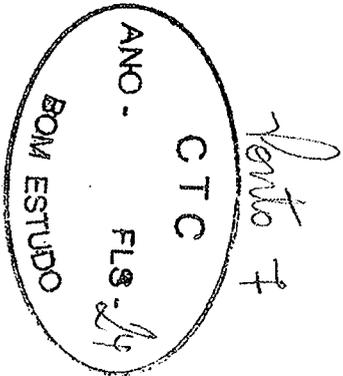


"A QUARTIER LATIN teve o mérito de dar início a uma nova fase, na apresentação gráfica dos livros jurídicos, quebrando a frieza das capas neutras e trocando-as por edições artísticas. Seu pioneirismo impactou de tal forma o setor, que inúmeras Editoras seguiram seu modelo."

IYES GANDRA DA SILVA MARTINS



Editora Quartier Latin do Brasil

Empresa Brasileira, fundada em 20 de novembro de 2001

Rua Santo Amaro, 316 - CEP 01315-000

Vendas: Fone (11) 3101-5780

Email: [quartierlatin@quartierlatin.art.br](mailto:quartierlatin@quartierlatin.art.br)

Site: [www.quartierlatin.art.br](http://www.quartierlatin.art.br)

## BRUNO ROBERT

Formado em Direito pela Universidade de São Paulo.  
Pós-graduado em Economia pela Fundação Getúlio Vargas.  
Mestre e doutorado em Direito Comercial pela Universidade de São Paulo.  
Mestre (T.I.M.) em Financial and Securities Regulation pela School of Law da Georgetown University, em Washington, DC.  
Coordenador no Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários - CVM (2007-2008).  
Advogado no Department of International Regulatory Affairs da Securities and Exchange Commission - SEC, em Washington, DC (2010).  
Visiting Researcher da School of Law da Georgetown University (2008).  
Advogado em São Paulo.

# DIVIDENDO MÍNIMO OBRIGATÓRIO NAS SOCIEDADES POR AÇÕES BRASILEIRAS APURAÇÃO, DECLARAÇÃO E PAGAMENTO

Editora Quartier Latin do Brasil  
São Paulo, outono de 2011  
[quartierlatin@quartierlatin.art.br](mailto:quartierlatin@quartierlatin.art.br)  
[www.quartierlatin.art.br](http://www.quartierlatin.art.br)

## CAPÍTULO II. DIREITO DO ACIONISTA AO DIVIDENDO

### MÍNIMO OBRIGATÓRIO

#### 1. AQUISIÇÃO DO STATUS SOCI

A aquisição da condição de sócio é o momento do nascimento da vida societária para o acionista. É o momento da aquisição da situação jurídica de sócio e da consequente assunção do feixe de obrigações e de direitos<sup>46</sup>, inclusive o direito de participação no lucro social, que decorrem dessa situação<sup>47</sup>. A doutrina alemã denomina a situação jurídica de sócio como *Mittrretcht*, ou “mãe dos direitos”, da qual decorrem diversos direitos independentes, assim como obrigações, inter-relacionados e necessários para o funcionamento do mecanismo societário<sup>48</sup>.

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

Os direitos e deveres dos sócios atizam com o fim de preservar a sociedade e assegurar as condições para a obtenção de seu objetivo. As obrigações relacionam-se principalmente com as contribuições do sócio para a fundação e funcionamento da sociedade. Os direitos, de forma especial, visam à manutenção do

47 Em um nível ainda mais avançado de detalhamento, o *status socii* pode ser decomposto diferentemente, desdobrando-se o conjunto de direitos em direitos e poderes e o conjunto de obrigações em obrigações e deveres. A respeito, cf. MARRINO, Daniela Ramos Marques. *O status socii*. In: FRANÇA, Erasmo Valladao Azevedo e Novaes (coord.), *Direito societário contemporâneo* 1, São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 163 e ss.

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

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

equilíbrio entre as forças que interagem dentro da sociedade, protegendo os interesses fundamentais do sócio, além da preservação da própria condição de sócio.

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

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

Os direitos dos sócios dividem-se em direitos de participação na administração, direitos de fiscalização, direitos patrimoniais e direitos dissolutórios. A manifestação desses direitos se dá, por exemplo, por meio do direito de voto em assembleias e reuniões de sócios, da eventual participação pessoal na administração, pelo direito, em determinados casos, de eleger membro do conselho fiscal e do conselho de administração, pelo direito de examinar documentos e informações, pelo direito de receber dividendos e pelo direito de resolver o vínculo societário, parcial ou integralmente, com o recebimento dos devidos haveres<sup>50</sup>.

O encerramento da qualidade de sócio ocorre com o fim do vínculo societário, pela dissolução total ou parcial da sociedade. Por dissolução parcial, enten-

de-se a resolução do vínculo societário apenas em relação ao sócio que aliena sua participação, exerce seu direito de retirada, é excluído, ou de qualquer outra maneira deixa de ser titular dos direitos sobre a ação ou quota social<sup>51</sup>.

## 2. DIREITOS INDIVIDUAIS DO AÇONISTA

Na mesma medida em que a organização societária é concebida para a facilitação de determinada empreitada, ela implica a limitação da liberdade de ação individual dos sócios. Essa limitação objetiva a manutenção do respeito aos interesses legítimos dos próprios sócios<sup>52</sup>, imediatamente, e da coletividade envolvida nas atividades da sociedade, mediadamente. Os limites de ação dos sócios ou do conjunto de sócios, por meio da organização social, definem, por oposição, a extensão dos direitos individuais de cada sócio dentro da sociedade.

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

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

50

Para um estudo aprofundado a respeito dos direitos dos sócios e suas categorizações possíveis, cf. a obra fundamental de WIEDEMANN, Herbert. *Gesellschaftsrecht - Grundlagen*. Münchener, Beck, 1980, sintetizada em trecho traduzido para a língua portuguesa pelo Prof. Erasmo Valladao (WIEDEMANN, Herbert. *Excerto do direito societário* - fundamentos. Tradução de Erasmo Valladao Azevedo e Novas Franca. In: *RDV*, nº 143, 2006, p. 67).

51

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

52

"Parindo 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 impeçam se lhe retire as características essenciais, tal como o *status civilis* demanda a institucionalização de um mínimo de garantias individuais." LEVES. *Do direito do acionista ao dividendo*, op. cit., p. 302.

que os revoguem, em caráter permanente<sup>53</sup>, anulável sua violação, no caso concreto, e ineficazes as deliberações que afetem direitos especiais de determinado grupo de sócios, como os titulares de ações preferenciais, por exemplo.

Os direitos individuais dos sócios são direitos subjetivos, defensáveis judicialmente<sup>54</sup>, bem como protegidos por mecanismos internos ao próprio sistema societário. A possibilidade de defesa judicial dos direitos individuais é expressa na Lei das Sociedades por Ações (arts. 159 e 267). Além da defesa judicial, os direitos individuais protegem-se mutuanamente. Desdobramentos dos direitos individuais, por exemplo, o direito de retirada, o direito de exames dos livros sociais, o direito de voto, entre outros, funcionam como vigilantes e garantidores de si próprios.

Diversas correntes doutrinárias promoveram diferentes explicações para o fundamento da proteção aos direitos individuais dos sócios, concentrando-se comumente na natureza contratual da sociedade ou em analogias com o estado democrático<sup>55</sup>. Da mesma maneira, várias são as classificações possíveis

53 "Substanciais, os acionistas não podem ser privados deles pela assembleia geral. Nem pelos estatutos. Somente a lei os poderá derogar, e mais ninguém. A cláusula estatutária que os obriga é nula, de pleno direito. Igualmente, a deliberação da assembleia geral que os molhe sequer." FERREIRA, Waldemar. *Tratado de direito comercial*. São Paulo: Saraiva, 1961, v. 4, p. 334.

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

55 "Quel est le fondement de ces droits individuels? Pendant longtemps, la doctrine y a vu l'effet du contrat de société. L'actionnaire ne peut pas se voir privé des droits qui lui sont donnés par le contrat, sauf s'il a admis par avance qu'une renonciation ou une modification pourrait lui être imposée. Mais on ne peut plus soutenir aujourd'hui une pareille théorie, puisque la loi permet la modification des statuts dans toutes leurs dispositions, qu'elle ait été prévue ou non, et mieux encore sans qu'il soit permis de l'interdire statutairement. La comparaison de la société à un état de constitution démocratique permet de donner un autre fondement aux droits de l'actionnaire. De même qu'il existe des droits de l'homme et du citoyen que le pouvoir politique doit respecter, l'actionnaire a des droits individuels que le pouvoir constitue de la société ne peut pas supprimer ou restreindre. (...) L'objection est que les droits de l'homme et du citoyen sont inhérent à sa condition d'être humain. On disait autrefois qu'ils sont imposés par le droit naturel supérieur au droit positif. Les droits individuels de l'actionnaire ne lui appartiennent qu'en sa qualité d'actionnaire. Or, cette qualité, il la tient de son entrée dans la société et, par cette adhésion, il s'est soumis à la loi de la société, il ne s'agit d'ailleurs, dans tout cela, que d'intérêts pécuniaires et il est difficile de faire appel à l'idée de droit naturel pour la défense de tels intérêts. Il faut donner, à notre avis, à ces droits individuels de l'actionnaire un caractère politique au sens large du mot. La création de la société anonyme est une œuvre de l'État. Cette création ne doit pas avoir pour effet de permettre la violation de droits que l'actionnaire tient du jeu régulier des règles juridiques. Les organes de la société n'ont pas un pouvoir souverain. L'actionnaire qui défend son droit concourt par cette défense à la limitation de ce pouvoir. Il maintient la construction juridique dans sa régularité." RIPERT, Georges;

dos direitos individuais dos sócios, variando de acordo com o autor e o ponto de vista que se deseja considerar<sup>56</sup>. A discussão a respeito dessas correntes e doutrinas foge ao escopo deste trabalho. Serão, contudo, feitas referências diretas ou indiretas aos argumentos apresentados por algumas delas, conforme necessário para o exame do direito do acionista ao dividendo e sua proteção.

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

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

Art. 109 da Lei das Sociedades por Ações prevê os direitos de participar nos lucros sociais, de participar no acervo da companhia, em caso de liquidação, de fiscalizar a gestão dos negócios sociais, de preferência para subscrição de ações e outros títulos de participação emitidos pela companhia e de retirada da companhia<sup>57</sup>. O art. 993, parágrafo único, do Código Civil prevê o direito

ROBLDT, René (dir. Michel Germain). *Traité de droit commercial*, t. 1, v. 2, 18<sup>o</sup> ed. Paris: L.G.D.J., 2002, p. 376. "Une société n'est pas l'état dans un Etat, puisque'elle n'ai ni souveraineté ni territoire, mais elle est conçue sur le modèle de l'Etat. C'est un groupement de forces destiné à réunir et à utiliser des capitaux. Ce groupement copie le forme de l'Etat démocratique." RIPERT, *Aspects juridiques du capitalisme moderne*, *op. cit.*, p. 96. "L'espressione 'democrazia azionaria', che è stata conata per rappresentare il modello ottocentesco di società per azioni, esprime in modo adeguato le analogie che nel secolo scorso si stabiliscono fra la costituzione dello Stato e quella della società per azioni, fra la democrazia politica e la democrazia economica (...). E sono analogie che derivano la propria origine dalla fondamentale unità del disegno strategico della borghesia dell'Ottocento, dalla natura consapevole che questa acquisisce degli strumenti atti ad assicurare il consenso della società. Non è certo un caso che il processo di democratizzazione della società per azioni corra, nel corso dell'Ottocento, parallelo all'allargamento del suffragio elettorale, che determina l'avvento delle classi medie sulla scena politica (...). Sono queste, ad un tempo, le classi che il diritto pubblico chiamava a concorrere nel governo dello Stato e che il diritto commerciale invitava a partecipare alla direzione dell'economia (...)." CALCANO, Francesco. *Lex mercatoria*, Il Mulino, Bologna, 2001, p. 152.

