

O *Tratado de direito comercial*, em 8 volumes, é a mais importante obra da literatura jurídico-comercialista nacional. Reunindo a colaboração de 126 juristas, escolhidos entre os melhores profissionais e doutrinadores do direito comercial brasileiro, a obra abrange todos os ramos da disciplina. O volume 3 é dedicado exclusivamente à “sociedade anônima” e compreende três núcleos temáticos: valores mobiliários, direitos dos sócios e ligações societárias.

Indicado para:

Profissionais

SAC

0800-0117875

De 2ª a 6ª, das 8h30 às 19h30

www.editorasaraiva.com.br/contato

ISBN 978-85-02-62937-0



9 788502 629370



9788502629370

347.7
T776
2015
v. 3

tratado
de direito
comercial

3

FÁBIO ULHOA COELHO
Coordenador

tratado de direito comercial

Sociedade Anônima

FÁBIO ULHOA COELHO

Coordenador

3

100 ANOS
Saraiva

347.2

746t

2015

FÁBIO ULHOA COELHO
Coordenador

3

tratado de direito comercial

Sociedade Anônima

2015

BIBLIOTECA
SERGIO BERMUDES

100 ANOS
 Saraiva

15675



Rua Henrique Schaumann, 270, Cerqueira César — São Paulo — SP
CEP 05413-909
PABX: (11) 3613 3000
SAC: 0800 011 7875
De 2ª a 6ª, das 8:30 às 19:30
www.editorasaraiva.com.br/contato

Direção editorial Luiz Roberto Curia
Gerência editorial Thais de Camargo Rodrigues
Editoria de conteúdo Eveline Gonçalves Denardi
Assistência editorial Bruna Gimenez Boani

Coordenação geral Clarissa Boraschi Maria
Preparação de originais Maria Izabel Barreiros Bitencourt Bressan e
Ana Cristina Garcia (coords.)

Projeto gráfico Mônica Landi
Arte e diagramação Lais Soriano
Revisão de provas Amélia Kassis Ward e
Ana Beatriz Fraga Moreira (coords.)
Bernardete Rodrigues de Souza Maurício

Serviços editoriais Elaine Cristina da Silva
Kelli Priscila Pinto
Tiago Dela Rosa

Capa Andrea Vilela de Almeida

Produção gráfica Marli Rampim
Impressão ProL Editora Gráfica
Acabamento ProL Editora Gráfica

ISBN 978-85-02-63457-2 obra completa
ISBN 978-85-02-62937-0 volume 3

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)
(Câmara Brasileira do Livro, SP, Brasil)

Tratado de direito comercial, volume 3 : sociedade
anônima / Fábio Ulhoa Coelho. — São Paulo : Saraiva,
2015.

Vários autores.

1. Direito comercial 2. Direito comercial - Brasil 3.
Direito societário 4. Sociedades - Brasil I. Coelho, Fábio
Ulhoa.

15-02532 CDU-347.7(81)

Índice para catálogo sistemático:

1. Brasil : Direito comercial 347.7(81)

Data de fechamento da edição: 25-5-2015

Dúvidas?

Acesse www.editorasaraiva.com.br/direito

Nenhuma parte desta publicação poderá ser reproduzida
por qualquer meio ou forma sem a prévia autorização da
Editora Saraiva.

A violação dos direitos autorais é crime estabelecido na
Lei n. 9.610/98 e punido pelo art. 184 do Código Penal.

140.333.001.001

SUMÁRIO

VOLUME 3

SOCIEDADE ANÔNIMA

Apresentação 7

Parte 9 Valores mobiliários

| | | |
|--------------|--|----|
| Capítulo 9.1 | Valores mobiliários | |
| | <i>Ary Oswaldo Mattos Filho</i> | 13 |
| Capítulo 9.2 | A classificação das ações | |
| | <i>Fábio Ulhoa Coelho</i> | 38 |
| Capítulo 9.3 | Aquisição das próprias ações pela sociedade anônima | |
| | <i>Livinston Bauermeister</i> | 55 |
| Capítulo 9.4 | Debêntures e bônus de subscrição | |
| | <i>José Edwaldo Tavares Borba e Rodrigo Rabelo Tavares Borba</i> | 86 |

Parte 10 Direitos dos sócios

| | | |
|---------------|-----------------------------------|-----|
| Capítulo 10.1 | Direito de fiscalização | |
| | <i>Luis Felipe Spinelli</i> | 119 |

que não estejam relacionados com distribuições aos detentores dos instrumentos patrimoniais”.

