

**REVISTA SEMESTRAL DE
DIREITO EMPRESARIAL**

Nº 8

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da
Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Rio de Janeiro
Janeiro / Junho de 2011

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (Prof. Alexandre Ferreira de Assumpção Alves, Prof. Eduardo Henrique Raymundo Von Adamovich, Prof. João Batista Berthier Leite Soares, Prof. José Carlos Vaz e Dias, Prof. José Gabriel Assis de Almeida, Prof. Leonardo da Silva Sant'Anna, Prof. Marcelo Leonardo Tavares; Prof. Mauricio Moreira Mendonça de Menezes, Prof. Rodrigo Lychowski, Prof. Sérgio Murilo Santos Campinho e Prof. Valter Shuenquener de Araújo).

Coordenação: Sérgio Murilo Santos Campinho e Mauricio Moreira Mendonça de Menezes.

Conselho Editorial: Alexandre Ferreira de Assumpção Alves (UERJ), Arnaldo Wald (UERJ), Carmem Tibúrcio (UERJ), Fábio Ulhoa Coelho (PUC-SP), Jean E. Kalicki (Georgetown University Law School), John H. Rooney Jr. (University of Miami Law School), José Carlos Vaz e Dias (UERJ), José de Oliveira Ascensão (Universidade Clássica de Lisboa), José Gabriel Assis de Almeida (UERJ), Leonardo Greco (UERJ), Marie-Hélène Bon (Université des Sciences Sociales de Toulouse 1 e Centre de Droit des Affaires de l'Université des Sciences Sociales de Toulouse), Peter-Christian Müller-Graff (Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg), Sérgio Murilo Santos Campinho (UERJ), Theóphilo de Azeredo Santos (UNESA) e Werner Ebke (Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg).

Conselho Executivo: Carlos Martins Neto, Leonardo da Silva Sant'Anna, Mariana Pinto, Mauricio Moreira Mendonça de Menezes, Rosany Fagundes, Valter Shuenquener de Araújo e Viviane Perez.

PATROCINADORES:



ISSN 1983-5264

CIP-Brasil. Catalogação-na-fonte
Sindicato Nacional dos Editores de Livros, RJ.

Revista semestral de direito empresarial. — nº 8 (janeiro/julho 2011)
. — Rio de Janeiro: Renovar, 2007-.

v.

UERJ
Campinho Advogados
Bocater, Camargo, Costa e Silva Advogados Associados

Semestral

1. Direito — Periódicos brasileiros e estrangeiros.

94-1416.

CDU — 236(104)

Colaboraram neste número

Caetano Penna Franco Altafin Rodrigues da Cunha

LLM Harvard Law School. Advogado associado do escritório Simpson Thacher & Bartlett LLP (Nova Iorque).

Carla Wainer Chalréo Igow

Mestranda em Direito Civil pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro — UERJ. Advogada no Rio de Janeiro.

Carlos Martins Neto

Professor de Direito de Empresa da Faculdade de Direito — Centro, da Universidade Candido Mendes — UCAM. Advogado no Rio de Janeiro.

Carmen Tiburcio

Professora Adjunta de Direito Internacional Privado da Universidade Estadual do Rio de Janeiro — UERJ e da pós graduação da UGF. Mestre e Doutora em Direito Internacional Privado pela Universidade de Virginia, nos Estados Unidos.

Cristina Celeste Marzo

Mestranda em Direito Societário pela Universidade de Warwick — UK.

José Luiz Braga

Professor Assistente de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade Católica de Petrópolis. Advogado no Rio de Janeiro e em São Paulo.

Leonardo Macedo Poli

Doutor em Direito Civil pela UFMG. Mestre em Direito Privado pela PUCMINAS. Professor na UFMG, PUCMINAS e Universidade FUMEC. Coordenador do Programa de Pós-Graduação da PUCMINAS. Advogado e consultor jurídico.

Lucia Helena Salgado

Professora Adjunta da Faculdade de Ciências Econômicas da UERJ e Coordenadora de Estudos de Regulação e Mercados do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada — IPEA.

Luciana Costa Poli

Doutoranda em Direito Privado pela PUCMINAS. Mestre em Direito pela Universidade Fumec. Professora na Escola Superior Dom Helder Câmara, na PUCMINAS e no Instituto de Educação Continuada IEC/PUCMINAS. Advogada e consultora jurídica.

Luís Fernando Paiva

Mestre em Direito das Relações Sociais pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. Integrou a Comissão Interministerial que deu redação final à Nova Lei de Recuperação de Empresas e Falências. Foi coordenador de cursos sobre a nova Lei de Falências para membros do Poder Judiciário e Ministério Público pela FGV-SP e do “Curso de Recuperação de Empresas e a Falência Sob a Ótica da Nova Legislação Falimentar” da FGV — GVlaw. Autor de diversos artigos e capítulos de livros publicados no Brasil e exterior sobre Direito Falimentar. Sócio de Pinheiro Neto Advogados.

Maria Isabel Bocater

Mestre em Direito Societário pela *New York University*. Advogada no Rio de Janeiro e em São Paulo.

Sumário

DIREITO SOCIETÁRIO

DIFERIMENTO DO PAGAMENTO DE DIVIDENDOS OBRIGATÓRIOS EM RAZÃO DE SITUAÇÃO FINANCEIRA INCOMPATÍVEL: CONSIDERAÇÕES SOBRE A INTELIGÊNCIA DO ART. 202, § 4º, DA LEI DAS S.A.