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

57 Sobre o art. 109, cf. os comentários do Prof. Leães, em LEães, Luiz Casão Pass de Barros. *Comentários à lei das sociedades anônimas*. São Paulo: Saraiva, 1980, v. 2, p. 3 a 160.

de fiscalização nas sociedades em conta de participação. Os arts. 1009, 1020, 1021, 1029, 1030 e 1031 do Código Civil preveem os direitos de participar nos lucros sociais, direitos de fiscalização, direitos dissolutórios e direitos aos haveres, na sociedade simples. Os arts. 1077, 1081 e 1085 preveem direitos dissolutórios, de participação na administração e de fiscalização, nas sociedades limitadas. O art. 1108 prevê, para as sociedades em geral, o direito de participar na partilha do patrimônio remanescente, em caso de liquidação. Em complementação, embora não se refiram a sociedades, vale a menção ao art. 57 do Código Civil, que prevê direitos dissolutórios no âmbito das associações, e aos arts. 33, 35, 37, 44, 72 e 73 da Lei nº 5.764, de 16 de dezembro de 1971, os quais preveem, no âmbito das cooperativas, direitos dissolutórios, direito de igualdade política entre os cooperados, direitos de fiscalização, de participação na administração e de participação no patrimônio remanescente, em caso de liquidação.

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

Nas sociedades, o direito de voto é exercido nas assembleias ou reuniões de sócios, com o fim de deliberar ou eleger, respeitando-se os princípios da unicidade (um voto por ação, art. 110 da Lei das Sociedades por Ações) e da representatividade em relação ao capital social. O direito de voto engloba o direito de ser convocado e, embora não possa ser suprimido, seu exercício pode ser restringido ou suspenso. Titulares de ações preferenciais sem direito de voto, por exemplo, possuem esse direito inatamente. O direito de voto, nesses casos, pode ser ativado nas hipóteses de não pagamento de dividendos fixos ou mínimos por três exercícios sociais consecutivos (art. 111, § 1º, da Lei das Sociedades por Ações) e nos casos de liquidação da companhia (art. 213, §1º, da Lei das Sociedades por Ações). O exercício do direito de voto também é limitado pelas regras de conflito de interesses<sup>58</sup> (art. 115 da Lei das

Sociedades por Ações) e pelas demais regras tendentes à proteção do interesse social (arts. 114, 116 e 117 da Lei das Sociedades por Ações, entre outros)<sup>59</sup>.

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

Direitos de fiscalização são direitos do sócio à informação sobre as atividades sociais e à verificação dessas informações. Os direitos de fiscalização podem ser exercidos individualmente ou por meio representativo. Individualmente, o sócio possui o direito de analisar os documentos obrigatórios, em tempo razoável para fundamentar sua decisão (art. 133 da Lei das Sociedades por Ações), verificar livros sociais e fiscais, em circunstâncias que o legitimam (art. 100, § 1º, da Lei das Sociedades por Ações, e arts. 226, 1021 e 1190 a 1193 do Código Civil), requerer esclarecimentos e se manifestar em assembleias, reuniões de sócios e a qualquer tempo, desde que aja com boa-fé e não prejudique o normal andamento das atividades da sociedade<sup>60</sup>. Os direitos de fiscalização podem ser exercidos também por meio de um órgão delegado, o conselho fiscal, colegiadamente ou por membro eleito em separado (arts. 161 a 165-A da Lei das Sociedades por Ações e arts. 1066 a 1070 do Código Civil)<sup>61</sup>.

58

Sobre a disciplina do conflito de interesses no direito societário, cf. FRANÇA, Emano Valladao Azevedo e Novas, *Conflito de interesses nas assembleias de s.a.* São Paulo: Malheiros, 1993; FRANÇA, Emano Valladao Azevedo e Novas, *Conflito de interesses: formal ou substancial? Nova decisão da cm sobre a questão*, In: RDM, nº 128, 2002, p. 225 e ss.; SALOMÃO FILHO, Calisto, *O novo direito societário*, 3ª ed. São Paulo: Malheiros, 2006, especialmente capítulo V.

59

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

60

CLARK, Robert Charles, *Corporate Law*, Nova Iorque: Aspen Law & Business, 1986, p. 97 e 98.

61

A respeito dos direitos de fiscalização, cf., por exemplo, LEÄS, Luiz Gastão Paes de Barros,  *Mercado de capitais & insider trading*, São Paulo: RT, 1982, p. 80 e ss.; MENZES CORDEIRO,

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

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

As hipóteses que autorizam o direito de retirada do acionista nas companhias estão previstas no art. 137, combinado com o art. 136, ambos da Lei das Sociedades por Ações. O Código Civil prevê o direito de retirada, no âmbito das sociedades limitadas, em seu art. 1037. A exclusão de sócios, com fundamento teórico na proteção do interesse social, é expressamente prevista para o caso das sociedades limitadas (art. 1085 do Código Civil) e inexistente no caso das companhias<sup>63</sup>. A dissolução parcial requerida judicialmente é ad-

mitida nas sociedades limitadas com relativa frequência e, apenas em específicas situações, autorizada nas companhias<sup>64</sup>, em razão de teórica diferença de natureza entre as relações sociais em um e outro tipo societário.

### 3. DIREITOS PATRIMONIAIS INDEROGÁVEIS E IRRENUNCIÁVEIS DO ACONISTA

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

Esses direitos ligam-se diretamente ao objetivo da organização societária e aos motivos que levaram à sua constituição<sup>65</sup>. São direitos que refletem diretamente a finalidade da sociedade, sem os quais, a insegurança quanto à apropriação dos resultados da empresa e à titularidade da parte investida no patrimônio social tornariam inviável a evolução do sistema societário até o ponto em que se encontra hoje, como componente fundamental do funcionamento econômico<sup>66</sup>. Por consequência, são direitos cuja existência não se sub-

63 A respeito do direito de retirada, cf., por exemplo, ASCARELLI, *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado, op. cit.*, p. 419 e ss. e LAMY FILHO; BULLHÖES PEDREIRA, *João de autoria de Luis Eduardo Balthes Pedreira*.

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

65 Cf. sobre o assunto, CAMINHA, Unie, *Dissolução parcial de s.a. - quebra da "aflicção societária" - apuração dos haveres*. In: *RDW*, nº 114, 1999, p. 174 e ss.. Ver, ainda, COMPARATO, Fábio Konder, *Relações sobre a dissolução judicial de sociedade anônima por impossibilidade de preenchimento do fim social*. In: *RDW*, nº 96, 1994, p. 67 e ss. e FRANÇA, Erasmo Valladao Azevedo e Novais (elaborado em conjunto com Marcelo Vieira Von Adamki), *"Affectio societatis": um conceito jurídico superado no moderno direito societário pelo conceito de "fim social"*. In: FRANÇA, Erasmo Valladao Azevedo e Novais, *Temas de societário, falimentar e teoria da empresa*. São Paulo: Malheiros, 2009, p. 27 e ss..

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

67 "L'impresca è la cellula fondamentale di qualunque tipo di economia organizzata." ASQUINI, Alberto, *Profillo dell'impresa*. In: *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, v. XL, parte 1, 1943, p. 4.

metre à vontade da assembleia dos acionistas ou ao estatuto social e, por sua importância institucional, nem mesmo à vontade de seus próprios titulares.

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

Para a proteção e materialização desses direitos, a Lei das Sociedades por Ações determina uma série de regras. Entre elas, as regras para a composição e modificação do capital social (arts. 5º a 10 e 166 a 174), para a avaliação e proteção dos haveres, aplicáveis a diversos eventos da vida societária (por exemplo, arts. 4º, 4º-A, 45, 215, 227, 228, 252, 256 e 264), para a organização das demonstrações contábeis da companhia (arts. 175 a 188), as regras sobre a destinação do lucro social (arts. 189 a 200) e aquelas que disciplinam a distribuição dos dividendos (arts. 201 a 205)<sup>67</sup>.

#### 4. DIREITO DO ACIONISTA AO DIVIDENDO

O direito ao lucro social decorre da própria razão de existência da sociedade, conforme visto nos itens anteriores. Como expressamente garantido pelo art. 109 da Lei das Sociedades por Ações, é o direito individual subjetivo do acionista, irrenunciável e inderrogável, aos frutos de seus investimentos na sociedade e de sua submissão ao risco empresarial<sup>68</sup>. Foi visto também que o lucro econô-

mico da sociedade não necessariamente coincide com o lucro social, sendo este a versão daquele, convertida para a linguagem do direito societário. Além disso, viu-se que o lucro social é partilhado entre diversas destinações antes de ser finalmente recebido pelos acionistas, na forma de dividendo.

O direito de participação nos lucros sociais, portanto, é um direito amplo, do qual decorre o direito ao dividendo, como uma de suas formas de materialização. Em outras palavras, é o direito aos lucros sociais que confere fundamento ao direito ao dividendo. O direito ao dividendo é especial em relação ao direito ao lucro e sua função é a de investir os acionistas do poder de obrigar a sociedade (e os administradores) a periodicamente apurar o lucro social, declará-lo e pagar uma parte dele aos acionistas<sup>69</sup>, se esta for a regra a que está submetida a sociedade.

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

O direito à participação nos lucros sociais e o direito ao dividendo não são, portanto, o mesmo direito. O fato de que o segundo decorre do primeiro não implica integral identidade entre ambos<sup>70</sup>.

67 Sobre os direitos essenciais e sua disciplina na Lei das Sociedades por Ações, ver, por exemplo, LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coords.). *Direito das companhias*, op. cit., v. 1, p. 303 e ss. (trecho de autoria de Marcello Barbosa).

68 "(...) que os acionistas, durante a vida do ente social, e até a data de seu término, devam ser os beneficiários naturais da atividade da entidade, é princípio tranquilo, estabelecido pelas normas que atribuem à sociedade o escopo de lucro, e garantido pelo seqüito de dispositivos que disciplina o delicado mecanismo, através do qual os acionistas influem na vida social. (...) Ao atribuir um direito subjetivo, a lei tem em vista uma finalidade, qual seja a de resguardar um interesse determinado, que protege mediante o reconhecimento de poderes e pela imposição de deveres às pessoas que se encontram em dada situação. Vimos, igualmente, que o direito subjetivo não consiste exclusivamente no poder da vontade para criar determinadas situações ou para exigir determinado comportamento alheio, já que pode haver uma pessoa, titular de um direito reconhecido pela lei, que não tem o poder de exercê-lo. O direito subjetivo supõe, concomitantemente, um bem ou interesse ligado ao sujeito por um liame criado ou consagrado pelo direito objetivo, que concede ao seu titular o poder de dispor desse bem como seu. (...) Concebemos o direito do acionista ao lucro social como um direito subjetivo inerente à qualidade de sócio, e do qual não pode ser despojado pela sociedade, por desprovida de legitimação para tanto. (...) Nesses termos, escopo lucrativo e direito aos lucros são dois

aspectos, um objetivo e outro subjetivo, de uma mesma fatispécica, e correspondem à mesma exigência da organização e da vida sociais." LEALIS. *Do direito do acionista ao dividendo*, op. cit., p. 285 e 299. Ver, também, SIMONETTO, Ernesto. *Utile, dividendi et accanti dividendi*. In: *Revista di diritto civile*, fasc. 1, 1962.

69 "Tata-se, portanto, de um direito que se apresenta com duas facetas básicas: uma abstrata, ou seja, o direito aos lucros sociais; uma concreta, ou seja, o direito ao dividendo deliberado. Daí que se aponta a sua sujeição a duas condições: uma suspensiva, que é a efetiva existência dos lucros, decorrente de sua apuração em balanço aprovado, e outra resolútiva, ou seja, que a assembleia não distribua esse lucro de maneira diversa, remetendo-o para reservas." BULCARELLI, Valdirio. *Comentários à lei das sociedades por ações*, v. 4, São Paulo: Saraiva, 1978, p. 52. Ver, também, ESTRELA, Hernani. *Direito do acionista ao dividendo*. In: *Direito comercial - estudos*. Rio de Janeiro: José Karfimo Editora, 1969; e FERRI, Giuseppe. *Diritto agli utili e diritto al dividendo*. In: *Revista di diritto commerciale*, fasc. 1, 1963, p. 405 e ss..