O resultado da diferença entre receitas (acréscimo patrimonial) e despesas (decréscimo ou redução patrimonial) será o lucro, se aquelas forem superiores, ou o prejuízo, se estas forem superiores. Após a determinação do resultado do período, passam a ser calculados os tributos sobre o lucro (Imposto sobre a Renda das Pessoas Jurídicas – IRPJ e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido – CSLL), registrado em conta contábil logo em seguida do resultado contábil. O resultado líquido desses tributos é o valor passível de distribuição de dividendos, que é a forma tradicional de remuneração dos sócios.

4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Com a inserção das empresas brasileiras no mercado internacional, inclusive o mercado de capitais, foi necessário que elas adotassem o padrão internacional de contabilidade, fundamentado nos *International Financial Reporting Standards* – IFRS, para que os agentes econômicos estrangeiros pudessem entender a situação econômico-financeira e o desempenho das empresas nacionais. A implementação dos IFRS, via manifestações do Comitê de Pronunciamento Contábeis – CPC, provocou uma revolução na atividade contábil brasileira; porém, essa revolução não ficou restrita às ciências contábeis, atingindo também o direito, de maneira geral, e o direito comercial, em particular. Isso porque o direito brasileiro é de tradição do *civil law*, enquanto os IFRS são forjados na cultura do *common law*, o que exige uma nova abordagem do direito comercial brasileiro, à luz do direito contábil atual.

Capítulo 10.7

RESERVAS E RETENÇÃO DE LUCROS

Bruno Robert

1. RESERVAS DE LUCROS

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

Graduado, Mestre e Doutor pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. LL.M. em Financial and Securities Regulation pela School of Law da Georgetown University.

¹ Sobre o regime legal das reservas no Brasil, ver, por exemplo: ROBERT, Bruno. A questão das reservas estatutárias e as idiossincrasias do mercado de ações brasileiro, *RDM*, n. 158, p. 67 e s.; idem, *Dividendo mínimo obrigatório nas S/A – apuração, declaração e pagamento*. São Paulo: Quartier Latin, 2011, especialmente p. 139 e s., obras refletidas e em parte, por coerência, replicadas neste estudo. Ver, ainda: ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. São Paulo: Saraiva, 1945, p. 439 e s.; 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. 146 e s.; idem, O direito ao dividendo nas companhias fechadas. In: *Direito empresarial – estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1990, p. 158 e s.; idem, O direito ao lucro nos contratos sociais. In: *Direito empresarial – estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1995, p. 150 e s.; EIZIRIK, Nelson. Dividendos. Distribuição com base no saldo excedente da reserva legal após a redução do capital social. In: *Temas de direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 287 e s.; HARBICH, Ricco. *Conceito e destinação do lucro na nova Lei das Sociedades por Ações*. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1980; MARTINS, Eliseu; GELBCKE, Ernesto Rubens; SANTOS, Ariovaldo; IUDÍCIBUS, Sérgio de. *Manual de contabilidade societária – aplicável a todas as sociedades*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2013; MUNHOZ, Eduardo Secchi; ROBERT, Bruno. A Lei n. 11.638/07 e o cálculo do dividendo mínimo obrigatório. In: WARDE JR., Walfrido Jorge (coord.).

O comando legal é simples: determina que os lucros apurados pela companhia devem ser distribuídos aos sócios a menos que possuam outra destinação específica que atenda aos parâmetros legais, ou seja, a distribuição é a regra; a retenção dos lucros é a exceção.