Maria Isabel Bocater, José Luiz Braga e Carlos Martins Neto..... 1

PESSOAS JURÍDICAS: AUTONOMIA PATRIMONIAL E DESCONSIDERAÇÃO DA PERSONALIDADE JURÍDICA

Carla Wainer Chalréo Lgow 25

RECUPERAÇÃO DE EMPRESAS E FALÊNCIAS

OS EFEITOS DA FALÊNCIA SOBRE A DÍVIDA DECORRENTE DA OBRIGAÇÃO DE CONTRIBUIÇÃO DE CAPITAL E A INTEGRALIZAÇÃO DO CAPITAL APÓS A DECRETAÇÃO DA FALÊNCIA DA SOCIEDADE

Luís Fernando Paiva..... 61

DEEPENING INSOLVENCY CLAIMS AND FIDUCIARY DUTIES IN CORPORATIONS IN THE ZONE OF INSOLVENCY: WHETHER THERE IS AN AFFIRMATIVE DUTY TO LIQUIDATE UNDER DELAWARE LAW AND UNDER BRAZILIAN LAW

Caetano Penna Franco Altafin Rodrigues da Cunha 93

NEGÓCIOS EMPRESARIAIS

ANALYSIS OF AN “ESCROW AGREEMENT” IN AN M&A TRANSACTION

Cristina Celeste Marzo121

PROPRIEDADE INTELECTUAL

REFLEXÕES SOBRE OS DIREITOS PATRIMONIAIS DE AUTOR NO PARADIGMA DO ESTADO DEMOCRÁTICO DE DIREITO

Leonardo Macedo Poli e Luciana Costa Poli139

RELAÇÕES INTERNACIONAIS PRIVADAS

DISCIPLINA LEGAL DA PESSOA JURÍDICA À LUZ DO DIREITO
INTERNACIONAL BRASILEIRO

Carmen Tiburcio175

DIREITO ECONÔMICO

UMA PROPOSTA DE MODERNIZAÇÃO E SIMPLIFICAÇÃO REGULATÓRIA
PARA O SETOR PORTUÁRIO

Lucia Helena Salgado207

PARECERES E ATUALIDADES JURISPRUDENCIAIS

ACÓRDÃO – STJ – AÇÃO CAUTELAR DE EXIBIÇÃO DE DOCUMENTOS
SOCIETÁRIOS – PARTICIPAÇÃO EM SOCIEDADES AS QUAIS INTEGRAM
COMO SÓCIAS MAJORITÁRIAS O QUADRO SOCIAL DE OUTRAS –
HOLDING FAMILIAR – DOCUMENTOS COMUNS EM VIRTUDE DAS
RELAÇÕES JURÍDICAS COLGADAS – PRINCÍPIO DA CONFIANÇA235

ACÓRDÃO – STJ – TRIBUTÁRIO E PROCESSUAL CIVIL – ENCERRAMENTO
DE DEMANDA FALIMENTAR – AUSÊNCIA DE BENS DESTINADOS À
SATISFAÇÃO DO CRÉDITO FAZENDÁRIO – SUSPENSÃO DO
ANDAMENTO DA EXECUÇÃO FISCAL261

**DIREITO
SOCIETÁRIO**

**DIFERIMENTO DO PAGAMENTO DE
DIVIDENDOS OBRIGATÓRIOS EM RAZÃO DE
SITUAÇÃO FINANCEIRA INCOMPATÍVEL:
CONSIDERAÇÕES SOBRE A INTELIGÊNCIA DO
ART. 202, § 4º, DA LEI DAS S.A.**

**DEFERRAL OF OBLIGATORY DIVIDEND PAYMENT BECAUSE OF
INCOMPATIBLE FINANCIAL SITUATION: CONSIDERATIONS ON
ARTICLE 202, § 4, OF THE BRAZILIAN LAW OF CORPORATIONS**

*Maria Isabel Bocater
José Luiz Braga
Carlos Martins Neto*

Resumo: O presente trabalho tem por escopo analisar os limites e possibilidades do diferimento do pagamento de dividendos obrigatórios com fundamento na regra contida no art. 202, § 4º, da Lei das S.A. Para tanto, discorre-se brevemente sobre o lucro do exercício e sua destinação, bem como sobre as possibilidades de constituição de reservas. Em seguida, analisa-se o conteúdo das decisões do Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários nos processos RJ-2007-10879 e RJ-2007-13216 para, na sequência, tratar da interpretação do mencionado art. 202, § 4º.

Abstract: The present work examines the limits and possibilities for deferring payment of mandatory dividends based on the rule contained in Art. 202, § 4, of the Brazilian Law of Corporations. For this purpose, it starts by briefly discussing the concept of net income for the year and the possibility of constituting reserves. Then it ana-

lyzes the decisions of the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM) in two important cases involving application of this rule (Proceedings RJ-2007-10879 and RJ-2007-13216) before addressing the interpretation of the rule.

Palavras-chave: Sociedade anônima. Distribuição de dividendos. Situação financeira incompatível.

Key Words: Corporation. Dividend distribution. Incompatible financial situation.

SUMÁRIO: I — Introdução. II — O lucro do exercício e sua destinação. III — Reservas de lucros e sua natureza. III.1 — Reserva legal. III.2 — Reservas estatutárias. III.3 — Reservas assembleares. III.3.a — Reservas para contingências. III.3.b — Reserva de incentivos fiscais. III.3.c — Retenção de lucros para financiamento de investimentos. IV — Limites à constituição de reservas e retenções de lucros. V — Hipóteses de diferimento do dividendo obrigatório. VI — A decisão da CVM nos processos RJ-2007-10879 e RJ-2007-13216. VII — A inteligência do art. 202, § 4º, da Lei das S.A. VIII — Conclusão.

I. Introdução

Como sociedade empresária, a companhia tem escopo lucrativo, seja qual for o seu objeto social. O acionista, portanto, que financia a companhia por intermédio da integralização de seu capital social, tem a legítima expectativa de receber, sob a forma de dividendos, os frutos de seu investimento.

Mesmo havendo lucro no encerramento do exercício social, essa legítima expectativa do acionista pode frustrar-se, pois a companhia, por motivos diversos, pode não ter condições de pagar os dividendos obrigatórios no momento adequado. A Lei societária não é alheia a essa situação fática, na medida em que seu art. 202, § 4º, prevê a possibilidade de diferimento do pagamento do dividendo obrigatório quando a situação financeira da companhia não for compatível com sua distribuição.