70 "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." BULCARELLI. *Comentários à lei das socie-*

Mais importante, o direito ao dividendo, quando existente, é, ao contrário do direito de participação nos lucros sociais, tanto derogável<sup>71</sup>, quanto renunciável<sup>72</sup>. Sua renunciabilidade e derogabilidade estão ligadas ao caráter dispositivo do dividendo, o qual, por sua vez, é reflexo do reconhecimento de que a sociedade é um ente eminentemente contratual, que deve ter relativa liberdade na determinação de sua política de utilização do lucro social<sup>73</sup>.

É claro que diversas são as circunstâncias que regulam a derogação e a renúncia do direito ao dividendo existente, com o intuito, fundamentalmen-

<sup>71</sup> *Idades por ações*, op. cit., p. 52. No mesmo sentido, RIPPERT: ROBLIOT (dir. Michel Carnajin), *Traité de droit commercial*, op. cit., p. 31 e 32, nota 36, e PITA, *Direito aos lucros*, op. cit., p. 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 dividendo*" 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" (LEAËS, *Do direito do acionista ao dividendo*, op. cit., p. 309 e 310). Igualmente, Carvalho afirma que "o direito aos lucros é igual ao direito ao dividendo, por isso que dividendo nada mais é do que lucro dividido equanimente entre todos que subscreveram o capital social" (CARVALHO, *Módulo. Comentários à lei de sociedades anônimas*, 3ª ed. São Paulo: Saraiva, v. 3, p. 796). "[É] derogável o direito que possa ser afastado através de cláusula estatutária que, pelo seu caráter normativo, produz efeitos para todos os casos idênticos que no futuro ocorrerem, em relação aos sócios atuais e aqueles que no futuro adquiram essa qualidade", PITA, *Direito aos lucros*, op. cit., p. 142 e 143.

<sup>72</sup> É renunciável o direito que pode ser extinto através de uma declaração para o efeito dirigida à sociedade pelo sócio e que apenas produz efeitos num caso concreto", PITA, *Direito aos lucros*, op. cit., p. 142.

<sup>73</sup> "Ora, entre os conceitos postos em crise, encontram-se os de direito inderrogável e de direito irrenunciável. Acompanhamos as críticas que em geral são feitas à utilização de tais categorias; pensamos, contudo, que elas põem em causa apenas uma determinada concepção dos direitos dos sócios, recebida do direito público, que os vê como uma espécie de limite ao poder de colectividade, último reduto de protecção contra o totalitarismo crescente das organizações, e que esqueceu que a sociedade comercial é um contrato, desde o momento da sua criação até o momento da sua extinção definitiva, contrato esse que existe para realizar interesses humanos, de homens e mulheres de carne e osso, a organização, a pessoa jurídica, é a execução desse contrato. Vendo as coisas assim, entendemos que faz sentido falar em direitos individuais dos sócios mas apenas para referir os direitos subjunctivos que o sócio pode exercer contra a sociedade e que lhe foram atribuídos por lei para satisfação de necessidades individuais; a sociedade e o bem são a satisfazer tais necessidades; o interesse é a relação entre o sócio, que sente a necessidade e o bem idôneo para a satisfazer. (...) [S]e o direito foi atribuído ao sócio, enquanto pessoa humana, nenhuma maioria pode impor à sua renúncia; porém, se o direito tiver sido atribuído ao sócio individualmente mas para protecção das minorias, poderá admitir-se a renúncia mediante deliberação de uma maioria qualificada, criando assim uma minoria de bloqueio. Mas note-se que a renunciabilidade ou irrenunciabilidade tem de ser vista, caso a caso, em função do regime jurídico estabelecido e só se põe face a uma pretensão concreta" (PITA, *Direito aos lucros*, op. cit., p. 142 e 143, em nota de rodapé). Em sentido diverso, o Prof. Leães entende que o direito ao dividendo é inderrogável e irrenunciável, coerentemente com sua opinião de que o direito de participação nos lucros sociais coincide com o direito ao dividendo. De fato, se se tratam do mesmo direito, esse direito uno não pode ser derogado, nem renunciado, por lógica e por expressa previsão legal. A respeito, cf. LEAËS, *Do direito do acionista ao dividendo*, op. cit., p. 347 e 348.

te, de proteger os interesses dos acionistas minoritários, cuja vontade a respeito da partilha do lucro social muitas vezes é desconsiderada, em favor do princípio majoritário das deliberações.

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

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

É natural que o direito ao dividendo seja renunciável, ainda que essa renúncia seja submetida a certas limitações. A renúncia ao direito ao dividendo não prejudica os interesses individuais dos sócios, nem ameaça a estabilidade da organização societária. Além disso, a renúncia ao direito ao dividendo é coerente com o sistema que exige liberdade na determinação das destinações do lucro social, para atender às específicas necessidades de cada sociedade. E, principalmente, a renúncia ao direito ao dividendo não significa renúncia ao direito de participação nos lucros sociais.

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

Essa conclusão parece, também, ser mais coerente com o sistema adotado pela Lei das Sociedades por Ações. Em primeiro lugar, o art. 109 fala em direito de participar dos *lucros sociais* e não de direito ao dividendo. Em segundo lugar, o mesmo art. 109 determina que “nem o estatuto social nem a assembleia geral poderão privar o acionista” do direito de participar dos lucros sociais. Se direito a participar dos lucros sociais fosse o mesmo que direito ao dividendo, essa disposição estaria em franca contradição com o art. 202, § 3º, o qual permite que a assembleia geral, por unanimidade dos *presentes*, em determinadas companhias, delibere pela distribuição de dividendo inferior ao mínimo obrigatório ou pela retenção de todo o dividendo. Além disso, o art. 132, II, prevê que a assembleia geral deverá obrigatoriamente deliberar, anualmente, sobre a “destinação do lucro líquido do exercício e a distribuição de dividendos”, o que garante a verificação anual pelos acionistas dos lucros sociais, dos quais devem participar, e a oportunidade periódica de decidirem a respeito da distribuição de dividendos (se serão distribuídos dividendos ou não, e quanto). Adicionalmente, ao possibilitar a emissão de ações de fruição e ao autorizar a amortização e o resgate de ações, a lei reconhece o evidente fato de que o lucro social alimenta diversas facetas da propriedade societária, não ficando a sua apropriação pelos acionistas reduzida à distribuição de dividendos. Finalmente, a disciplina do dividendo mínimo obrigatório também teria muito pouco sentido se o direito ao dividendo não fosse derogável e renunciável. O dividendo mínimo obrigatório é, essencialmente, uma solução de limitação à derogabilidade e à renunciabilidade do direito ao dividendo. Por meio da adição das regras sobre o direito ao dividendo mínimo obrigatório às regras gerais de controle de abuso de poder impostas aos controladores, acionistas e administradores, e às regras sobre retenção de lucros, a Lei das Sociedades por Ações criou um sistema sofisticado, que visa garantir que a decisão a respeito do *quantum* a ser distribuído equilibre adequadamente todos os interesses envolvidos. Esse *quantum*, a propósito, pode ser qualquer valor que resulte da interação regular entre os referidos interesses e que respeite os limites da lei.

Para baixo, o limite é aquele determinado pelas regras escolhidas (ou impostas pela lei, em determinados casos) para o pagamento do dividendo mínimo obrigatório em cada companhia. E como o direito do acionista ao dividendo é derogável e renunciável, nada impede que, respeitadas regras específicas como as dos arts. 202, § 2º, 109, § 1º, e 17, § 1º, II, o estatuto

social da companhia determine que nenhum dividendo mínimo obrigatório seja devido a todas as ações ou, no caso das preferenciais emitidas por companhias fechadas, a ações de determinada classe, sem o risco de nulidade ou anulabilidade do ato jurídico<sup>74</sup>.

74

Leões, em sentido contrário, entende que é nulo “um eventual pacto no ato da constituição da sociedade anônima, ou uma eventual deliberação no curso da vida da sociedade, que estabeleça a não distribuição dos lucros periódicos” (LEÃO, *Do direito do acionista ao dividendo*, op. cit., p. 348). A opinião de Leões, mais uma vez, funda-se na premissa de que direito de participação nos lucros sociais se confunde com direito ao dividendo, e que, portanto, essa participação pode se dar apenas por meio da distribuição de dividendos. O que se defende neste estudo é que o direito do acionista de participação nos lucros sociais pode ser satisfeito de diversas maneiras, inclusive pela distribuição de dividendos. A não distribuição pontual ou permanente de dividendos deve estar dentro do espectro de disposição da companhia, pois a melhor forma de partilha dos lucros é decisão que não pode ser tomada senão pela própria companhia. A não distribuição de dividendos não implica, assim, a não participação dos acionistas nos lucros sociais. Muito menos a mera previsão estatutária de que não haverá dividendo *mínimo obrigatório*. O que o direito brasileiro exige, apenas, é a previsibilidade da conduta da companhia, a proteção contra decisões arbitrárias de disposição do lucro social e a garantia de que os acionistas não se vejam presos, economicamente, dentro de uma companhia que não pretende atender às suas expectativas de retorno. Dessa forma, não será ilícita nem a deliberação que para um determinado exercício social decida pela não distribuição de dividendos (respeitados os preceitos legais discutidos nesta obra, especialmente o art. 202, § 3º e nem a disposição estatutária, criada a partir de deliberação regular, que determine, expressa e justificadamente, que a companhia não distribuirá dividendos, apontando formas diversas de assegurar aos acionistas o direito essencial de participação nos *lucros sociais*. A política de utilização do lucro social pela companhia estará clara para todos os acionistas presentes ou futuros. Tal disposição estatutária não encontra, de fato, nenhuma barreira legal, desde que se garanta, por meios alternativos, a participação dos sócios nos lucros sociais, em cumprimento às disposições do art. 109, I, da Lei das Sociedades por Ações, e do art. 1008 do Código Civil, e desde que não haja abuso ou outra irregularidade na conduta dos administradores ou acionistas interessados. A lei não determina a forma pela qual os sócios devem participar dos lucros sociais e, nem mesmo, determina que essa participação seja limitada pelo mínimo para o dividendo obrigatório, excetuados, apenas, os casos de companhias, cujos estatutos sociais sejam omissos a respeito (inc. 1 do caput e § 2º do art. 202) e o caso das ações preferenciais sem direito de voto ou com restrição ao exercício deste direito que se destinem à negociação em mercado de valores mobiliários (art. 17, § 1º). Difícil imaginar, portanto, que a lei permita que o estatuto social estabeleça um dividendo mínimo obrigatório (a propósito, a insuportância quanto a essa matéria foi, com toda a probabilidade, a razão pela qual o estatuto social da *start up* OGX Petróleo e Gás Participações S.A. optou por um dividendo mínimo obrigatório de 0,001% do lucro social; cf. [www.ogx.com.br](http://www.ogx.com.br)). A regra da igualdade de tratamento, prevista no art. 109, § 1º, da Lei das Sociedades por Ações permite, ademais, que o não pagamento de dividendos seja imposto apenas às ações ordinárias e não às preferenciais, por exemplo. Ou, lembrando-se que o art. 16 determina taxativamente as hipóteses de diferenciação das ações ordinárias em classes, não incluindo, entre essas hipóteses, diferenças no recebimento dos dividendos, mas apenas os investidores, preferencialistas. Pode-se, ainda, determinar titular de *golden-share* não fará jus ao recebimento de dividendos. Pode-se, ainda, determinar que nenhum acionista receberá dividendos, no caso de uma sociedade de propósito específico, com prazo determinado de duração, que necessite de investimento, mas que pretenda partilhar os lucros apenas ao final do empreendimento. Ou uma sociedade de investimento, que se destine unicamente a multiplicar o investimento inicial dos sócios, reinvestindo todo o lucro