Para que administradores ou controladores decidam pela retenção dos lucros sociais é preciso, portanto, respeitar as regras e limites dispostos, principalmente, nos arts. 193 a 197 da Lei das Sociedades por Ações. Em alguns casos, aliás, a retenção é obrigatória. Não está sujeita à discricionariedade dos administradores ou da maioria assemblear, embora sempre dependa de expressa previsão legal.

Assim, o art. 193 da Lei das Sociedades por Ações disciplina a constituição da reserva legal, que é obrigatória, nos termos desse dispositivo. O art. 194 trata das reservas estatutárias, que são produtos da vontade da maioria dos sócios, seja em sua criação, seja em seu preenchimento e utilização. Os arts. 195, 195-A, 196, 197 e 202, § 5º, regulam as reservas assembleares. São elas, respectivamente: a reserva para contingências, a reserva de incentivos fiscais, a reserva especial para cumprimento de orçamento de capital, a reserva de lucros a realizar e a reserva especial de lucros não distribuídos nos termos do art. 202, § 4º. A existência das reservas assembleares não depende de previsão estatutária, mas apenas de mera decisão assemblear que determine a versão de lucros do exercício a elas, atendidos os parâmetros legais.

Embora lidem com hipóteses de aproveitamento distintas do lucro social, os arts. 193 a 197, que disciplinam a formação e preenchimento das reservas de lucros, convergem para objetivos comuns, que são (a) tornar previsível para os acionistas a política de retenção dos lucros sociais da companhia, (b) assegurar que a utilização dos lucros retidos seja pertinente em relação ao interesse social e (c) possibilitar a fiscalização, pelos acionistas, da utilização dos lucros retidos por parte dos administradores e controladores.

Fusão, cisão, incorporação e temas correlatos. São Paulo: Quartier Latin, 2009; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Reserva de capital. In: *Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas.* São Paulo: Revista dos Tribunais, 1989, p. 168 e s.; idem, *Do direito do acionista ao dividendo.* São Paulo: Obelisco, 1969; idem, *Dividendo obrigatório e participação dos administradores nos lucros da companhia.* In: *Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas.* São Paulo: Revista dos Tribunais, 1989, p. 198 e s. (também publicado em *Pareceres.* São Paulo: Singular, 2004, v. 1, p. 47 e s.); SÁ, Antônio Lopes de. *As reservas na atual Lei das S/A.* São Paulo: IOB, 1978; AMARAL, Paulo Afonso Sampaio. Aspectos do lucro e sua distribuição, *RDM*, n. 31, 1978, p. 65 e s.; SANTOS, Jurandir dos. Política de dividendos – destinação do resultado do exercício. In: MARTINS, Ives Gandra da Silva; VIDIGAL, Geraldo de Camargo (orgs.). *Sociedades por ações*, n. 23, São Paulo: Resenha Universitária, 1984.

Exatamente no mesmo sentido estão também as disposições dos arts. 189, 190, 192, 198, 199, 202 e 203. Tomado em conjunto, portanto, o Capítulo XVI da Lei das Sociedades por Ações forma um todo coerente, fundamentado no princípio de que o acionista, parte no contrato de sociedade, é o titular dos frutos do empenho de seu esforço individual, de seu capital e de sua sujeição aos riscos da atividade empresarial².

A não distribuição de lucros aos acionistas, por meio da formação e preenchimento de reservas contábeis, deve, assim, atender a regras legais que buscam evitar abusos por parte da maioria ou da administração na decisão de retenção dos lucros e seu reinvestimento nas atividades sociais³. Nos termos da