Uma primeira leitura do art. 202 pode levar o intérprete à imediata conclusão que apenas a momentânea dificuldade de caixa pode autorizar o diferimento do pagamento do dividendo obrigatório, já que a expressão *situação financeira* parece remeter à ideia de falta de recursos monetários.

Há que se esclarecer, portanto, qual é o conceito embutido na expressão *situação financeira incompatível com a distribuição de dividendos*, para fins da correta aplicação do mencionado dispositivo legal.

O presente trabalho, assim, após revisitar o conceito de lucro do exercício e suas possíveis destinações, analisa duas decisões recentes da Comissão de Valores Mobiliários envolvendo o diferimento do pagamento de dividendos, para, enfim, enfrentar o problema que envolve a interpretação do art. 202, § 4º, da Lei nº 6.404/76.

II. O lucro do exercício e sua destinação

No regime legal anterior (Decreto-lei nº 2.627/40), a apuração de lucro no exercício não acarretava, necessariamente, a distribuição de dividendos. Com efeito, na maioria dos casos o estatuto social outorgava à assembleia geral competência para deliberar sobre a distribuição dos lucros do exercício. Nessa linha, era bastante comum a prática, às vezes reiterada, de deliberação de retenção de boa parte, quando não da totalidade, do lucro na companhia, frustrando a expectativa dos acionistas minoritários.

Tal situação desfavorável às minorias foi extinta com o advento da Lei nº 6.404/76, que criou o instituto do dividendo obrigatório, o qual, nas palavras de José Edwaldo Tavares Borba, corresponde “a uma espécie de compromisso mínimo, exprimindo a parcela de lucro que não poderá a sociedade deixar de distribuir”¹.

1 BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário*. 12ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2010, p. 465.

Considerando que a distribuição aos acionistas da totalidade dos lucros apurados a cada exercício pode levar a uma situação insustentável, que coloque em risco a sobrevivência da empresa, o legislador instituiu um sistema que procura equilibrar os interesses da própria sociedade, de acionistas controladores e de minoritários. Como a decisão, no seio da sociedade, forma-se pelo voto majoritário, o que pode deixar os acionistas minoritários ao sabor exclusivo das decisões tomadas pelo controlador, estabeleceu a lei que o acionista tem direito de receber, anualmente, o valor mínimo de dividendo previsto no estatuto social. Caso o estatuto não contenha tal previsão, prevalece o valor determinado pela própria lei, ou seja, os acionistas teriam direito ao recebimento de, no mínimo, 50% do lucro líquido ajustado. Quanto ao saldo do lucro líquido, sua retenção na sociedade é permitida, desde que observados, no conjunto, os critérios básicos instituídos em lei.

De forma a não deixar lacunas, a Lei das S.A. prescreveu, de forma bastante minuciosa, a metodologia para a apuração do lucro líquido do exercício, assim como tratou das suas possíveis destinações.

O lucro de uma companhia é o resultado positivo de todas as suas entradas (receitas), de forma depurada. Sendo assim, de acordo com a Lei das S.A., para se apurar o lucro líquido, é preciso subtrair do resultado do exercício (quando positivo), primeiramente, os prejuízos acumulados e a provisão para o imposto sobre a renda e, em seguida e nessa ordem, as participações estatutárias de empregados, administradores (quando previstas no estatuto) e partes beneficiárias (quando emitidas pela companhia). O saldo do resultado do exercício após as mencionadas deduções corresponde ao lucro líquido do exercício, nos termos do art. 191 da Lei nº 6.404/76.

Nos termos da lei, do estatuto e das deliberações da assembleia geral, à totalidade do lucro líquido apurado no exercício pode ser dada uma ou mais destinações, não sendo permitida a existência de lucro suspenso. Nessa linha, estabelece o § 6º do art. 202 da Lei das

S.A. que os lucros que não tiverem sido destinados deverão ser distribuídos aos acionistas como dividendos.

Em apertada síntese, os lucros do exercício destinam-se à constituição de reservas (ou retenções) e à distribuição aos acionistas, sob a forma de dividendos².

III. Reservas de lucros e sua natureza

Reservar significa “pôr de parte, guardar, poupar, conservar”³. Para fins societários, no que diz respeito aos aspectos contábeis das companhias, as reservas de lucros significam quinhões do lucro auferido que são retidos na sociedade, segregados para atender a um fim específico.

As reservas de lucros podem ter origem na lei, no estatuto social ou em deliberação da assembleia geral. Nas palavras de Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro, consistem em “valores positivos retirados pela companhia para o atendimento de certos requisitos ou circunstâncias especiais, tornando-se assim indisponíveis, pelo menos temporariamente, para efeito de distribuição de dividendos. (...) com exceção da reserva legal, que não pode ser distribuída aos acionistas (...)”⁴.

A lei, entretanto, impõe limites e requisitos para cada uma dessas reservas, assim como para o seu conjunto, indicando as hipóteses em que a sua constituição pode afetar a base de cálculo do dividendo obrigatório e quando esse dividendo (na sua totalidade ou

2 A legislação tributária (Lei nº 9.249/95) criou a figura do *juros sobre capital próprio*, mas que, conceitualmente, tem a natureza jurídica de dividendos.

3 FERREIRA, Aurélio Buarque de Holanda. *Novo Aurélio Século XXI: o dicionário da língua portuguesa*. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 1999, p. 1750.

4 TEIXEIRA, Egberto de Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. São Paulo: José Bushatsky, 1979, v. 2, p. 567.

em parte) pode ser diferido para uma data futura, em que o lucro correspondente, se não absorvido por prejuízos subsequentes, não possa mais ser retido na sociedade.