Para cima, a principal limitação, naturalmente, é a necessidade de existência do lucro. Mas não é a única. Outras limitações, ligadas à natureza da organização societária, também se impõem. O direito ao dividendo é limitado, acima de tudo, pelo interesse social. Assim, a composição e as fontes do dividendo são minuciosamente reguladas pela lei (especialmente pelo art. 201 da Lei das Sociedades por Ações), com o objetivo de proteger a integridade do capital social<sup>75</sup>, o patrimônio social como um todo e os direitos dos credores<sup>76</sup>. O lucro social, além disso, deve ser partilhado entre diversas destinações, concorrentes ou prioritárias em relação ao pagamento do dividendo<sup>77</sup>. Entre as

em novos ativos e permitindo apenas resgates programados, mas não a distribuição periódica de frutos. Enfim, são situações que podem até ser consideradas indesejáveis, por uma série de razões, do ponto de vista de um ordenamento que objetiva o fortalecimento de seu mercado de capitais, mas que, definitivamente, não são proibidas pela Lei das Sociedades por Ações, sendo a hipótese, contudo, é necessário ressaltar que, sob pena de nulidade, a disposição estatutária não poderá suprimir direta ou indiretamente o poder da assembleia-geral de a qualquer momento modificar o estatuto social, mesmo que quorum especial seja exigido, de maneira a novamente autorizar a distribuição de dividendos, mínimos obrigatórios ou genéricos. Da mesma forma será nula disposição estatutária que direta ou indiretamente retire dos sócios permanentemente o direito essencial de participação nos lucros sociais. Destaca-se, por fim, importante trecho da Exposição de Motivos da Lei das Sociedades por Ações, a esse respeito: "(a) idéia da obrigatoriedade legal de dividendo mínimo tem sido objeto de amplo debate nos últimos anos, depois que se evidenciou a necessidade de se restabelecer a ação como título de renda variável, através do qual o acionista participa dos lucros na companhia. Não obstante, é difícil generalizar preceitos e estadios de desenvolvimento diferentes. Daí o Projeto fugir a posições radicais, procurando medida justa para o dividendo obrigatório, protegendo o acionista até o limite em que, no seu próprio interesse, e de toda a comunidade, seja compatível com a necessidade de preservar a sobrevivência da empresa. O Projeto deixa ao estatuto da companhia margem para fixar a política de dividendos que melhor se ajuste às suas peculiaridades, desde que o faça de modo preciso (...). Nas companhias a se constituírem no futuro, não há limites mínimos para o dividendo obrigatório, porque os subscretores ou adquirentes de suas ações estarão tomando suas decisões no conhecimento da norma estatutária. Nas companhias em funcionamento, o estatuto poderá fixar livremente o dividendo, mas se o fizer em nível inferior a 25% dos lucros a minoria dissidente ficará protegida pelo direito de recurso (...). Nas companhias cujo estatuto for oneroso prevalecerá a regra legal supletiva da obrigatoriedade de distribuição de metade do lucro líquido, com os ajustamentos previstos (...), que visam a eliminar os riscos de que a distribuição de dividendos possa ser fonte de problemas financeiros para a companhia".

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

"Eltivamente, a distribuição de dividendos liga-se à existência de lucros, no exercício, e o controle legal prende-se à necessidade de manter a integridade do capital social, como índice da situação patrimonial." BULCARELLI. *Comentários à lei das sociedades por ações*, op. cit., p. 48. Para uma análise de direito comparado, a respeito dos limites superiores da distribuição de dividendos, cf. HARBICH. *Conceito e destinação do lucro na nova lei das sociedades por ações*, op. cit., p. 47 e ss.

prioritárias, estão o pagamento do Imposto sobre a Renda, a compensação de prejuízos acumulados, o preenchimento da reserva legal e o pagamento de participações de administradores, empregados e partes beneficiárias no lucro social. Entre as concorrentes<sup>78</sup>, o preenchimento de reservas estatutárias e a própria situação financeira da companhia por exemplo. Por consequência, a periodicidade, a quantidade e, portanto, mesmo a obrigatoriedade da distribuição dos dividendos, também se submetem ao interesse social. O acionista não pode pretender receber dividendos a qualquer tempo ou continuamente. A quantidade do lucro social a ser distribuída como dividendos não está sob a integral discricionariedade dos acionistas. E a distribuição deve seguir as disposições legais e estatutárias, que, por sua vez, devem respeitar as exigências impostas a todo o procedimento de apuração, declaração e pagamento do dividendo. O lucro social, primordialmente, deve atender ao interesse social. A decisão da coletividade ou a opinião da administração podem, em diversos casos, legitimamente, diminuir, ou eliminar, a parcela de lucro social existente a ser distribuída como dividendo<sup>79</sup>.

O direito ao dividendo, mesmo se previsto por lei ou pelo estatuto social, é, ainda, um direito expectativo<sup>80</sup>: depende da existência do lucro, e da vontade

78 A partir de uma visão mais ampla, o direito essencial de participação dos lucros sociais concorre com os direitos dos credores e com os demais direitos dos acionistas, tomados em conjunto. Nesse sentido: "(d)le 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." 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, p. 148.

79 "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 resolútiva, 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." BULCARELLI. *Comentários à lei das sociedades por ações*, op. cit., p. 54.

80 "Olu seja, o direito a adquirir dinheiro" (BULCARELLI. *Comentários à lei das sociedades por ações*, op. cit., p. 53). Não significa, ressalte-se, mera expectativa, mas sim direito puro, defensável e exigível, a aquisição, submetida a condições, de outro direito. Pontes de Miranda é preciso e exauriente a esse respeito: "Tem-se pretendido que a linha entre a expectativa e o direito expectativo é confusa, ou ondulante, ou cambiante, ou vaga, ou obscura. Tem-se de repetir tal atitude cética. Seria de graves consequências tolerarem-se, na ciência do direito, tais indistinções, tais claros-escuros. Ou o que se observa. In: *casu*, é expectativa, ou é direito expectativo. O jurista não pode renunciar a dar resposta precisa e verdadeira. Trata-se de

social, manifestada ou omissa, em forma própria e conforme o caso, para poder ser efetivo<sup>81</sup>. O lucro, ademais, deve existir de acordo com as regras do direito societário e consubstanciar-se em autêntico lucro social. Não basta que seja meramente lucro econômico. A verificação da existência de lucro social pode ser exigida pelo sócio, com base no direito expectativo que possui, mesmo que não venha se tornar direito expectado. Uma das facetas do direito ao dividendo (e também do direito do acionista de participação dos lucros sociais) projeta-se, portanto, para o momento anterior à constatação da existência de lucro social, protegendo desde aí os interesses legítimos do acionista. Depois de formalizada a existência do lucro social nas demonstrações financeiras da companhia, o direito do sócio ao dividendo pode ser novamente ameaçado, caso a administração não elabore as demonstrações financeiras de acordo com a lei e não submeta a deliberação a respeito da partilha do lucro social líquido e da distribuição de dividendos à assembleia geral. Por isso, para fins de proteção dos interesses dos sócios, não importa a distinção entre direito ao dividendo declarado e direito ao dividendo a declarar<sup>82</sup>. São interesses protegidos pelo mesmo fundamento, mas

81 O problema de ciência, para cujas dificuldades só há um remédio: o de mais segura investigação e esforço de inteligência. Ou há, *in casu*, direito expectativo, ou não no há. A demarcação é imprescindível; e de toda a relevância teórica, porque é demarcação entre mundo fático e mundo jurídico. Quando falo de expectativa (jurid), estou necessariamente aludindo à posição de alguém em que se perfizem elementos do suporte fático, de que será fato jurídico, produtor de direitos e outros efeitos, porém ainda não todos os elementos do suporte fático; a regra jurídica, a cuja incidência corresponde o fato jurídico, ainda não incidiu, porque o suporte fático ainda não há (PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado*, t. V, 2ª ed. Rio de Janeiro: Borsari, 1955, p. 291).

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

83 "Il diritto soggettivo del socio al dividendo (da deliberare) risulta d'altronde confermato dalla ricorrenza di taluni indizi sentoni, quali la disponibilità (...) di esso e la sua tutelabilità. Ciò che esso ha di particolare è il collegamento di mezzo a fine che sussiste fra esso e il diritto al dividendo deliberato; in questo senso può dirsi che esso ha carattere di diritto preliminare o, secondo la terminologia di una recente dottrina, di diritto eventuale, intendendosi per tale il diritto di un soggetto all'acquisto di un altro diritto (definitivo), categoria nella quale si fanno rientrare varie ipotesi, quali la situazione del soggetto che ha concluso un contratto preliminare,

que exigem, para sua proteção, a atuação de facetas diversas do direito do acionista ao dividendo. Se há o direito ao dividendo, ou seja, se há previsão legal ou estatutária para sua distribuição, ainda que condicionada, e se ele não foi derogado e nem a ele se renunciou, então a sua tutela estende-se desde a obtenção do lucro econômico até o pagamento dos dividendos, sem limitação formal. Após declarado, o dividendo torna-se crédito líquido e certo do acionista, que pode cobrá-lo na qualidade de credor. Continua a ser o mesmo direito ao dividendo, embora transformado em crédito, em razão da efetivação das necessárias condições lógicas e legais<sup>83</sup>.

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

83 dell'erede riservatario nella successione dei legittimi ecc. La qualificazione accolta equivale a quella di diritto astratto al dividendo nella eccezione di una meno recente ma autorevole dottrina, ma sembra da preferirsi ad essa per la equivocità della nozione della "astrattezza" che nella materia in oggetto ha finito per acquisire i significati più disparati e a volte esattamente contrari". PETTITI, Domenico. *Contributo allo studio del diritto dell'azionista al dividendo*. Milano: Giuffrè, 1957, p. 25 e ss.

84 O direito de participar dos lucros sociais destaca-se como o direito patrimonial de maior relevo. Dentre todos os direitos de acionista - essenciais ou de qualquer outra categoria - o direito de participação nos lucros é aquele que se liga mais diretamente ao objetivo das sociedades comerciais. Se o que caracteriza as companhias é a finalidade lucrativa (art. 29), e se tais sociedades são instrumentos criados pelos acionistas com a finalidade de auferir resultados econômicos a serem por ele percebidos, é lícito entender que se trata de direito diretamente ligado à finalidade empresarial que congrega os acionistas, enquanto os demais direitos seriam, de certa maneira, meios para viabilizar o funcionamento adequado das atividades da sociedade. (...) O direito de participar dos lucros pode ser dito "genérico", porque contém poderes jurídicos cujo objeto representa uma fração do lucro considerado genericamente, e não determinadas quantidades de lucro. (...) Esse direito genérico tem a característica de dar origem ao nascimento de direitos específicos, que são instrumentos de concretização do direito de participar dos lucros: a) em cada exercício social (ou em cada período de delimitação menor, se o estatuto prevê dividendos intermediários) nasce para o acionista o direito à apuração e distribuição do lucro ganho no período; b) de cada ato dos órgãos sociais que põe à disposição e distribuição do lucro ganho no período de crédito ao dividendo declarado; c) de cada ato dos órgãos sociais que capitaliza o lucro do período, lucros acumulados ou reservas, nasce para o acionista o direito à fração do total de ações bonificadas resultantes do aumento de capital. O direito genérico de participar do lucro é, portanto, abstrato - refere-se a objetos sem características individualizadoras - e os direitos à apuração e distribuição, ao dividendo e às ações bonificadas são direitos concretos, cujos objetos são determinados ou particularizados. LAMY-FILHO, BULHÕES PEDREIRA (coords.). *Direito das companhias*. v. 1, *op. cit.*, p. 303 e 307. (trecho de autoria de Marcelo Barbosa).