² “Todo o Capítulo XVI da Lei n. 6.404/76, inovador e revolucionário em relação aos ditames do antigo Decreto-Lei n. 2.627/40, foi orientado pela preocupação do legislador em relação aos destinos a serem dados, pela administração da Companhia, aos resultados do exercício, notadamente os que se traduzem em lucros. Basicamente, quatro foram as suas preocupações: a) os lucros do exercício devem ter destinação específica, por proposta da administração, de acordo com a aprovação consciente da Assembleia Geral; b) esses lucros devem ser apropriados de acordo a preservar o capital social, bem assim a manter as necessidades de giro da empresa e a possibilidade de sua expansão, como, também, a remunerar a aplicação de capital dos seus acionistas; c) os acionistas minoritários, que não participam das decisões quanto à destinação de lucros, não podem ter prejudicado seu direito à remuneração do capital que empregaram na Companhia, por retenção de lucros superior às reais necessidades da empresa; d) os investidores em ações devem ter sempre uma visão clara da política de destinação dos lucros pela companhia, pois tal vem a ser um dos principais indicadores a orientar suas aplicações em tal ou qual empresa” (Parecer CVM/SJU n. 073, de 17-11-1980).

³ “Já vimos que a Lei n. 6.404/76 abriu, segundo disposto nos artigos precedentes, às companhias, as mais diversas possibilidades de retenção dos lucros sociais, de acordo com suas necessidades ou mesmo suas conveniências, segundo deliberação de seu órgão máximo. (...) O reverso da medalha desses permissivos legais vem a ser, justamente, a ideia espalhada ao longo desses artigos, de que os lucros podem ser retidos na companhia sim, mas desde que bem delineada a sua finalidade, com contornos próprios e específicos, conforme aprovado pela assembleia geral. Ora, se a lei estabelece o cumprimento de requisitos, fixando detalhes de execução do permissivo, é evidente que, fora deles, nada é dado à companhia reter. Ou seja, a filosofia que orientou toda a parte de retenção dos lucros está em que se, de um lado, ela é ampla, de outro, devem ser obedecidos parâmetros de apropriação que não deixem margem a dúvidas quanto à aplicação dos valores respectivos. Além disso, é por demais óbvio, cumpre à sociedade anônima distribuir aos seus acionistas, como dividendo, não mais obrigatório por decorrência de sua fixação mínima, mas por ser decorrência natural da própria razão de ser dos investimentos em sociedades anônimas. (...) [É] consequência lógica, que não precisa estar expressa em dispositivo legal pois própria do conceito de sociedade anônima, que todo o lucro excedente das necessidades da companhia, conforme entendido por sua assembleia geral, deva ser revertido aos seus acionistas. Se a companhia não necessita reter lucros, ou por ter suas reservas básicas

Exposição de Motivos da Lei das Sociedades por Ações, “[a] proteção do direito dos acionistas minoritários de participar, através de dividendos, nos lucros da companhia, exige a definição de regime legal sobre formação de reservas, que limite a discricionariedade da maioria nas deliberações sobre a destinação dos lucros”⁴.

já plenas, ou porque simplesmente foi entendido de que é desnecessário manter outras reservas de lucros, nada mais resta a sociedade anônima que entregar o lucro excedente a quem de direito – seus acionistas. (...) É preciso que os administradores e acionistas controladores entendam que o lucro pertence sempre ao acionista, na proporção de seus investimentos. (...) A retenção dos lucros na companhia é algo que limita a percepção dos lucros pelo acionista, quando necessária à sobrevivência ou desenvolvimento da empresa. Não vem a ser a retenção a regra geral, com a distribuição do dividendo uma exceção para ser cumprida. Ao contrário, a exigência básica é que todo o lucro seja distribuído, sendo exceção e limitação a isso, a retenção obrigatória ou necessária. (...) Está, pois, absolutamente enganada a companhia se pensa que pagando ao acionista o dividendo obrigatório ou mínimo, ela se desobriga de distribuir mais dividendos. Tal só ocorre se os lucros do exercício forem suficientes apenas para cobrir as suas necessidades de retenção, sejam elas legais, de sobrevivência econômica, de desenvolvimento empresarial, tudo conforme o exigido por lei ou assim entendido pelos próprios acionistas em assembleia geral. (...) A CVM jamais pretendeu que a companhia distribuisse a totalidade dos lucros. Mesmo porque, além de economicamente aberrante, seria mais estimular o descumprimento da Lei n. 6.404/76 que cabe a ela vigiar. O que a CVM muito justamente deseja é que as companhias cumpram a lei (que aliás, é tal qual esta Comissão, desenvolvimentista das empresas, portanto a seu favor), e retenham todo o lucro que desejarem para seus investimentos de sobrevivência e desenvolvimento, mas que distribuam todo o lucro que puderem aos seus acionistas, uma vez reservadas as parcelas dos lucros a elas fundamentais. (...) Assim, se as companhias só puderem distribuir o dividendo estatutário, paciência, mas se, ao contrário, puderem reservar todo o necessário à sua vida empresarial e, além disso, levar ao acionista um dividendo superior ao mínimo, é o mais desejado por esta Comissão de Valores Mobiliários. (...) Na existência de lucro não destinado, de acordo com os arts. 193 a 200 da Lei n. 6.404/76, verifica-se a presunção de que o saldo remanescente não seja fundamentalmente necessário a permanecer com a companhia e, conseqüentemente, dever ser distribuído aos acionistas a título de dividendos de bonificação em dinheiro” (CVM/SJU n. 073, de 17-11-1980).