Como se exporá adiante, as reservas legal, de contingências e de incentivos fiscais podem ser deduzidas do lucro líquido do exercício, o que diminui a base de cálculo do dividendo obrigatório (lucro líquido ajustado), enquanto as quantias destinadas às reservas estatutárias e à retenção com base em orçamento de capital não podem prejudicar o dividendo mínimo obrigatório.

Uma vez determinado o valor do dividendo mínimo obrigatório, que usualmente corresponde a 25% do lucro líquido ajustado, sua distribuição deve ser declarada pela assembleia, a menos que (i) tal valor exceda o montante correspondente ao lucro realizado no exercício ou (ii) que a administração considere ser a sua distribuição incompatível com a *situação financeira* da companhia, casos em que a lei permite que o dividendo obrigatório seja diferido. Note-se que as reservas de lucros somente podem ser retidas na sociedade enquanto perdurar a razão que determinou a sua retenção.

III.1. Reserva legal

A reserva legal, estabelecida no art. 193 da Lei nº 6.404/76, é a única reserva de lucros que possui caráter obrigatório, pois, antes de qualquer outra destinação, 5% (cinco por cento) do lucro líquido do exercício serão aplicados na constituição da reserva legal, que não poderá exceder a 20% (vinte por cento) do capital social. A lei assegura à companhia, em seu art. 193, § 1º, a possibilidade de, a seu critério, não constituir a reserva legal nos exercícios em que “o saldo dessa reserva, acrescido do montante das reservas de capital de que trata o § 1º do art. 182, exceder de 30% (trinta por cento) do capital social”. Trata-se, contudo, de mera opção.

A finalidade da reserva legal é garantir a integridade do capital social, servindo como uma espécie de garantia adicional a credores e

acionistas, podendo ser utilizada somente para absorver eventuais prejuízos ou como fonte de recursos para o aumento do capital social, conforme estabelece o art. 193, § 2º, da Lei das S.A. Em razão de sua finalidade, a reserva legal não pode, em hipótese alguma, ser distribuída aos acionistas sob a forma de dividendo.

III.2. Reservas estatutárias

O art. 194 da Lei das S.A. permite que o estatuto social crie reservas de lucros, desde que: (a) indique, de modo preciso e completo, sua finalidade; (b) fixe os critérios para determinar a parcela anual dos lucros líquidos que será destinada à sua constituição; e (c) estabeleça o limite máximo da reserva.

Sem a previsão estatutária, elaborada de forma a atender aos três requisitos acima apontados, não poderá a assembleia deliberar validamente pela destinação de lucros a tal espécie de reserva.

III.3. Reservas assembleares

A lei societária prevê que a assembleia geral pode deliberar a constituição de reservas (i) para contingências, (ii) de incentivos fiscais e (iii) para investimento previsto em orçamento de capital.

Permite a lei, ainda, o diferimento do pagamento de dividendos, mediante a constituição da reserva de lucros a realizar (art. 197) e da reserva especial de dividendos não pagos (art. 202, § 4º), circunstâncias que serão objeto de análise no item IV, abaixo.

III.3.a. Reservas para contingências

As reservas para contingências são constituídas com a finalidade de compensar, em exercício futuro, a diminuição do lucro decorrente de perda julgada provável, cujo valor possa ser estimado.

Assim, quando a administração da companhia identifica uma perda provável que poderá ocorrer em exercício futuro, e cujo valor se possa estimar, pode propor à assembleia geral que constitua a reserva para contingências, nos termos do art. 195, § 1º, da Lei das S.A. Dessa forma, tal perda em potencial, em se concretizando, não afetará o lucro do exercício futuro em que se materializar.

Uma vez constituída a reserva para contingências — que, de acordo com o disposto no art. 199 da Lei nº 6.404/76, não é computada no cálculo do limite estabelecido para o saldo das reservas de lucros —, os recursos nela retidos têm que ser revertidos para a conta de lucro líquido ajustado, para serem adicionados à base de cálculo do dividendo (i) no exercício em que deixarem de existir as razões que justificaram a constituição da reserva ou (ii) no exercício em que a perda se materializar.

III.3.b. Reserva de incentivos fiscais

Criada pela Lei nº 11.638/2007, que alterou a Lei nº 6.404/76, a *reserva de incentivos fiscais* poderá ser constituída pela assembleia geral, mediante proposta da administração, para alocar a parcela do lucro líquido decorrente de doações ou subvenções governamentais para investimentos. Estabelece o art. 195-A da Lei das S.A. que os montantes destinados à reserva de incentivos fiscais poderão ser excluídos da base de cálculo do dividendo obrigatório.

Em função da remissão ao inciso I do *caput* do art. 202 está implícita a obrigação de reversão dos valores reservados à base de cálculo do dividendo no exercício em que não mais subsistir a razão para constituição dessa reserva.

III.3.c. Retenção de lucros para financiamento de investimentos

A lei societária permite que uma companhia retenha lucros para fins de financiar projeto de investimentos previsto em orçamen-

to de capital aprovado pela assembleia geral, nos termos do seu art. 196.

Para tanto, é necessário que os órgãos da administração apresentem justificativa para a proposta de retenção dos lucros, a qual deve contemplar todas as fontes de recursos e aplicações de capital, com duração de até cinco exercícios, excetuados os projetos de investimento cuja execução exija prazo superior, devendo o orçamento ser revisado a cada ano.

IV. Limites à constituição de reservas e retenções de lucros

A lei societária traçou regras específicas, além de limites objetivos, para a constituição de reservas e retenções de lucros. Nesse sentido, estabelece, inicialmente, uma limitação quantitativa global à constituição das reservas e retenções de lucros. Nos termos do art. 199 da Lei nº 6.404/76, o saldo das reservas de lucros (aí incluídas as formadas por lucros apurados em exercícios anteriores, com exceção das reservas para contingências, incentivos fiscais e de lucros a realizar) não poderá ultrapassar o capital social e, uma vez atingido esse limite, caberá à assembleia optar entre a capitalização do excesso ou sua distribuição aos acionistas, sob a forma de dividendos.