## 5. DIREITO DO AÇIONISTA AO DIVIDENDO MÍNIMO OBRIGATÓRIO

Se há limites superiores para a distribuição do lucro social como dividendo, em atenção à preservação do sistema societário, há também limites inferiores, que restringem o poder da maioria assemblear<sup>84</sup> e dos administradores, assegurando, em alguns casos, um efetivo recebimento periódico, pelos sócios, de parcela mínima do lucro social.

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

Disposições legais limitadoras presumem a possibilidade de abuso por parte da maioria, ou dos administradores, com relação à partilha do lucro social. Disposições estatutárias, que não decorrem de imposição legal, relacionam-se, normalmente, à construção da reputação da companhia perante seus acionistas e perante o mercado, quanto à sua política de distribuição de dividendos.

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

O dividendo mínimo obrigatório é subclasse da categoria dos dividendos. Assim como os sócios podem receber, a título de dividendo, parcela do

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

No Brasil, o art. 202 da Lei das Sociedades por Ações estabelece as regras para o cálculo do dividendo mínimo obrigatório a ser distribuído em cada exercício. O dispositivo, que será cuidadosamente analisado no Capítulo IV, é organizado, além do seu *caput*, com seus três incisos, em seis outros parágrafos. O *caput* se refere às condições de obrigatoriedade do dividendo, ao caráter dispositivo de seu cálculo e à hipótese de omissão do estatuto social. O inciso primeiro dispõe, especialmente para os casos de omissão estatutária, sobre as reduções ou acréscimos primários (constituição da reserva legal, formação e reversão da reserva de contingências). Os incisos II e III do *caput* regulam o aproveitamento do lucro antes e depois de ser realizado. Os parágrafos primeiro e segundo disciplinam a liberdade de determinação da forma do cálculo do dividendo obrigatório e seus limites. O parágrafo terceiro disciplina a distribuição de dividendo inferior ao mínimo obrigatório ou a retenção de todo o lucro líquido distribuível. Os parágrafos quarto e quinto tratam da hipótese de não pagamento de dividendos, caso incompatíveis com a situação financeira da companhia. O parágrafo sexto determina que todo o remanescente do lucro distribuível, sem destinação determinada na forma da lei, deve ser distribuído aos acionistas como dividendos.

O Decreto-Lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940, em seu art. 131, autorizava a plena liberdade na estipulação do *quantum* do lucro que seria distribuído como dividendo, seja pelo estatuto social, seja em cada assembleia geral. A ausência de regulação permitiu que se interpretasse, inclusive, que, na omissão do estatuto, havendo lucro, todo ele deveria ser distribuído aos acionistas. Acabou por prevalecer, contudo, o poder de decisão da assembleia so-

84

A propósito do princípio da predominância da maioria nas deliberações societárias, fundamentado para a compreensão da questão, cf., por exemplo, ASCARELLI, Tullio. Sui poteri della maggioranza nella società per azioni ed alcuni loro limiti. In: *Rivista di diritto commerciale*, 1953, p. 169 e ss.; CASSOTTANA, Marco. L'abuso di potere a danno della minoranza assembleare. In: *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, nº 120. Milão: Giuffrè, 1991; CALCANO, Francesco. Il principio di maggioranza nelle società personali. Padova: Cedam, 1960; CALCANO, Francesco. La forza del numero e la legge della ragione. Storia del principio di maggioranza. Bolonha: Il Mulino, 2008; CIERKE, Otto von. Sulla storia del principio di maggioranza (sem referências aos tradutores). In: *Rivista delle società*, nº 6, fasc. 6, nov. a dez., 1961, p. 1103 e ss.

bre a matéria. A lei de 1976 alterou a regra geral para os casos de omissão do estatuto. Consolidou a obrigatoriedade de um dividendo mínimo nos casos de omissão estatutária e conferiu aos órgãos de administração poderes para suspender a distribuição em determinadas situações.

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

## 6. FUNÇÃO DA TUTELA DO DIREITO AO DIVIDENDO

### MÍNIMO OBRIGATORIO

Há seis regras fundamentais na disciplina brasileira do dividendo mínimo obrigatório, estabelecidas na Lei das Sociedades por Ações: (i) a companhia é livre para decidir quais critérios de determinação do dividendo mínimo obrigatório irá utilizar, desde que esses critérios sejam regulados com precisão e minúcia e não sujeitem os acionistas minoritários ao arbítrio dos órgãos de administração ou da maioria (art. 202, *caput* e § 1º); (ii) no caso de omissão do estatuto social, os acionistas terão direito a receber como dividendo mínimo obrigatório 50% do lucro líquido do exercício, diminuído da importância destinada às reservas legal e para contingências (ou acrescentado de reversão desta última) (art. 202, *caput* e inc. I); (iii) quando o estatuto social for omis-

so e a assembleia geral deliberar alterá-lo para introduzir norma sobre a matéria, o dividendo obrigatório não poderá ser inferior a 25% do lucro líquido ajustado (art. 202, § 2º); (iv) a redução do dividendo mínimo obrigatório enseja direito de retirada do acionista, mediante reembolso do valor de suas ações (art. 137 c.c. art. 136, III)<sup>86</sup>; (v) a destinação dos lucros para a constituição de reservas estatutárias ou para o cumprimento de orçamento de capital não pode ser aprovada, em cada exercício, em prejuízo da distribuição do dividendo mínimo obrigatório (art. 198)<sup>87</sup>; e (vi) todo o lucro líquido para o qual não houver destinação definida, na forma da lei, deverá ser distribuído aos acionistas (art. 202, § 6º).

A Lei das Sociedades por Ações, como se nota, buscou desenhar uma solução que reduzisse os conflitos relativos à partilha do lucro social, por meio do aumento da previsibilidade e eficácia das regras de distribuição de dividendos<sup>88</sup>. Com esse objetivo, a lei, em primeiro lugar, conferiu liberdade à

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

87

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

88 Em termos empíricos da microeconomia, a lei buscou o preenchimento *ex ante* do estatuto social, um contrato incompleto, com relação à partilha do lucro social. Pretendeu, dessa maneira, reduzir custos *ex post* da negociação entre controladores, minoritários, administradores e o próprio Estado, promovendo uma maior economia e eficiência de todo o sistema. Incentivou o que a literatura especializada passou a identificar como "agreeing now to agree later". Sobre contratos incompletos e sua análise econômica, cf., por exemplo, HART, Oliver D. (org.), *The nature of the firm - origins, evolution and development*, Nova Iorque: Oxford University Press, 1991, p. 138 e ss.; HART, Oliver D.; MOORE, John, *Incomplete contracts and renegotiation*, In: *Econometrica*, 1998, v. 56, p. 755 e ss.; HART, Oliver D.; MOORE, John, *Foundations of incomplete contracts*. In: *review of economic studies*, 1999, v. 98, p. 115 e ss.; KATZ, Avery W., *Contractual incompleteness: a transactional perspective*. In: *Case Western Reserve Law Review*, 2005, v. 56, p. 169 e ss.; BRATTON, William W., *Dividends, noncontractibility, and corporate law*. In: *Cardozo law review*, 1997, v. 19, p. 409 e ss. Na doutrina nacional, cf. SZTAIN, Rachel VERCOSA, Haroldo M. Dauder, *A incompletude do contrato de sociedade*. In: *RDM*, nº 131, 2003, p. 7 e ss.; AZEVEDO, Paulo Funguin da, *Contratos: uma perspectiva econômica*. In: ZILBERSTAIN, Décio; SZTAIN, Rachel (orgs.), *Direito e economia*. Elsevier: Rio de Janeiro, 2005,

companhia para a estipulação da regra de partilha do lucro social, reconhecendo que apenas a própria companhia seria capaz de determinar com precisão qual a melhor destinação de seu fluxo de caixa livre<sup>88</sup>. Admitindo, porém, que a plena liberdade poderia abrir espaço para abusos e comportamentos oportunistas, a lei determinou que os critérios para a determinação do dividendo mínimo devem ser precisos e minuciosos e não sujeitem os acionistas minoritários ao arbítrio dos órgãos de administração ou da maioria<sup>89</sup>. Fundada no mesmo pressuposto, a lei acrescentou ainda dois fortes estímulos para que os critérios de determinação do dividendo mínimo sejam previstos no estatuto social, reiterando seu caráter de permanência e previsibilidade: as regras de que, em caso de omissão, o dividendo mínimo será de 50% do lucro líquido ajustado e de que a inclusão de cláusula a esse respeito no estatuto omissivo deverá atender ao limite mínimo de 25% do lucro líquido ajustado<sup>91</sup>. Em

p. 112 e ss. De acordo com o Prof. Comparato, a propósito, "feijões regulamentos estatutários ou convencionais exercem o papel de verdadeiro escudo protetor" dos investimentos dos acionistas minoritários (COMPARATO, Fábio Konder. O direito ao dividendo nas companhias fechadas. In: *Direito empresarial - estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1990, p. 162).

89 A esse respeito, vale repetir 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 restarar 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. Dar o Projeto fôlego a posições radicais, procurando medida justa para o dividendo obrigatório, protegendo o acionista até o limite em que, no seu próprio interesse, e de toda a comunidade, seja compatível com a necessidade de preservar a sobrevivência da empresa. O Projeto deixa ao estatuto da companhia margem para fixar a política de dividendos que melhor se ajuste às suas peculiaridades, desde que o faça de modo preciso (...)".

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

Nesse sentido, cf. trecho extraído da nota nº 2 do voto proferido pelo diretor Marcos Barbosa Pinho, no âmbito dos processos administrativos CVM nº R2007/10879 e R2007/13216, julgados em 24 de outubro de 2008, do qual foi relator: "Para incentivar que esse acordo seja feito logo na constituição da companhia, a lei prevê uma regra dispositiva bastante exigente: em caso de omissão do estatuto, a companhia é obrigada a distribuir o elevado percentual de 50% do lucro líquido (art. 202, II, além disso, as companhias que vierem a surgir a omissão do estatuto após a constituição não poderão fixar dividendos obrigatórios em percentual inferior a 25% do lucro líquido do exercício (art. 202, § 2º)". No mesmo sentido, Leães afirma que "orientada no sentido de 'fugir às posições radicais' (...), a lei não fixou um limite mínimo para o dividendo obrigatório estatutário, se bem que tenha alocado poderoso estímulo a favor desse evento. Pois, sendo o estatuto omissivo, prevalecerá o dividendo legal obrigatório de 50% do lucro líquido, ficando certo, ainda, que, nesse caso, quando a assembleia vier a introduzir po-

complementação, a redução do dividendo mínimo obrigatório foi incluída entre as hipóteses que ensejam direito de retirada, o que visa desestimular a prática por parte da companhia e conferir alternativa para o acionista<sup>92</sup>, especialmente no caso das companhias fechadas<sup>93</sup>. Além disso, o dividendo mínimo obrigatório é prioritário em relação a quaisquer destinações criadas pelo estatuto ou pela assembleia geral, com exceção dos dividendos especiais dos preferencialistas, o que implica uma notável proteção aos acionistas minoritários. Por fim, são proibidas retenções de lucro sem que haja previsão legal ou destinação específica. Ou seja, todo lucro para o qual não há destinação regulamentar prevista é tido como lucro, cujo reinvestimento não é necessário para a companhia e, portanto, deve ser distribuído aos acionistas.

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

estatuto norma sobre a matéria, impõe-se à fixação de um dividendo mínimo obrigatório de 25% do lucro líquido do exercício" (Leães. *Dividendo obrigatório e participação dos administradores nos lucros da companhia*, op. cit., p. 198 e ss.). Na jurisprudência, cf. por exemplo, a Apelação Cível nº 35.975, julgada em 24 de julho de 1979, pela 6ª Câmara Cível do Tribunal de Alçada Civil do Estado do Rio de Janeiro, na qual determinou-se improcedente o pedido de retirada formulado pela Casa Comércio e Indústria S/A em face da Metalgráfica Rio Industrial S/A, em razão da redução do dividendo mínimo obrigatório, cuja disciplina era anteriormente prevista no estatuto social, para 6% do lucro líquido.