⁴ “Para avaliar, rigorosamente, os andamentos dos negócios de uma sociedade cumpriria ter em conta toda a vida dela, desde o início até a liquidação: somente então, com efeito, poderão ser, realmente, apreciados lucros e perdas. Entretanto, como é óbvio, tal sistema, possível, em tese, quanto a empresas que duram um curto lapso de tempo, é praticamente impossível quanto a uma atividade social destinada a se desenvolver durante anos. Surge, por isso, o conceito do exercício social e, conseqüentemente, o da avaliação periódica dos lucros ou das perdas, feita com intervalos regulares de tempo. Daí, logicamente, dois problemas: a) evitar que a distribuição de valores aos acionistas possa prejudicar os credores sociais. Tal é o fim visado pelas normas que vedam a distribuição de lucros fictícios, ou seja, de lucros apenas aparentes cuja distribuição acarrete, na realidade, uma diminuição do capital ou das reservas; tal o fim

2. RESERVAS DE LUCROS OBRIGATÓRIAS

O lucro social, conceituado e apurado de acordo com regras, procedimentos e limites determinados em lei, é vertido para três principais conjuntos de destinações: o primeiro inclui as destinações obrigatórias, entre elas a reserva legal, criadas por lei com o intuito de assegurar o cumprimento primário de obrigações consideradas prioritárias e de conferir segurança à operação empresarial; o segundo engloba as destinações discricionárias internas, decididas pelos administradores e acionistas, relacionadas ao reinvestimento dos lucros ou proteção contra perdas previsíveis, refletidas na criação e preenchimento de reservas estatutárias e assembleares; e o terceiro refere-se às destinações discricionárias externas, entre as quais estão a distribuição de dividendos, a recompra de ações e o pagamento de participações no lucro a empregados, administradores, partes beneficiárias e debenturistas.

A reserva legal (art. 193) é uma das destinações obrigatórias previstas em lei, assim como o são, por exemplo, o pagamento do imposto sobre a renda (art. 189) e a absorção de prejuízos acumulados (art. 189, parágrafo único).

2.1. RESERVA LEGAL (ART. 193)

Com o fim de suplementar o capital social, a reserva legal, regulada pelo art. 193 da Lei das Sociedades por Ações, serve como garantia adicional aos credores. É a primeira destinação do lucro líquido apurado em cada exercício, sempre à razão de 5%, até que se atinja 20% do capital social, ou até que, somada com as reservas de capital, supere 30% do capital social (§ 1º).

Os valores contabilizados na reserva legal apenas poderão ser aproveitados para absorção de prejuízos ou para aumento do capital social. Uma vez ultra-

visado pelas normas que disciplinam a tutela dos credores quanto à redução do capital social; b) disciplinar o conflito entre os acionistas que queiram e os que não queiram a distribuição do lucro, que, à vista das normas destinadas a tutelar os credores, seja, em tese, distribuível; disciplinar, por isso, os poderes da maioria e o direito do acionista à distribuição efetiva do lucro. O primeiro problema respeita à determinação dos lucros que, em tese, *podem* ser distribuídos e se prende à tutela dos terceiros; o segundo problema respeita aos lucros que, sendo distribuíveis, *devem*, com efeito, ser distribuídos e se prende à tutela do direito do acionista à distribuição efetiva do lucro. A solução do segundo problema logicamente pressupõe a solução do primeiro: com efeito, somente após determinados os lucros distribuíveis, poder-se-á discutir a respeito da parcela que deve efetivamente ser distribuída. O problema das reservas e os problemas conexos quanto à distinção entre reservas e outros fundos sociais deve ser examinado sob ambos os pontos de vista acima mencionados” (ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*, cit., p. 439-440).