Adicionalmente, a Lei das S.A. reforça o caráter prioritário dos dividendos fixos ou mínimos que sejam estatutariamente atribuídos aos titulares de ações preferenciais sem voto, dispondo no seu art. 203 que a constituição das reservas a que se referem os arts. 194 (estatutária), 195 (incentivos fiscais), 196 (reserva para investimentos) e o pagamento do dividendo obrigatório não devem prejudicar o direito dos acionistas titulares de ações preferenciais ao recebimento de dividendos mínimos ou fixos, inclusive com relação aos atrasados (no caso de tais dividendos serem cumulativos). Em outras palavras, apurado o lucro líquido do exercício, constitui-se a reserva legal e, em seguida, atende-se ao pagamento prioritário desses dividendos.

Por fim, uma outra limitação à constituição de reservas ou retenções de lucros diz respeito ao montante de recursos que, com base no valor do lucro líquido do exercício, pode ser utilizado para tais finalidades. O art. 198 da Lei das S.A. estabelece que a constituição das reservas estatutárias e a retenção de lucros com base em orçamento de capital não pode ser aprovada em prejuízo do dividendo obrigatório.

Significa dizer que tanto os montantes destinados às reservas estatutárias quanto às retenções de lucro com base em orçamento de capital não podem diminuir a base de cálculo do dividendo obrigatório, reduzindo o seu valor. Para a constituição dessas duas modalidades de reserva, somente poderá ser utilizado o saldo do lucro líquido que restar após deduzidas as importâncias destinadas à reserva legal e ao dividendo obrigatório (incluído aí o montante do dividendo prioritário das ações preferenciais).

Esclareça-se que o mencionado dispositivo trata apenas de limite à **destinação** de lucro para reservas estatutárias e para a retenção de lucros, cujo montante não pode diminuir a parte do lucro a ser **destinada** para a distribuição de dividendos. Lembre-se que os dividendos obrigatórios podem ser fixados como percentual calculado sobre o lucro ou sobre o capital social (art. 202 § 1º). Assim, se o estatuto dispuser que o dividendo obrigatório será calculado sobre o lucro, a Lei determina que, nesse caso, o lucro líquido do exercício ajustado é que servirá como base de cálculo (art. 202, *caput*), especificando as importâncias que podem ser diminuídas ou acrescidas ao lucro líquido do exercício (art. 202, I).

Na mesma linha, o art. 198 enfatiza que tal base não pode ser diminuída pelos valores destinados às reservas supracitadas. Não se trata aqui, portanto, da possibilidade de pagamento ou de diferimento do dividendo obrigatório, matéria tratada nos incisos II e III do art. 202 e nos §§ 4º e 5º do mesmo dispositivo, a qual será abordada a seguir, mas tão somente de destinação de lucro.

V. Hipóteses de diferimento do dividendo obrigatório

O cálculo do dividendo obrigatório tem por base o lucro líquido do exercício ajustado, consoante previsão do art. 202, inciso I. Para se obter o lucro líquido ajustado, do valor do lucro líquido do exercício são deduzidas (ou adicionadas, se for o caso de reversão) as parcelas destinadas à reserva legal (art. 202, I, a), à reserva de contingências (art. 202, I, b) e à reserva de incentivos fiscais (art. 195-A).

Apurado o valor do dividendo obrigatório, deve-se perquirir se todo esse montante tem obrigatoriamente que ser declarado como dividendo naquele momento, ou se a declaração pode ser postergada para um momento posterior, em razão da situação financeira da companhia.

São duas as hipóteses contempladas na lei para justificar a postergação do dividendo obrigatório: a primeira, objetiva e de fácil apuração, ocorre quando o lucro realizado no exercício é inferior ao montante do dividendo obrigatório; e a segunda, não tão óbvia quanto a primeira, exige uma avaliação mais criteriosa dos administradores e do Conselho Fiscal, no caso de a distribuição dessa parte do lucro mostrar-se incompatível com a *situação financeira* da companhia.

Pode-se afirmar, assim, que as duas hipóteses em que a lei permite o diferimento do dividendo mínimo obrigatório dizem respeito à *situação financeira* da companhia.

V.1. Reserva de lucros a realizar

Em razão de as práticas contábeis brasileiras adotarem o regime de competência para a escrituração mercantil, não raras vezes são contabilizados lucros sem que os recursos correspondentes tenham efetivamente ingressado no patrimônio da companhia. Se o valor do dividendo obrigatório superar o lucro realizado, o excesso não preci-

sa ser declarado como dividendo naquele momento. Deve, entretanto, ser tal valor mantido em reserva especial — reserva de lucros a realizar — para que seja declarado e pago assim que houver a realização de lucros naquele montante.

Conforme estabelece o art. 197, § 2º, a reserva de lucros a realizar somente poderá ser utilizada para pagamento do dividendo obrigatório ou para compensar prejuízos futuros. Trata-se, portanto, de simples postergação do dividendo obrigatório de um determinado exercício, que será declarado tão logo se realizem os lucros retidos⁵. Observe-se que esse montante não reverte para a base de cálculo do dividendo de exercício futuro, devendo ser declarado como dividendo relativo ao exercício em que o lucro correspondente foi originalmente apurado, a menos que tais lucros venham a ser absorvidos por prejuízos subsequentes. Nesse sentido, é bom lembrar que a sociedade não pode pagar dividendos se tiver prejuízos, que são obrigatoriamente absorvidos pelo resultado do exercício, pelos lucros acumulados, reservas de lucros e reserva legal, nessa ordem (art. 189).

V.2. Reserva especial por *situação financeira incompatível*

A constituição dessa reserva também envolve a constatação, por parte do legislador, de que a obrigatoriedade de declaração e pagamento de um dividendo mínimo poderia levar a sociedade a sérias dificuldades ou a uma situação adversa, de tal modo que a sua sobrevivência ficaria afetada. Ao disciplinar o dividendo obrigatório, o legislador procurou afastar tal perigo, criando mecanismos que pudessem preservar a continuidade da empresa.