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

93 Sobre a função da disciplina do dividendo diante da realidade das companhias fechadas, cf., na doutrina nacional, COMPARATO. *O direito ao dividendo nas companhias fechadas*, op. cit., p. 158 e ss., e no direito norte-americano, MOLL, Douglas K. Shareholder oppression & dividend policy. In: *The close corporation*. In: *Washington and Lee law review*, 2003, v. 60, p. 841 e ss.. Para uma visão geral da distribuição de dividendos nas sociedades em geral, cf. COULTO SILVA, Alexandra. Distribuição de dividendos nas sociedades civis e comerciais. In: *Revista de Direito bancário, do mercado de capitais e da arbitragem*, nº 16, 2002, p. 42 e ss..

em suas atividades ou mantidos como garantia para credores e, de outro lado, que o excesso de retenção desestimulasse os investidores.

Além disso, ao estimular que a disciplina sobre o dividendo mínimo obrigatório consistisse do estatuto social, a lei também visou à redução de riscos e custos relacionados a questões de ação coletiva, na medida em que reduziu a necessidade de participação ativa de cada acionista no controle sobre a destinação da parcela dos lucros sociais correspondente ao dividendo mínimo obrigatório.<sup>94</sup>

Na prática, a lei de 1976 procurou corrigir uma situação vigente na época do Decreto-Lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940, durante a qual a definição do dividendo a ser distribuído ficava exclusivamente a cargo da maioria, reunida em assembleia. Como consequência, os lucros sociais eram comumente reinvestidos em sua integralidade, por decisão da administração e dos controladores. Nessa época, e ainda por muito tempo no País, os dividendos perderam grande parte de seu caráter de retorno financeiro dos investimentos, o que, naturalmente, não contribuiu para o fortalecimento do investimento popular nas atividades produtivas. A situação abriu margem para abusos e desestimulava o desenvolvimento do mercado e da economia<sup>95</sup>. A modificação da disciplina sobre a partilha dos lucros sociais era, portanto, essencial para uma lei que declaradamente se propôs a fortalecer o mercado de capitais<sup>96</sup>.

94 Para um estudo completo a respeito dos mecanismos de ação coletiva, cf. a excepcional obra de OLSON, Mancur. *The logic of collective action - public goods and the theory of groups*. Cambridge: Harvard University Press, 1971. Cf. também, EASTERBROOK, Frank H.; FISCHL, Daniel R. *Auction and sunk costs in tender offers*. In: *Stanford law review*, nº 1, 1982, v. 35, p. 1 e ss.; e EASTERBROOK, Frank H.; FISCHL, Daniel R. *Voting in corporate law*. In: *Journal of law and economics*, nº 2, 1983, v. 36, p. 395 e ss.

95 "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: 1 - a modificação de idéias, crenças e valores errados, amplamente difundidos em nosso sistema cultural, sobre a natureza da ação, como valor mobilizatório, 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; 2 - 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 injusto, ou não equitativo, o que possam ser submetidos por administradores ou acionistas manipuladores da companhia que exerçam seus ditos ou poderes de modo discriminatório ou abusivo (...)", LAMY FILHO, BUIHÕES PEDREIRA. *A lei das S.A., op. cit.*, p. 159. A lei, de acordo com a Exposição de Motivos nº 196, de 24 de junho de 1976, "visava 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

## 7. NECESSIDADE CONTEMPORÂNEA DA TUTELA DO DIREITO AO DIVIDENDO MÍNIMO OBRIGATORIO

Diversas são as passagens, na literatura sobre dividendos, que ilustram o temor com que os acionistas minoritários e os propugnadores do desenvolvimento do mercado de capitais enxergam o excesso de poderes dos controladores ou administradores sobre a partilha do lucro social. Além da afirmação atribuída ao diretor da *Norddeutscher Lloyd*, referida no início deste trabalho, pelo menos dois outros eventos recorrentemente simbolizam os desafios enfrentados pela construção da tutela do direito ao dividendo. Igualmente lendária é a frase atribuída ao banqueiro Fürstenberg, segundo o qual "o acionista é um tolo e um arrogante: tolo porque nos dá seu dinheiro; arrogante porque deseja ainda receber dividendo"<sup>97</sup>. Também digno de nota, o episódio em que Henry Ford sustentou "que a finalidade precípua de sua companhia não era produzir lucros para distribuí-los aos acionistas, mas reinvestir o máximo possível de modo a criar novos empregos e aumentar o padrão de vida da comunidade inteira"<sup>98</sup>. A política de reinvestimento instituída por Ford deu origem a uma das mais representativas batalhas judiciais em matéria de distribuição de dividendos. A disputa entre a família Dodge e a Ford Motors Company, pela distribuição de dividendos acumulados, resultou em importantes contribuições para a construção do direito dos sócios aos dividendos e para a determi-

96 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."

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

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

nação dos deveres e da extensão da liberdade dos administradores com relação à decisão de reinvestimento dos lucros<sup>99</sup>.

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

Na visão de Adolf A. Berle Jr e de Gardiner C. Means, emoldurada na primeira metade do século XX, logo após o *crash* de 29, a tendência de crescente concentração do poder social nas mãos dos administradores, destracado da prioridade das ações, modificaria a política de financiamento das macroempresas, que passariam a absorver em escala cada vez maior os fundos internos (*"a policy of growing from within"*), afetando diretamente a distribuição de dividendos, de forma tão intensa quanto se sentissem os administradores seguros no controle<sup>100</sup>.

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

De toda forma, a intenção dos acionistas investidores de obter dividendos ou o sistema jurídico que, em cada ordenamento, protege essa intenção, representam o limite que os controladores e administradores interessados no reinvestimento dos lucros sociais buscam, em teoria, extrapolar<sup>101</sup>.

99 Dodge et al. v. Ford Motor Company, et al. (204 Mich. 459, 170 N.W. 668), julgado pela Suprema Corte do Estado de Michigan, em 7 de fevereiro de 1919. Com certa semelhança, na jurisprudência nacional, pode-se citar a Apelação Civil nº 215.832, julgada em 09 de dezembro de 1975, pela Primeira Câmara do Primeiro Tribunal de Alcada Civil do Estado de São Paulo, em que era apelante CASP Sociedade Anônima Industrial e Comércio e apelado o Banco do Estado de São Paulo (também mencionado em ELZIRIK, Nelson; BASTOS, Aurélio Wander. *Mercado de capitais e sã* - jurisprudência Belo Horizonte e Rio de Janeiro: CNBV-CODINAC, 1987).

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

101 "E na mesma medida em que se procura ampliar, através de um instrumental copioso e complexo, as normas de financiamento exógeno, para absorver os recursos oferecidos pelo

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

De fato, a decisão de se distribuir ou não dividendos mostra-se tão complexa, e ambígua em suas razões, que Fischer Black, em artigo fundamental sobre o tema, publicado em 1976, escreveu que: "[t]he harder we look at the dividend picture, the more it seems like a puzzle, with pieces that just don't fit together"<sup>102</sup>. Opinião essa compartilhada por Richard A. Brealey e Stewart C. Myers, para quem a decisão sobre a distribuição de dividendos ("how can we resolve the payout controversy?") é uma das dez questões não resolvidas na ciência das finanças<sup>103</sup>.

Muito se cogita, também, entre financeiras e economistas, a respeito da preferência dos acionistas pelo dividendo. Franco Modigliani e Merton Miller,

mercado monetário e de capitais, o empresário atual se esforça também por tempo as tradicionais fronteiras em que se confina o processo de capitalização por meios próprios. Ora, como é óbvio, essa procedência encontra, no direito do acionista ao dividendo, uma obstinada resistência e o seu possível limite. Natural, portanto, que se cuide de conceber recursos técnicos e jurídicos para obviá-lo, quanto mais não seja para conectar práticas viciosas, largamente utilizadas na espécie: "LEAES, Do direito do acionista ao dividendo, op. cit., p. 8.

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

103 BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C.; ALLEN, Franklin. *Principles of corporate finance*, 8ª ed. New York: Irwin McGraw-Hill, 2005, p. 360 e ss. A mesma ideia foi explorada em inúmeros outros trabalhos, que possuem em comum o exame dos fatores que influenciam a decisão de pagamento dos dividendos. Entre eles, além dos mencionados neste item, por exemplo, HAKKANSSON, Nils H. To pay or not to pay dividend. In: *Journal of finance*, mai, 1982, v. 37, p. 415 e ss. e, com revisão das teorias propostas por diversos autores, JENSEN, Michael C. *A theory of the firm*. Cambridge: Harvard University Press, 2003, p. 161 e ss.

ganhadores do Prêmio Nobel de Economia, defenderam, sob uma série de circunstâncias, a irrelevância da política de dividendos para os acionistas. Sinteticamente, os autores afirmaram que é indiferente para os acionistas o quanto de dividendos recebem e o tempo dos recebimentos, uma vez que o incremento de valor de cada ação, decorrente do reinvestimento dos lucros, e a possibilidade de vender e comprar ações a qualquer tempo (desconsiderando os custos de transação, questões de liquidez e diferenças na taxação dos dividendos em relação ao ganho de capital) permitiriam aos acionistas construir seu próprio "fluxo de dividendos"<sup>104</sup>. Para os defensores dessa corrente, mesmo se consideradas as imperfeições do mercado, ainda assim não haverá, em regra, preferência pelo recebimento de dividendos ao reinvestimento dos lucros. O efeito provável será a concentração de investidores homogêneos em sociedades que ofereçam a razão de pagamento e reinvestimento ideal para estes investidores, gerando o chamado "*cliente effect*"<sup>105</sup>.

Naturalmente, houve objeções à teoria da irrelevância do dividendo. A mais importante delas ficou conhecida como "*bird in the hand preference theory*"<sup>106</sup>. Segundo essa teoria, uma série de razões concretas pode levar os acionistas a preferirem a segurança do dividendo recebido à incerteza do lucro reinvestido. As razões podem ser: a efetiva diferença de tributação entre dividendos e ganhos de capital; o eventual risco de que a sociedade perca valor de mercado ou venha a falir; o risco de diminuição do poder político relativo, causado pela venda de ações; ou mesmo razões de caráter puramente psicológico, relacionadas à aversão ao risco de cada investidor.

- 104 Cf. MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. Corporate income, taxes and the cost of capital: a correction. In: *The american economic review*, jun., 1963, v. 53, p. 433 e ss.; MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. In: *Journal of business*, oct., 1961, v. 34, p. 411 e ss.; MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. In: *American economic review*, 1958, v. 48, p. 261 e ss.
- 105 Cf. ELTON, Edwin J.; GRUBER, Martin J. Marginal stockholder tax rates and the clientele effect. In: *The review of economics and statistics*, 1970, v. 52, p. 68 e ss.; LITZENBERGER, Robert H.; RAMASWAMY, Krishna. Dividends, short selling restrictions, tax-induced investors clienteles and market equilibrium. In: *Journal of finance*, 1980, v. 35, p. 469 e ss.; PETTI, Richardson R. Taxes, transactions costs and clientele effects of dividends. *Journal of financial economics*, 1977, v. 5, p. 419 e ss. e, em sentido contrário, BLACK, Fischer; SCHOLES, Myron. The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns. In: *Journal of financial economics*, 1974, v. 1, p. 1 e ss.
- 106 Cf., por exemplo, GORDON, Myron J. Dividends, earnings, and stock prices. In: *Review of economics and statistics*, 1959, v. 41, p. 99 e ss.; LINTNER, John. Optimal dividends and corporate growth under uncertainty. In: *Quarterly Journal of Economics*, 1964, v. 78, p. 49 e ss.; BRUDNEY, Victor. Dividends, discretion, and disclosure. In: *Virginia law review*, 1980, v. 66, p. 85 e ss.; FISCHER, Daniel R. The law and economics of dividend policy. In: *Virginia law review*, nº 4, 1981, v. 67, p. 699 e ss.

