999.
- _____. “Invalidade de deliberações conexas de companhia”, in *RDM* 145/255 e ss., 2007.
- _____. “Lineamentos da reforma do direito societário italiano em matéria de invalidade das deliberações assembleares”, in *RDM* 134/12 e ss., 2004.
- _____. “Excerto do direito societário I – Fundamentos”, in *RDM* 143/66, São Paulo, Malheiros Editores, 2010. Trecho traduzido para o português da obra de WIEDEMANN, Herbert. *Gesellschaftsrecht I – Grundlagen*. Munique, Beck, 1980.

- GILSON, Ron. "Controlling shareholders and corporate governance: complicating the comparative taxonomy", *Harvard Law Review*, vol. 119, n. 6, pp. 1.642-1.679.
- _____, e GORDON, Jeffrey. "Controlling controlling shareholders", *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 152, n. 2, pp. 785-843, 2003.
- GORDON, Myron J. "Dividends, earnings, and stock prices", in *Review of Economics and Statistics*, vol. 41, 1959, pp. 99 e ss.
- GORGA, Erica. "Changing the paradigm of stock ownership from concentrates towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries", *Cornell Law Faculty Working Papers*, paper 42, 2008.
- GUERREIRO, José Alexandre Tavares. "O Conselho fiscal e o direito à informação", in *RDM* 45/29 e ss., 1982.
- HARBICH, Ricco. *Conceito e Destinação do Lucro na Nova Lei das Sociedades por Ações*. 2ª ed. São Paulo, Ed. RT, 1980.
- HART, Oliver D., e MOORE, John. "A theory of debt based on inalienability of human capital", in *Quarterly Journal of Economics* 109/841 e ss., 1994.
- HEURTEUX, Claude. "L'information des actionnaires et des épargnants – Étude comparative", in *Bibliothèque de Droit Commercial*. t. 1. Paris, Sirey, 1961.
- IUDICIBUS, Sérgio de, MARTINS, Elizeu, e GELBCKE, Ernesto Rubens. *Manual de Contabilidade das Sociedades por Ações – Aplicável às demais Sociedades*. 6ª ed. São Paulo, Atlas, 2003.
- JAEGER, Pier Giusto. *L'Interesse Sociale*. Milão, Giuffrè, 1964.
- _____. "L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)", in *Giurisprudenza Commerciale*. Parte I. 2000.
- JENSEN, Michael. "Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers", in *American Economic Review Papers and Proceedings* 76/323 e ss., 1986.
- _____, e MECKLING, William H. "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", in *Journal of Financial Economics*, n. 3, fasc. 4, out./1976, pp. 305 e ss.
- JOHN, Kose, e WILLIAMS, Joseph. "Dividends, dilution, and taxes: a signaling equilibrium", in *Journal of Finance* 40/1.053 e ss., 1985.
- LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei, e VISHNY, Robert W. "Agency problems and dividend policies around the world", in *Journal of Finance*, vol. 55, n. 1, 2000, pp. 1 e ss.
- _____. "Corporate ownership around the world", *Journal of Finance* 54/471-518, 1999.
- _____. "Legal determinants of external finance", *Journal of Finance* 52/1.131-1.150, 1997.
- LAMY FILHO, Alfredo, e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S/A*. 3ª ed. Rio de Janeiro, Renovar, 1997.
- LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Do Direito do Acionista ao Dividendo*. São Paulo, Obelisco, 1969.
- _____. *Mercado de Capitais & "Insider Trading"*. São Paulo, Ed. RT, 1982.
- _____. "Conselho fiscal e as empresas de auditoria", in *Pareceres*. vol. 1. São Paulo, Singular, 2004, pp. 597 e ss.
- _____. "Conselho fiscal e auditoria", in *Pareceres*. vol. 2. São Paulo, Singular, 2004, pp. 911 e ss.
- _____. "Dividendo obrigatório e participação dos administradores nos lucros da companhia", in *Estudos e Pareceres sobre Sociedades Anônimas*. São Paulo, Ed. RT, 1989, pp. 198 e ss. Também publicado em *Pareceres*. vol. 1. São Paulo, Singular, 2004, pp. 47 e ss.
- _____. "Funcionamento do conselho fiscal nas companhias abertas", in *Pareceres*. vol. 2. São Paulo, Singular, 2004, pp. 1.277 e ss.
- LINTNER, John. "Optimal dividends and corporate growth under uncertainty", in *Quarterly Journal of Economics* 78/49 e ss., 1964.
- LITZENBERGER, Robert H., e RAMASWAMY, Krishna. "Dividends, short selling restrictions, tax-induced investors clientele and market equilibrium", in *Journal of Finance* 35/469 e ss., 1980.