Com efeito, ao assegurar o dividendo mínimo obrigatório (art. 202 da lei societária), cuidou o legislador de excepcionar situação

⁵ Lei 6.404/76, art. 197, § 2º: “(...) para efeito do inciso III do art. 202, serão considerados como integrantes da reserva os lucros a realizar de cada exercício que forem os primeiros a serem realizados em dinheiro”.

que possa pôr em risco a sobrevivência da companhia, estatuinto, em seu § 4º, que a sociedade pode deixar de declará-lo quando seu pagamento venha a ser *incompatível com a situação financeira da companhia*.

Verifica-se que a expressão “situação financeira incompatível” é abrangente e seu significado deve ser preenchido à luz do entendimento comum da expressão, conforme usualmente aplicada no âmbito empresarial dos negócios e das finanças, o que será tratado com detalhe mais adiante.

Destinado a uma reserva especial, o valor retido deve ser declarado como dividendo (relativo ao exercício em que os lucros foram apurados) tão logo a *situação financeira* da companhia o permita, a menos que seja absorvido por posteriores prejuízos.

Trata-se, portanto, também nesse caso, de diferimento de dividendo obrigatório, sendo certo que os lucros retidos, ao serem liberados, não reverterão à base cálculo de dividendos de exercícios futuros, mas deverão ser pagos de imediato.

VI. A decisão da CVM nos processos RJ-2007-10879 e RJ-2007-13216

A matéria examinada nos processos administrativos acima epigrafados diz respeito à retenção de dividendos obrigatórios por parte das Centrais Elétricas Brasileiras — Eletrobrás (“Eletrobrás”). Na década de 80, a Eletrobrás destinou dividendos de cerca de R\$7,4 bilhões a uma reserva especial, com base no § 4º do art. 202 da Lei nº 6.404/76, tendo mantido essa reserva desde então, sob a alegação de que vinha tendo que fazer enormes investimentos no sistema elétrico brasileiro.

Ao analisar o caso a pedido de acionistas minoritários da Eletrobrás, a Superintendência de Relações com Empresas (“SEP”) da CVM acolheu o entendimento da Eletrobrás de que o aludido dispo-

sitivo legal não estabelecia procedimentos a serem adotados relativamente à decisão dos administradores de não reverter a Reserva Especial de Dividendos não Distribuídos constituída em exercícios anteriores. A matéria foi alçada, em grau de recurso interposto por aqueles acionistas, ao exame do Colegiado da Autarquia.

O Colegiado, ao apreciar a questão, manifestou posição diversa da emitida pela SEP. Reconheceu, contudo, que a CVM não tem competência, no regime da Lei nº 6.385/76, para determinar à Eletrobrás que distribua a reserva especial de retenção de dividendos obrigatórios, e devolveu então o processo àquela Superintendência para que apurasse a conduta dos administradores, à vista das diretrizes fixadas no voto do Relator, acompanhado, por unanimidade, pelos demais membros do Colegiado.

Em seu voto, o Relator reportou que a Eletrobrás fez uso da faculdade prevista na lei societária para reter dividendos obrigatórios em razão da situação financeira da companhia nas décadas de 70 e 80, tendo a administração da sociedade, para justificar a continuidade da retenção, argumentado que durante a década de 90 e o início dos anos 2000 a Eletrobrás vinha realizando sucessivos investimentos, o que forçava a administração a promover intensa gestão do fluxo de caixa da companhia, não tendo sido possível, portanto, proceder à distribuição dos dividendos. A SEP deixou de examinar o mérito da justificativa apresentada por entender que a lei deixa ao arbítrio da administração esse juízo de valor.

De sua parte, o Relator considerou que tal posicionamento, em princípio, encontrava respaldo no próprio texto do dispositivo legal examinado, segundo o qual incumbe aos administradores da companhia avaliar a eventual incompatibilidade da distribuição do dividendo em face da situação financeira da companhia. A manifestação da SEP mostrava-se coerente com posição largamente encampada no âmbito do direito societário, especialmente pelas cortes norte-americanas, que relutam em questionar decisões dos administradores de sociedades amparadas na *business judgement rule*. O Relator, con-

tudo, questionou a compatibilidade da decisão dos administradores com a sistemática da Lei nº 6.404/76, *vis a vis* outros dispositivos da referida lei — que não o §4º do art. 202 — que também tratam da retenção e distribuição de dividendos.

Nesse sentido, o voto trouxe à baila o disposto no art. 198 da lei societária, que determina que, em cada exercício, a destinação dos lucros para as reservas previstas nos arts. 194 (reserva estatutária) e 196 (retenção para investimentos conforme orçamento de capital) não pode se dar em prejuízo da distribuição do dividendo obrigatório. Seria, portanto, no entendimento do Relator, inaplicável ao caso concreto a regra da decisão empresarial, não podendo a administração “reter, nem manter retidos, dividendos obrigatórios para fazer frente a investimentos, nem mesmo quando constam de orçamento de capital aprovado previamente pela assembleia geral”.

Ainda segundo o Relator, a lei societária teria buscado uma solução equilibrada para a questão da retenção de lucros, dando à companhia liberdade para fixar o dividendo obrigatório, o qual, uma vez estabelecido, só pode deixar de sê-lo em situações excepcionais, quando a *situação financeira* da companhia “não o permitir absolutamente”. A sistemática legal, conforme defendido pelo Relator, não faria sentido se a companhia pudesse deixar de pagar o dividendo sempre que os administradores decidissem reinvestir o caixa excedente. Conclui, dessa forma, que “(p)or isso, o art. 198 da lei diz expressamente que a distribuição dos dividendos obrigatórios não pode ser afetada nem mesmo pelos investimentos previstos no orçamento de capital da companhia”.