A réplica, que passou a ser identificada como "*the bird in the hand preference fallacy*"<sup>107</sup>, contra-argumenta que nada garante que a aplicação que o sócio fará com o dividendo recebido será mais rentável ou segura do que a atividade desenvolvida pela sociedade que lhe pagou os dividendos<sup>108</sup> e nada garante, ainda, que os dividendos não serão reinvestidos na compra de ações dessa mesma sociedade.<sup>109</sup>

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

A distribuição de dividendos mostraria ao mercado a boa situação financeira da sociedade, promovendo confiança em seu desempenho, expectativa de resultados positivos e, conseqüentemente, aumento na procura pelas ações dessa

- 107 Cf., especialmente, BRENNAN, Michael J. A note on dividend irrelevance and the Gordon valuation model. In: *Journal of finance*, 1971, v. 26, p. 1115 e ss. e BHATTACHARJA, Sudipto. Imperfect information, dividend policy, and the bird in the hand fallacy. In: *Bell Journal of economics*, 1979, v. 10, p. 259 e ss.

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

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

sociedade e dos preços dessas ações<sup>110</sup>. A explicação é mais eficaz nos casos de distribuição inicial de dividendos (quando a sociedade distribui pela primeira vez em sua existência ou depois de um grande intervalo em que não houve distribuição), nos casos de corte do pagamento de dividendos e em hipóteses de mudanças básicas na política de distribuição de dividendos. As mudanças menos radicais na política de distribuição de dividendos, em sociedades que normalmente o pagam, são, contudo, pouco significativas para o mercado. E algumas pesquisas mais recentes apontam que mesmo os sinais de grandes mudanças na política de distribuição de dividendos também são pouco relevantes para se prever os resultados futuros da sociedade<sup>111</sup>. Não bastasse a potencial ambiguidade desses sinais, a doutrina questiona ainda por que as sociedades escolheriam sinalizar sua saúde financeira por meio da política de dividendos se há outros meios, geralmente mais baratos, para se atingir os mesmos fins<sup>112</sup>.

Do ponto de vista da teoria da agência, os microeconomistas propõem outras explicações e efeitos do pagamento do dividendo. Em síntese, essa aborda-

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

111 Cf. BENNARTZI, Shlomo; MICHAELY, Roni; THALER, Richard. Do changes in dividends signal the future or the past? In: *Journal of Finance*, 1997, v. 52, p. 1007 e ss.; DEANCILO, Harry; DEANCILO, Linda; SKINNER, Douglas. Reversal of fortune: dividend policy and the disappearance of sustained earnings growth. In: *Journal of Financial Economics*, 1996, v. 40, p. 341 e ss.

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

gem conclui que os lucros sociais que não forem distribuídos aos acionistas como dividendos correm o risco de serem utilizados pelos administradores e controladores de maneira subótima para a sociedade ou em benefício exclusivo dos interesses pessoais dos mesmos administradores e controladores. Essa seria a principal razão pela qual os acionistas não controladores prefeririam o recebimento de dividendos ao reinvestimento dos lucros sociais<sup>113</sup>. São teorias que reconhecem a inter-relação entre a política de dividendos de uma sociedade e sua política de investimentos, afastando-se das suposições originais de Modigliani e Miller, e que assumem que o pagamento de dividendos pode reduzir a ineficiência do reinvestimento. Essas teorias assumem, também, que os lucros da sociedade, tomados de maneira geral, não são garantidamente distribuídos entre todos os acionistas, de modo proporcional e justo, uma vez que administradores e controladores possuem poder e informação suficientes para conferir a si mesmos tratamento preferencial com relação à apropriação dos lucros sociais, por meio de: desvio de dinheiro e de bens; celebração de contratos com sociedades ligadas a eles; contratação de familiares e pessoas ligadas para cargos na sociedade; controle dos próprios salários e bônus; manipulação das demonstrações financeiras; controle da emissão de novas ações; controle sobre as estratégias de investimento da sociedade e de diversificação de seu risco; controle sobre a exposição pública da sociedade e de si mesmos na mídia; e mesmo roubo<sup>114</sup>.

Para Frank Easterbrook, há duas principais fontes de custos de agência relacionados à decisão de alocação do lucro social<sup>115</sup>. A primeira é o custo de

113 "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." LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florentio; SHALEFFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Agency problems and dividend policies around the world. In: *The Journal of Finance*, nº 1, 2000, v. 55, p. 2.

114 LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHALEFFER; VISHNY. *Agency problems and dividend policies around the world*, *op. cit.*, p. 2 e 3.

115 EASTERBROOK. *Two agency-cost explanations of dividends*, *op. cit.* Para outras análises da decisão de distribuição de dividendos, fundadas nos conflitos de agência, cf., por exemplo, FLUCK, Zsuzsanna. The dynamics of the management-shareholder conflict. In: *Review of Financial Studies*, 1999, v. 12, p. 347 e ss.; FLUCK, Zsuzsanna. Optimal financial contracts: debt versus outside equity. In: *Review of Financial Studies*, 1998, v. 11, p. 383 e ss.; HART, Oliver; MOORE, John. A theory of debt based on inalienability of human capital. In: *Quarterly Journal of Economics*, 1994, v. 109, p. 841 e ss.; JENSEN, Michael. Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. In: *American economic review papers and proceedings*, 1986, v. 76, p. 323 e ss.; JENSEN, Michael; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. In: *Journal of Financial Economics*, nº 3, fasc. 4, out., 1976, p. 305 e ss.

monitoramento dos administradores pelos acionistas, considerando que os interesses pessoais dos administradores podem divergir dos interesses dos acionistas e assumindo as dificuldades ocasionadas pelos problemas de ação coletiva, ou seja, pela desestimulante relação entre os custos do monitoramento para cada acionista individual em relação ao seu potencial benefício, descontada pela probabilidade de obtenção efetiva desse benefício<sup>116</sup>. A segunda é o diferencial entre a aversão ao risco dos administradores e a dos acionistas. Os riscos patrimoniais e reputacionais dos administradores tendem a estar muito mais concentrados na sociedade que administram do que os riscos patrimoniais dos acionistas dessa mesma sociedade. Os acionistas, de fato, tendem a ter menor parcela relativa de seu patrimônio na sociedade em questão, tendo, em regra, seu risco distribuído entre várias sociedades e investimentos. Além disso, os acionistas, em regra, não possuem riscos reputacionais associados à sociedade<sup>117</sup>.

Nesse contexto, o autor propõe que a política de distribuição de dividendos pode servir como uma das formas de controle dos custos de agência. Sintetizando a conclusão de Easterbrook, Rafael La Porta, em trabalho conjunto com outros autores, determina como "*the role of dividends in an agency context*" os seguintes: diminuir a quantidade de dinheiro que pode ser arbitrariamente utilizado pelos administradores e controladores, reduzindo o custo de subaproveitamento dos lucros sociais, e obrigando a sociedade a retornar mais frequen-

116 "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* realignments that give managers the incentive to act as better agents. The costs of monitoring, bonding, and the residual losses from shirking are agency costs borne by investors. One form of agency cost is the cost of monitoring managers. This is costly for shareholders, and the problem of collective action ensures that shareholders undertake too little of it. Although a monitor-shareholder would incur the full costs of monitoring, he would reap gains only in proportion to his holdings."

117 EASTERBROOK. *Two agency-cost explanations of dividends*, *op. cit.*, p. 652 e 653.

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

temente ao mercado para obter capital, aumentando as oportunidades de controle externo da atuação dos administradores e controladores<sup>118</sup>.

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

A primeira assunção teórica é a de que a distribuição de dividendos é um resultado do nível de proteção legal efetiva dos acionistas. Essa assunção foi denominada pelos autores de "*outcome model*" e significa, basicamente, que a taxa de dividendos distribuídos é equivalente à capacidade dos acionistas não controladores, conferida por cada ordenamento, de extrair dividendos dos administradores e controladores.

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

No primeiro caso, quanto mais frágeis e menos efetivos os direitos dos sócios não controladores, menores os dividendos, pois menor será a capacidade desses sócios de extrair os dividendos da sociedade. No segundo caso, quanto mais frágeis e menos efetivos os direitos dos sócios não controladores, maiores os dividendos, pois maior será a necessidade dos administradores e controladores de convencimento do mercado a respeito do tratamento conferido pela sociedade aos seus sócios<sup>119</sup>.

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

119 Ou, por outro ângulo, no primeiro caso, quanto mais fortes e efetivos os direitos dos sócios não controladores, maiores os dividendos, pois maior será a capacidade desses sócios de extrair dos dividendos da sociedade. No segundo caso, quanto mais fortes e efetivos os

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

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

São resultados que, de maneira definitiva, comprovam que a abordagem fundada na teoria da agência é altamente relevante para a compreensão e para a definição da tutela jurídica relacionada à decisão de alocação do lucro social.<sup>120</sup>

120 direiros dos sócios não controladores, menores os dividendos, pois menor será a necessidade dos administradores e controladores de convencimento do mercado a respeito do tratamento conferido pela sociedade aos seus sócios.

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

Diante do universo de teorias e explicações para a decisão de distribuição de dividendos e, especialmente, diante da evidência de que essa decisão revela, em toda sua potência, o choque entre os interesses que convivem dentro e ao redor da organização societária, o papel assumido pelo direito foi o de tentar encontrar a solução que melhor acomodasse esses interesses. Diversas foram e são as fórmulas experimentadas, de acordo com as épocas e ordenamentos, variando com relação à menor ou maior liberdade concedida aos administradores e à maioria assemblear sobre a decisão de utilização dos lucros social, assim como sobre as circunstâncias e limites da intervenção judicial sobre essa decisão.<sup>121</sup> O princípio geral vigente, na atualidade, parece ser o de que a repartição do lucro faz parte do funcionamento da sociedade e que a retenção deve partir da utilidade efetiva para a sociedade, sendo a má-fé dos administradores ou controladores punível por atentar contra direito societário fundamental dos sócios. De toda forma, a utilidade da retenção e a avaliação da conduta dos administradores e controladores não solucionam a necessidade de apreciação subjetiva e valorativa da questão. As regras jurídicas que pretendem disciplinar o pagamento de dividendos partem, portanto, de uma única lógica, intrinsecamente associada à sociedade (a partilha do lucro entre seus sócios e a resolução dos conflitos inerentes à organização societária), mas variam de acordo com as circunstâncias, com o período, objetivos políticos de cada país, estrutura específica de cada economia, estágio de desenvolvimento de cada mercado e do direito societário.

No caso brasileiro, a legislação adotou a rara alternativa do dividendo mínimo obrigatório legal, disciplina que, como visto anteriormente, consiste no incentivo explícito para a determinação *a priori* do dividendo a ser distribuído caso seja verificado lucro no exercício, somado a dispositivos de proteção dos acionistas em caso de redução desse dividendo mínimo obrigatório e à clara inclinação da lei de que a retenção do lucro social deve ser prévia e minuciosamente justificada. Como também discutido acima, essa solução foi uma reação urgente e incisiva de uma lei criada para desenvolver o mercado de capitais no País e para "recompor a legítima imagem do acionista, desfigurada por golpes desferidos à luz da sua realidade, assegurando-lhe um de seus direitos intransigíveis"<sup>122</sup>.

121

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

122

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

A alternativa do dividendo mínimo obrigatório buscou reforçar os direitos dos acionistas minoritários e, em teoria, contribuir para que as pessoas se sintam mais seguras para investir no mercado de capitais<sup>123</sup>. Apesar das inévitáveis críticas recebidas<sup>124</sup>, o legislador de 1976 foi corajoso e eficaz, para os objetivos políticos da lei, ao positivar a regra do art. 202. A contrapartida evidente a essa proteção adicional aos investidores foi a redução da autonomia dos administradores e da maioria assemblear quanto à decisão de alocação dos lucros sociais. O sacrifício era pouco significativo em relação às mudanças que eram necessárias no direito societário nacional.