passado o limite disposto no § 1º do art. 193, o valor excedente poderá ser distribuído como dividendo, utilizado no aumento do capital social ou destinada a outras reservas de lucros da companhia.

3. RESERVAS DE LUCROS ESTATUTÁRIAS

Além das obrigatórias, as reservas contábeis podem ser ainda estatutárias. São reservas não tipificadas, de criação discricionária da assembleia geral dos acionistas.

A assembleia geral, mediante alteração do estatuto social, pode criar reservas de lucros de acordo com a necessidade da companhia, desde que, de acordo com o art. 194 da Lei das Sociedades por Ações: seja indicada, de modo “preciso e completo”, a finalidade de cada reserva; sejam fixados “os critérios para determinar a parcela anual dos lucros líquidos que serão destinados à sua constituição”; e seja estabelecido o “limite máximo da reserva”.

A função da norma estabelecida no art. 194 é clara: garantir à companhia, de um lado, a liberdade de utilização do lucro líquido, assegurando, de outro, que a decisão sobre a retenção de parte ou da totalidade desse lucro será tomada de modo organizado, claro e previsível, de maneira a proteger os direitos dos acionistas minoritários. Além das regras de formação e constituição estabelecidas no art. 194, as reservas estatutárias deverão, naturalmente, respeitar os demais limites e princípios determinados pela lei, especialmente os fixados pelos arts. 191, 198, 199 e 202, § 6º, todos da Lei das Sociedades por Ações.

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

O *caput* do art. 194 determina que as reservas estatutárias, como o nome sugere, devem ser disciplinadas pelo estatuto social. Em outras palavras, para que exista e a ela possam ser destinados lucros retidos, a reserva estatutária deve estar prevista no estatuto social⁵.

⁵ Esse fato não é sem consequências. As chamadas “reservas de lucros acumulados”, indiscriminadamente utilizadas pelas companhias, há décadas, para retenções gené-

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

É irregular, portanto, a criação de reserva estatutária de forma diversa, como, por exemplo, ato gerencial, simples lançamento contábil ou deliberação do conselho de administração. Não se trata, inclusive, de matéria que possa ser delegada pela assembleia geral dos acionistas a qualquer dos órgãos de admi-