VII. A inteligência do art. 202, § 4º, da Lei das S.A.

Certamente, com base na decisão acima comentada, pode-se afirmar que a CVM afastou a possibilidade de diferimento do dividendo obrigatório (através da constituição da reserva especial prevista no § 4º do art. 202) quando a justificativa dada pela administração se re-

sumir ao argumento de que a companhia precisa investir. Realmente, para que se posterguem os dividendos, a leitura do referido dispositivo legal exige que se configure uma *situação financeira* incompatível, e não a simples necessidade de investir.

A decisão no caso da Eletrobrás limitou-se a esse ponto, não tendo declarado que as duas reservas (ou retenções) apontadas — aquela para investimentos e a resultante do diferimento da distribuição de dividendos — sejam incompatíveis. São, na verdade, conceitos de ordens distintas, conquanto conciliáveis.

De fato, a retenção para investimentos (art. 196 da Lei das S.A.) serve para possibilitar o reinvestimento de parcela do lucro pela companhia sem prejudicar o direito essencial do acionista de participar nos lucros sociais, enquanto a outra (art. 202, § 4º) resulta da faculdade de postergação do dividendo obrigatório cujo pagamento se mostrar inviável, diferindo-o para o futuro. Vê-se, assim, que não é difícil concluir pela inexistência de conflito entre tais normas, as quais podem conviver em perfeita harmonia.

Cumprir observar que o voto em comento não auxilia o intérprete no exame da extensão da regra contida no art. 202, § 4º, da Lei das S.A., pois não chegou a aprofundar o cerne da expressão *situação financeira* da companhia, e certamente não o fez porque, no caso da Eletrobrás, a justificativa apresentada não explorou esse aspecto.

Assim, para se avançar no exame da questão, é preciso esclarecer o que pode estar compreendido dentro do conceito de *situação financeira* incompatível com a distribuição do dividendo obrigatório.

Sobre esse particular, é pertinente o entendimento de Luiz Carlos Piva a respeito da sistemática legal, ao tratar do § 4º do art. 202 da lei societária, esclarecendo que “esse diferimento traduz o reconhecimento da Lei de que a capacidade da companhia para pagar dividendos em moeda depende do grau de liquidez do seu ativo e do montante e época de vencimento de suas obrigações. Ainda, portan-

to, que todo lucro do exercício tenha sido realizado em moeda, a situação financeira da companhia pode recomendar o diferimento do dividendo obrigatório”⁶.

Sem terem cogitado outros desdobramentos da matéria, alguns doutrinadores que enfrentaram o tema vincularam o conceito de *situação financeira* incompatível à noção de insolvência ou inexistência de disponibilidades de caixa⁷.

Não obstante, conforme se demonstrará nas linhas que se seguem, entende-se que a noção de *situação financeira* incompatível pode ir muito além de um problema de solvência ou disponibilidade de caixa. É certo que tal noção se liga sim à capacidade financeira da companhia, seja a curto, médio ou longo prazos, e que o objetivo da lei foi o de evitar que a distribuição imediata dos dividendos sacrificasse a continuidade da empresa.

O termo *insolvência*, no direito empresarial, remete à idéia de falência, ou seja, impontualidade no pagamento de obrigações líquidas, independentemente de o patrimônio social ser maior ou menor que as obrigações assumidas pela sociedade. Obviamente, tal conceito é bastante específico e preciso e sua utilização, no âmbito do direito comercial, não costuma gerar dúvidas.

Assim, caso o legislador entendesse que a expressão *situação financeira* incompatível fosse sinônimo de insolvência, teria optado pela utilização desse último vocábulo na redação do texto legal, como a boa prática legislativa recomenda.

Mas não foi isso que ocorreu! Em vez de restringir o não pagamento do dividendo obrigatório tão somente à hipótese de risco de

6 PIVA, Luiz Carlos. Lucros, reservas e dividendos. In: LAMY FILHO, Alfredo; e PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1.719.

7 Nesse sentido, veja-se: EIZIRIK, Nelson. *Temas de direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 259; TEIXEIRA, Egberto de Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. São Paulo: José Bushatsky, 1979, v. 2, p. 592; LAMY FILHO, Alfredo; e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A. Volume I — Pressupostos, elaboração, modificações*. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 158.

insolvência empresarial, o que sem dúvida está incluído no conceito de *situação financeira* incompatível, optou o legislador pela utilização desta locução, facultando, assim, aos administradores de sociedades anônimas, uma margem discricionária mais ampla para aferir se a companhia estará em risco ao declarar e pagar os dividendos.

Em estudo publicado, elaborado pela Superintendência Jurídica da CVM, Maria Thereza Werneck Mello chegou a enfrentar o tema, manifestando-se no seguinte sentido:

A definição do que caracterizaria “incompatibilidade com a situação financeira da companhia” é tarefa que cabe ao intérprete realizar, já que a lei não o faz. A título de **exemplificação**

relacionamos a seguir algumas hipóteses para depois concluirmos pela validade de sua alegação para o não pagamento integral ou parcial do dividendo obrigatório, a saber:

I — iliquidez: a empresa, apesar de apresentar uma boa situação econômica, se encontra em situação momentânea de iliquidez;

II — insolvência: a empresa se encontra em estado de insolvência na data de apresentação do balanço ou passou a tal estado durante problemas ocorridos após o encerramento do balanço;

III — condições contratuais: contratos de financiamento obrigam a empresa a manter um nível de recursos próprios/recursos de terceiros que seria infringido pela distribuição de dividendos;

IV — fase de expansão: a empresa se encontra em fase de expansão, havendo necessidade de reinvestimento de todos os recursos gerados internamente.

Quanto às hipóteses arroladas, admitiríamos de início como enquadradas no § 4º do artigo 202 apenas aquelas descritas em I e II.