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

123 Não por acaso, a Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, em seu art. 8º, caput e inc. V, dispõe que "Compete à Comissão de Valores Mobiliários (...) V - fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar dividendo mínimo obrigatório" (não destacado no original). Mais ainda, a Instrução CVM nº 491, de 22 de fevereiro de 2011, inclui a infração aos §§ 5º e 6º do art. 202 entre as hipóteses de infração grave.

124 Trata-se de dispositivo que ensejou as mais vibrantes polêmicas quando divulgado através dos anuários que antecedem à Lei nº 6.404, pois consagra o direito ao dividendo, tornando obrigatória a sua distribuição pela companhia. Versões, contudo, que a solução legal não é exatamente essa, tendo oscilado entre vários critérios, sem definir-se conclusivamente e, afinal, o dividendo obrigatório não passa de mais uma falácia. (...) Tem-se que a sinal de contas a lei não se definiu conclusivamente em favor do acionista, como estimou o mercado de capitais, nem completamente em favor da empresa, ficando a oscilar pendularmente, entre as duas posições, inclinando-se, como se viu, muito mais para os controladores do que para os minoritários. Constatando-se o sistema implantado agora um avanço em relação ao da legislação anterior, embora um tanto confuso e difuso, deixa, contudo, margem a dúvidas, na interpretação dos seus dispositivos, decorrentes sobretudo da falta de uma definição. (...) Numa tomada de posição, mesmo conciliadora, entre os chamados interesses da empresa e a necessidade de se reavaliar o nosso decedente mercado de capitais, tomava-se necessário definir, com precisão e clareza, a situação de cada uma das partes, de um lado, em relação à empresa, os limites das reservas, de outro, em relação aos investidores, os seus dividendos. Não foi isso, entretanto, o que ocorreu (...). Em consequência, ao invés de avanço, tudo indica ter havido um retrocesso nessa questão neválgica para o desenvolvimento das empresas e do mercado de capitais." BULGARELLI, *Comentários à lei das sociedades por ações*, op. cit., p. 52, 70 e 71. Cf., também, COMPARATO, Fábio Kodler, *Anteprojeto de lei de sociedades por ações*, in: RDM, nº 17, 1975, p. 119 e ss.; Ainda sobre a estrutura e as funções da lei de 1976, cf. também, RSCUAIÃO, Rubens, *Anteprojeto de lei de sociedade por ações*, in: RDM, nº 17, 1975, p. 111 e ss.; CARVALHO SOUZA, Modesto, *A nova lei das sociedades anônimas - seu modelo econômico*, 2ª ed., Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1977; NEOMAUJENCO, F., *Ações e dividendos*, São Paulo: Ipanema, 1978.

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

Ocorre, primeiramente, que a existência e a intensidade do estímulo ao comportamento abusivo dos administradores e controladores, principal preocupação do direito quanto à utilização do lucro social, têm relação direta com o quadro de normas geral vigente e com a situação histórica que se presencia. Se há relativamente mais controle dos administradores e controladores pelos acionistas não controladores, por vias de ameaça ou punição legislativa, ou por vias de ameaça ou punição do próprio mercado, a possibilidade de conduta em desalinhamento de interesses diminui<sup>125</sup>. No clássico caso *Dodge v. Ford*, por exemplo, muitas das exigências dos acionistas não controladores tinham relação direta com a falta de oportunidade de serem ouvidos e de saberem com antecedência os planos de investimento da companhia<sup>126</sup>. Defeitos como esses, nas regras jurídicas, podem ser duplamente prejudiciais: de um lado, podem impedir que uma boa atitude dos administradores e controladores seja aceita pela sociedade, uma vez que o diálogo entre as duas partes não é garantido ou intermediado pela lei; de outro, podem desestimular os acionistas e investidores que não participam da decisão, sendo os resultados dessa decisão positivos ou não.

125 Cf. LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER, VISHNY, *Agency problems and dividend policies around the world*, op. cit., p. 3 e 6. Os autores, na página 6 de seu artigo, comentam o caso em que Kirk Kirkorian, um acionista com representativa participação no capital social da Chrysler Corporation, forçou esta companhia a distribuir dividendos, por meio de mecanismos intrasocietários, como a eleição de representantes no board da companhia, e o caso da Velcro Industries, que capitulou de sua política de retenção integral de lucros após ser decidido que a jurisdição competente para o julgamento do caso era a norte-americana e não a jurisdição de Curaçao, nas Antilhas Holandesas.

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

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

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

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

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

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

De modo análogo, quanto mais líquido for o mercado de capitais, mais acionistas perseguirão a opção de venda das ações como forma de proteção contra comportamentos inadequados dos administradores. Com maior liquidez, a

diminuição do valor das ações é um risco mais iminente para os administradores, que tenderão a se preocupar ainda mais com a satisfação dos acionistas<sup>127</sup>. Ainda, o incremento e a diversificação das possibilidades de investimento, tendência de qualquer economia no longo prazo, também podem contribuir para a flexibilização da disciplina do dividendo mínimo obrigatório, uma vez que, em ambientes com boa proteção aos acionistas não controladores, estes são mais simpáticos à ideia de retenção dos lucros para investimento nas atividades da sociedade<sup>128</sup>.

Não parece surpreendente, portanto, a conclusão de que, com mais regras legais e de mercado a proteger os acionistas e a alinhar os interesses de acionistas minoritários, controladores e administradores, gerando maior confiança mútua entre eles, confere-se maior liberdade às decisões de reinvestimento e maior clareza com relação às políticas de distribuição de dividendos. Quem ganha é a sociedade, que amplia a sua margem de autonomia, em relação aos limites impostos pela lei, com a intenção generalista de proteção ao interesse público. O resultado pode ser o aumento da retenção de lucros, com sua aplicação mais eficiente para a sociedade e para os investidores, ou o aumento na distribuição de dividendos, se administradores e acionistas concordarem que essa é a melhor forma de aproveitamento do superávit de caixa<sup>129</sup>.

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

Mas, olhando de perto, são regras rígidas, que comprometem parcelas significativas do lucro livre da sociedade. E as formas de redução dessas parcelas

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

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

129 Nesse sentido, é de intenso valor para este estudo a reportagem de capa da revista *Capital* Aberto, de julho de 2008: "Cesce a falta dos dividendos - com resultados melhores, empresas elevam a parcela do lucro distribuída aos acionistas". A reportagem traz dados que comprovam não apenas o aumento absoluto do valor dos dividendos distribuídos pelas companhias abertas brasileiras, mas principalmente o aumento da parcela distribuída em relação ao lucro.

has não são simples. Os valores para investimento não podem prejudicar o dividendo mínimo obrigatório. A redução *ad hoc* do dividendo mínimo obrigatório ou a retenção de todo lucro dependem da unanimidade e são, em regra, proibidos nas companhias abertas. A alteração do dividendo mínimo obrigatório no estatuto enseja direito de retirada. Enfim, se a sociedade precisar dessa parcela significativa, o processo de sua apropriação é muito custoso.

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

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

Exemplos desses mecanismos são as regras sobre abuso de poder de controle (arts. 116 e 117), sobre quebra de deveres especiais dos administradores<sup>130</sup> (arts. 153 a 157) e sobre abuso de direito de voto e conflito de interesses (art. 115).

Essas regras, em um ambiente eficiente de resolução de conflitos e dentro de um mercado desenvolvido, tornam a disciplina do dividendo mínimo obrigatório, de certa forma, redundante. Ou, em uma visão ainda mais pessimista, transformam a regra do dividendo mínimo obrigatório em obstáculo para o melhor desempenho das companhias e do mercado, de modo geral. Indo-se além, pode-se defender, ainda, que a regra do dividendo mínimo

obrigatório, como se encontra vigente atualmente, e no estágio de desenvolvimento do mercado de capitais, atua como desestímulo ao ativismo societário. Acostumados com o dividendo mínimo obrigatório e com as dificuldades inerentes à ação coletiva, agravada pela falta de cultura de ativismo no País, os acionistas minoritários deixam de verificar se parcela maior do lucro poderia ser paga como dividendo, ou reinvestida nas atividades da sociedade, ao simplesmente limitar o monitoramento ao cumprimento do mínimo obrigatório.

Particularmente importantes, nesse contexto, são as disposições do art. 198, do art. 202, *caput*, combinado com o inc. I, e dos §§ 2º e 3º do mesmo art. 202. Não se trata de nenhum absurdo imaginar que, por decisão da maioria ou da unanimidade dos acionistas, em cada exercício, o orçamento de capital ou as reservas estatutárias pudessem atear o dividendo mínimo obrigatório, por exemplo. Ou que a unanimidade dos acionistas, em todas as companhias abertas ou fechadas, pudesse deliberar a retenção integral dos lucros sociais ou a distribuição inferior ao mínimo obrigatório. Ou, ainda, que fossem reduzidas as alternativas determinadas no *caput*, combinado com o inc. I, do art. 202, da Lei das Sociedades por Ações, ou do § 2º, do mesmo dispositivo, por exemplo. É possível que modificações nesse sentido conferissem, no quadro atual, mais eficiência na alocação dos lucros sociais, sem qualquer incremento no risco de atuação abusiva por parte de administradores e controladores.

De todo modo, são reflexões ainda incipientes. Ideias que deverão ser submetidas a incontáveis debates e testes empíricos, assim como deverão aguardar os desdobramentos que serão trazidos pelo tempo, nos anos que virão, e que definirão os resultados desse paradoxal momento vivido pelo nosso mercado de capitais, iniciado com uma expansão sem precedentes, seguida de uma depressão proporcional, na esteira da maior recessão mundial das últimas décadas<sup>131</sup>.

130 A respeito dos deveres e obrigações especiais impostos aos administradores, cf. na doutrina nacional, por exemplo, TOLEDO, Paulo Fernandes Campos Salles de. *O conselho de administração na sociedade anônima*, 2ª ed. São Paulo: Atlas, 1999; PARENTE, Flávia. *O Dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005; RIBEIRO, Renato Ventura. *Dever de diligência dos administradores de sociedades*. São Paulo: Quatern Latin, 2005; ADAMER, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade civil dos administradores de SA e as ações correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2009. Volante especialmente aos administradores de companhias abertas: ELZIRIK, Nelson; CAAL, Aída B.; PARENTE, Flávia; HERNANDES, Marcus de Freitas. *Alcance do de capitais - regime jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 391 e ss.

131 A propósito, não se pode deixar de consultar KRUCMAN, Paul. *The return of depression economics and the crisis of 2008*. Nova Iorque: W. W. Norton & Company, 2009. Dado interessante, a propósito, é trazido por reportagem do jornal Valor Econômico, em que se aponta a tensão entre, de um lado, a distribuição de dividendos aos acionistas das 20 maiores companhias abertas brasileiras, em antecipação da baixa demanda futura decorrente da crise econômica e consequentemente da desnecessidade de acumulação de caixa e, de outro lado, o corte de empregos nessas mesmas companhias em vista do mesmo desaquecimento esperado. A reportagem transcreve ainda frase atribuída ao então presidente da Central Única dos Trabalhadores - CUT, que não apenas reflete com precisão o assunto em discussão, mas que também parece destinada a compor a didática lista de afirmações que sintetizam os diversos conflitos existentes em torno da organização societária, mencionadas ao longo deste livro. "É fácil falar de responsabilidade social em tempos de economia aquecida e crédito fácil. Para nós, responsabilidade social é fazer caixa e manter investimentos em vez de pagar dividendos" ("Dividendos da discórdia", Valor Online, 29 de janeiro de 2009).

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

### CAPITULO III. TITULARIDADE DO DIREITO AO DIVIDENDO

#### MÍNIMO OBRIGATORIO

##### 1. ART. 205, CAPUT

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

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

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

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

A disposição legal quanto ao titular do dividendo declarado é clara, e as dúvidas que surgem a partir de sua aplicação dizem respeito, normalmente, ao