cas de lucros, jamais constaram dos estatutos sociais das respectivas companhias, em franco desacordo com o sistema criado pela lei para a retenção de lucros. A respeito, importante lembrar que a Lei n. 10.303, de 31-10-2001, modificou a Lei das Sociedades por Ações e, entre outras alterações, inseriu um novo § 6º ao art. 202. O novo parágrafo determina que “[o]s lucros não destinados nos termos dos arts. 193 a 197 deverão ser distribuídos como dividendos”. Com esse dispositivo, a lei tornou expresso o princípio que já decorria da interpretação sistêmica de seu Capítulo XVI, especialmente dos arts. 193 a 197. Tornou expresso, também, entendimento da Comissão de Valores Mobiliários, que condenava a retenção de lucros sem que houvesse necessidade específica previamente submetida à análise dos acionistas. A retenção genérica de lucros, principalmente por meio das reservas de lucros acumulados, passou, assim, a ser expressamente contrária à lei. O questionamento por parte dos acionistas minoritários contra abusos na alocação dos lucros sociais foi, na mesma medida, facilitado. Em 2007, a Lei n. 11.638, de 28-12-2007, extraiu da redação da alínea *d* do § 2º do art. 178 da Lei das Sociedades por Ações a expressão “lucros ou prejuízos acumulados” e manteve, em seu lugar, apenas a expressão “prejuízos acumulados”. O art. 178 descreve o grupo de contas que devem constar do balanço patrimonial da companhia. Seu § 2º trata da classificação das contas do passivo. E a alínea *d* indica, especificamente, as contas em que o patrimônio líquido deve ser dividido. Em outras palavras, foi expressamente excluída da lei expressão que pudesse sugerir a validade da retenção genérica de lucros sob a denominação de lucros acumulados. Muito embora a existência da conta lucros acumulados não implique a autorização legal para a retenção genérica de lucros, a lei entendeu adequado eliminar quaisquer possíveis ambiguidades. Em coerência, inclusive, com a decisão de tornar literal o princípio de que todo lucro não destinado deve ser distribuído aos acionistas, como ocorreu no caso da inserção do § 6º ao art. 202. A alteração promovida pela Lei n. 11.638/07, portanto, foi mais uma medida no sentido de tornar perfeitamente coeso o sistema da lei com relação às decisões de alocação do fluxo de caixa livre da companhia e demonstra a importância com que esse assunto é tratado do ponto de vista legislativo. O sistema desenhado pela lei foi incluído no projeto original de 1976, com grande relevância e importantíssima quebra em relação ao regime até então vigente, e vem sendo ajustado periodicamente, sempre no mesmo sentido em que foi pensado há mais de 30 anos. Em 2009, a Lei n. 11.941, de 27 de maio, voltou a modificar o § 2º do art. 178, mas manteve a redação de sua antiga alínea *d*, a qual passou a vigorar como inciso III.

nistração da companhia. Será inválida, da mesma maneira, a deliberação que determine a destinação de lucros para reserva legal criada por meio diverso daquele expressamente previsto em lei.

No caso de alteração estatutária para a criação ou modificação de reserva estatutária, é necessário que sejam seguidas as regras da lei, bem como as normas regulatórias, quanto à convocação, instalação e quórum de deliberação. A parte final do *caput* do art. 124, por exemplo, determina que, no caso de reforma do estatuto, deverá constar dos anúncios de convocação da assembleia geral extraordinária especificamente a matéria que será alterada no estatuto social. De acordo com o art. 135, o quórum de instalação, em primeira chamada, das assembleias que tiverem como objeto a alteração do estatuto social, é de dois terços do capital votante. Caso não haja previsão diversa no estatuto social, a sua alteração dependerá de votos da maioria absoluta dos presentes em assembleia regularmente instalada (art. 129).

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

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

O inciso I do art. 194 estabelece que o estatuto social deve indicar a “finalidade” da reserva estatutária “de modo preciso e completo”, ou seja, o estatuto social deve não apenas trazer expressa a finalidade da reserva estatutária, como também deve descrever a finalidade de modo preciso e completo. Não basta, portanto, apenas mencionar a finalidade (investimentos futuros, por exemplo); é preciso desenvolver em detalhes essa finalidade (quais atividades, com qual objetivo, por quanto tempo, por qual razão, entre outras características que sejam pertinentes e úteis para a avaliação da matéria pelos acionistas)⁶.

⁶ “(...) quer [o art. 194] preservar o interesse dos acionistas não controladores contra a destinação excessiva de lucros, para constituição de reserva estatutária, em determi-

A implementação de reservas estatutárias em desacordo com essa regra leva ao risco da criação de reservas tão genéricas quanto as extintas reservas de lucros acumulados, em evidente infração a todo o sistema de retenção de lucros proposto pela lei e, especificamente, ao § 6º do art. 202⁷.