A matéria realmente não é de fácil definição, haja vista que a hipótese I pode ocorrer em decorrência do fato previsto em IV. E, note-se, poderia não prevalecer o argumento de que para investimento a sociedade poder-se-ia utilizar, adequadamente, da Reserva de Retenção de lucros para investimento, sob o amparo do artigo 196 e seus parágrafos.

De fato, a situação de iliquidez da companhia poderia ter sido resultante do atraso na liberação de recursos de terceiros, previsto no or-

çamento aprovado pela Assembleia Geral, o que teria obrigado a empresa a suprir aquela insuficiência com recursos próprios, para evitar atrasos no andamento do projeto.

Por outro lado, a hipótese prevista em III também pode conduzir a observações diferentes. Não há dúvida de que uma simples cláusula contratual não pode prevalecer sobre uma exigência legal de ordem pública, de caráter cogente, como é a norma relativa ao dividendo obrigatório. Ela só prevalecerá se a exigência tiver decorrido da inadequada situação financeira da empresa e, neste caso, este será argumento legal para a não distribuição, e não a obrigação assumida no contrato de financiamento.

A definição do que seria “incompatível com a situação financeira da companhia” reveste-se de especial importância para a CVM, tendo em vista que a ela compete receber e apreciar a “exposição justificativa” da não distribuição do dividendo obrigatório, conforme o disposto na parte final do § 4º do artigo 202⁸. (“grifos do autor”)

Com efeito, são inúmeras as circunstâncias que poderiam ser apontadas como justificativa para o diferimento da declaração do dividendo obrigatório. Além das acima mencionadas pela ilustre advogada, é bastante comum, por exemplo, a hipótese de contingenciamento decorrente de empréstimos anteriormente contraídos pela companhia que não caracterize uma situação de insolvência, mas que impeça o financiamento adicional de indispensáveis projetos de expansão ou ampliação da capacidade instalada da sociedade.

Nota-se, portanto, que a matéria pode comportar uma multiplicidade de hipóteses, não se podendo reduzir o conceito a uma solução estrita, vinculando a noção de *situação financeira* incompatível unicamente à de iliquidez ou insolvência empresarial, nem à conclusão *in abstracto* de que a retenção para reinvestimentos exclui a possibilidade de retenção por incompatibilidade financeira.

8 MELLO, Maria Thereza Werneck. Dividendo obrigatório. *Legis Bancos — Informativo CVM. Estudos da Superintendência Jurídica*. Vol. II, Ano II, 1978/1979, pp. 54-55.

Nessa linha, a caracterização da situação incompatível com o pagamento do dividendo obrigatório deve ser analisada caso a caso, sempre à luz do melhor interesse da companhia, o qual, em última análise, acaba sendo no melhor interesse dos seus acionistas.

Não há ninguém melhor que os próprios administradores para verificar se a distribuição do dividendo obrigatório é compatível ou não com as finanças da companhia. Por essa razão, é mais que razoável que tanto a constatação quanto a informação transmitida à assembleia geral ordinária a respeito da incompatibilidade do pagamento do dividendo obrigatório devam ser entendidas como exercício legítimo da *business judgement rule*.

Apenas em hipóteses de fundamentação incoerente (o que se pode equiparar à falta de exposição justificativa para o ato, quando a lei a exige) ou de fraude poderia deixar de prevalecer o entendimento da administração a respeito da incompatibilidade financeira da companhia.

Assim, por exemplo, se uma companhia necessita de recursos para realizar despesas ainda não assumidas, ou incorrer em custos indispensáveis, ou até mesmo investimentos que ultrapassem o orçamento de capital para se manter competitiva em seu mercado, tal hipótese pode perfeitamente ser enquadrada dentro da noção de *situação financeira* incompatível. Obviamente, tais dispêndios deverão ser objeto de justificação que atenda a rigorosos padrões de razoabilidade. Considera-se oportuna a lição de José Edwaldo Tavares Borba, ao afirmar que “a suspensão do dividendo somente se justifica se a situação for efetivamente grave, representando um risco à sobrevivência da sociedade”⁹.

Cabe lembrar que os administradores têm o dever de informar aos acionistas a existência de circunstâncias que caracterizem vulne-

9 BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário*. 12^a ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2010, p. 467.

rabilidades, afetando a saúde financeira da companhia, e de alertá-los sobre os riscos de destruição de valor da empresa, cotejando as consequências de uma distribuição imediata de dividendos com as vantagens de sua postergação, com vistas à posterior retomada do fluxo regular de seu pagamento, medida que pode ser necessária para a preservação da posição da companhia no mercado.

VIII. Conclusão

Conforme demonstrado ao longo do presente trabalho, a possibilidade de retenção de lucros para financiamento de projetos (art. 196) não exclui a possibilidade de retenção do dividendo obrigatório em decorrência de se apresentar uma situação financeira incompatível com tal distribuição (art. 202, § 4º). Assim, o conflito de normas ventilado pela decisão do Colegiado da CVM no Caso Eletrobrás é apenas aparente, convivendo as mencionadas regras em perfeita harmonia.

Da mesma forma, conclui-se que o âmbito de aplicação do art. 202, § 4º, da Lei das S.A. é muito mais amplo do que simplesmente dificuldades de caixa da companhia.

Com efeito, além dos casos de iliquidez e insolvência, em que a *situação financeira incompatível* com a distribuição de dividendos é mais nítida, existe também a possibilidade de diferimento do pagamento do dividendo obrigatório nas hipóteses em que a realização de dispêndios não previstos ou investimentos necessários à manutenção da competitividade da companhia representam verdadeira *situação financeira incompatível* com tal pagamento.

Registre-se, contudo, que por se tratar de decisão que atinge uma legítima expectativa do acionista, de cunho patrimonial, é fundamental que a eventual retenção de dividendos seja devidamente justificada. Ou seja, para que o diferimento do pagamento do dividendo obrigatório seja realizado dentro da legalidade, deve a administração consignar detalhadamente as razões pelas quais a distribuição do dividendo obrigatório comprometerá a saúde financeira da companhia.