- LOBO XAVIER, Vasco da Gama. *Anulação de Deliberação Social e Deliberações Conexas*. Coimbra, Atlântida, 1976.
- _____, e COELHO, Maria Ângela. “Lucro obtido no exercício, lucro do balanço e lucro distribuível”, in *Revista de Direito e Economia*, n. 2, ano 7, Portugal.
- MARCONDES, Sylvio. *Questões de Direito Mercantil*. São Paulo, Saraiva, 1977.
- MENEZES CORDEIRO, António. *Manual de Direito das Sociedades*. vols. 1 e 2. Coimbra, Almedina, 2004 e 2006.
- MILLER, Merton, e ROCK, Kevin. “Dividend policy under asymmetric information”, in *Journal of Finance* 40/1.031 e ss., 1985.
- MODIGLIANI, Franco, e MILLER, Merton H. “Corporate income, taxes and the cost of capital: a correction”, in *The American Economic Review* 53/433 e ss., 1963.
- _____. “Dividend policy, growth, and the valuation of shares”, in *Journal of Business* 34/411 e ss., 1961.
- _____. “The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment”, in *American Economic Review* 48/261 e ss., 1958.
- MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Empresa Contemporânea e Direito Societário – Poder de Controle e Grupos de Sociedades*. São Paulo, Juarez de Oliveira, 2002.
- _____. “Desafios do direito societário brasileiro na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle”, in CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de, e ARAGÃO, Leandro Santo de (coords.). *Direito Societário: Desafios Atuais*. São Paulo, Quartier Latin, 2008.
- _____. “Transferência de controle nas companhias sem controlador majoritário”, in CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de, e AZEVEDO, Luís Andre de Moura (coords.). *Poder de Controle e outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*. São Paulo, Quartier Latin, 2010, pp. 285-324.
- NENOVA, Tatiana. “The value of corporate votes and control benefits: a cross-country analysis”, *Journal of Financial Economics* 68/325-351, 2001.
- PARENTE, Flávia. *O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro, Renovar, 2005.
- PENTEADO, Mauro Rodrigues. *Dissolução e Liquidação de Sociedades*. 2ª ed. São Paulo, Saraiva, 2000.
- PETTIT, Richardson R. “Taxes, transactions costs and clientele effects of dividends”, *Journal of Financial Economics* 5/419 e ss., 1977.
- PITA, Manuel António. *Direito aos Lucros*. Coimbra, Almedina, 1989, pp. 1 e ss.
- RIBEIRO, Renato Ventura. *Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades*. São Paulo, Quartier Latin, 2006.
- RIPERT, Georges. *Aspects Juridiques du Capitalisme Moderne*. 2ª ed. Paris, LGDJ, 1951.
- _____, e ROBLOT, René. *Traité de Droit Commercial*. 17ª ed., t. 1. Paris, LGDJ, 1998.
- ROBERT, Bruno. *Dividendo Mínimo Obrigatório nas S/A – Apuração, Declaração e Pagamento*. São Paulo, Quartier Latin, 2011.
- ROE, Mark. *Political Determinants of Corporate Governance*. Oxford University Press, 2003.
- _____, e BEBCHUK, Lucian. “A theory of path dependence in corporate governance and ownership”, in *Stanford Law Review* 52/781, 1999.
- SAMPAIO AMARAL, Paulo Afonso. “Aspectos do lucro e sua distribuição”, in *RDM* 31/65 e ss., 1978.
- SANTOS, Jurandir dos. “Política de dividendos – Destinação do resultado do exercício”, in MARTINS, Ives Gandra da Silva, e VIDIGAL, Geraldo de Camargo (orgs.). *Sociedades por Ações* 23. São Paulo, Resenha Universitária, 1984.
- TOLEDO, Paulo Fernandes Campos Salles de. *O Conselho de Administração na Sociedade Anônima*. 2ª ed. São Paulo, Atlas, 1999.
- VIDIGAL, Geraldo de Camargo, e MARTINS, Ives Gandra da Silva. *Comentários à Lei de Sociedades por Ações* 4. São Paulo, Resenha Universitária, 1982.

WALD, Arnoldo. “A sociedade de capital aberto e a informação do acionista”, in *Estudos e Pareceres de Direito Comercial*. São Paulo, Ed. RT, 1972, pp. 209 e ss.

WIEDEMANN, Herbert. *Gesellschaftsrecht I – Grundlagen*. Munique, Beck,

1980. Trecho traduzido para o português por Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, “Excerto do direito societário I – Fundamentos”, in *RDM* 143/66, São Paulo, Malheiros Editores, 2010.

TABELA 1

	Nível 1	Nível 2	Novo Mercado	Totais
Número de companhias analisadas	39/39	17/17	119/119	175/175
Dividendo mínimo obrigatório = 25%	29	15	103	147
	39	17	119	175
Estatuto social omissivo quanto à distribuição de dividendos	0	0	0	0
	39	17	119	175
Definição acima de 25%	9	1	10	20
	39	17	119	175
Forma diferenciada de distribuição	1	1	4	6
	39	17	119	175
Reserva estatutária prevista	29	11	76	116
	39	17	119	175
Reserva estatutária que pode absorver todo o saldo do lucro líquido	19	11	68	98
	39	17	119	175
Obteve lucro em 2010	36	15	95	146
	39	17	119	175
Distribuição equivalente ao mínimo obrigatório (até 5% a mais)	14	3	45	62
	39	17	119	175
Distribuição maior que o mínimo obrigatório	23	10	50	83
	39	17	119	175
Distribuição menor que o mínimo obrigatório		0	3	3
	39	17	119	175
Pagamento de juros sobre o capital próprio	27	6	31	64
	39	17	119	175
Todo a diferença destinada a reserva estatutária	14	1	32	47
	39	17	119	175

	Nível 1	Nível 2	Novo Mercado	Totais
Toda a diferença destinada a orçamento de capital	2	3	12	17
	39	17	119	175
Toda a diferença destinada a reserva estatutária ou orçamento de capital	16	4	55	75
	39	17	119	175
Reserva para investimentos genéricos	13	7	41	61
	39	17	119	175
Reserva para expansão genérica	9	4	42	55
	39	17	119	175
Reserva para equalização de dividendos	10	2	16	28
	39	17	119	175
Reserva para capital de giro ou atividades operacionais	14	5	35	54
	39	17	119	175
Reserva para recompra de ações	1	3	7	11
	39	17	119	175
Reserva para aumento de capital	6	5	16	27
	39	17	119	175
Denominação: capital de giro, aumento de capital, estatutária, investimento, expansão, reinvestimento, lucros	27	12	58	97
	39	17	119	175
Destinação para a reserva sem que haja previsão estatutária	8	1	18	27
	39	17	119	175
Retenção integral com base no art. 202, § 5º	1	0	1	2
	39	17	119	175
Distribuição igual ou superior a 50%	11	7	32	50
	39	17	119	175
Distribuição igual ou superior a 80%	4	5	17	26
	39	17	119	175
Distribuição igual ou superior a 90%	3	3	14	20
	39	17	119	175
Distribuição igual ou superior a 100%	2	2	8	12
	39	17	119	175
Lucro líquido somado em 2010	R\$190.397.728.440,68	R\$8.869.816.320,69	R\$41.024.860.316,13	R\$240.292.405.077,50

	Nível 1	Nível 2	Novo Mercado	Totais
Valor distribuído em 2010	R\$27.849.641.709,58	R\$6.872.338.722,05	R\$19.711.786.363,30	R\$54.433.766.794,93
Média das distribuições em 2010	53%	47%	38%	42%
Mediana das distribuições em 2010	35%	45%	29%	31%
Valor retido em 2010	R\$157.845.631.703,12	R\$1.458.670.035,84	R\$21.136.868.467,65	R\$180.441.170.206,61
Média dos valores retidos em 2010	49%	35%	45%	45%
Mediana dos valores retidos em 2010	59%	34%	56%	55%

GRÁFICO 1