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

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

⁷ “Com a introdução do § 6º, no art. 202, o legislador deixa explicitado que após terem sido feitas as apropriações dos lucros, que são admitidas nos arts. 193 a 197 da lei, todo o lucro que remanescer deve ser distribuído aos acionistas como dividendo. Reforça-se, assim, o direito que têm os acionistas minoritários das companhias de participar dos resultados de cada exercício social que remanescerem após terem sido feitas as retenções admitidas em lei ou no estatuto social” (CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *Reforma da Lei das S.A. comentada*. Rio de Janeiro: Renovar, 2002, p. 232). “(...) o § 6º do art. 202, introduzido pela Lei n. 10.303/2001, determina que os lucros não destinados nos termos dos arts. 193 a 197 deverão ser distribuídos como dividendos. Tal dispositivo impede a reiterada prática por parte das companhias de reter lucros injustificadamente, sob a conta usualmente denominada “lucros acumulados”. No entendimento da CVM, como a lei societária não previa a existência de tal conta, a parcela do lucro do exercício que excedesse o dividendo obrigatório e não pudesse ser enquadrada em nenhuma das destinações previstas nos arts. 193 a 197 da Lei das S/A (reserva legal, reservas estatutárias, reservas para contingências, retenção de lucros prevista em orçamento de capital aprovado em assembleia geral e reserva de lucros a realizar) deveria ser distribuída aos acionistas a título de dividendo. Entretanto, grande número de companhias distribuía aos acionistas apenas o dividendo obrigatório, ainda que as reservas previstas na lei e no estatuto social não absorvessem todo o montante do lucro do exercício, retendo o excesso na referida conta de ‘lucros acumulados’. Assim, o dispositivo ora comentado veio consagrar o referido entendimento da CVM, obrigando as companhias a distribuírem, como dividendo, todo o lucro que exceder às retenções legalmente previstas. Como se verifica, trata-se de norma que visa a reforçar o direito do acionista de receber dividendos, na medida em que toda e qualquer retenção de lucros terá de ser adequadamente justificada na assembleia geral ordinária” (EIZIRIK, Nelson; CARVALHOSA, Modesto. *A nova Lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 363-364).

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

O inciso III do art. 194 requer que o estatuto social estabeleça o “limite máximo” da reserva estatutária. A reserva estatutária, em qualquer hipótese, não poderá ser constituída em prejuízo ao pagamento do dividendo mínimo obrigatório (art. 198), nem exceder o capital social, quando somado aos saldos das demais reservas de lucros, exceto as para contingências, de incentivos fiscais e de lucros a realizar (art. 199). Desde que compreendido nesses limites, o estatuto social poderá estabelecer o montante máximo que poderá ser retido em determinada reserva estatutária. Esse limite pode ser expresso em valores ou relativamente a outros montantes, como, por exemplo, uma porcentagem do capital social, do faturamento médio em determinado número de exercícios ou da soma do saldo de todas as reservas de lucros da companhia.

4. RESERVAS DE LUCROS ASSEMBLEARES

As reservas assembleares são tipificadas em lei, mas seu preenchimento é facultado à assembleia geral; são aquelas previstas pelos arts. 195, 195-A, 196 e 197 da Lei das Sociedades por Ações, além da reserva especial para retenção de lucros não distribuídos, disciplinada pelo art. 202, § 5º.

Independentemente de previsão estatutária, a assembleia geral, na presença das respectivas condições estabelecidas por lei, poderá optar por destinar ou não parcela do lucro líquido para essas reservas. A lei, portanto, admite que, em certas situações, a necessidade de retenção de lucros deve ser ponderada e decidida especificamente pela assembleia geral, não sendo convenientes nem a prévia determinação legal da retenção, nem a sua prévia proibição legal.

4.1. RESERVA PARA CONTINGÊNCIAS (ART. 195)

A reserva para contingências possui a finalidade única de “compensar, em exercício futuro, a diminuição do lucro decorrente de perda julgada provável, cujo valor possa ser estimado”. Além disso, a destinação de lucros

para essa reserva deve ser fundamentada em proposta dos órgãos de administração, a qual “deverá indicar a causa da perda prevista e justificar, com as razões de prudência que a recomendem, a constituição da reserva”, devendo os valores nela registrados ser revertidos “no exercício em que deixarem de existir as razões que justificaram a sua constituição ou em que ocorrer a perda” (art. 195)⁸.

4.2. RESERVA DE INCENTIVOS FISCAIS (ART. 195-A)

A reserva de incentivos fiscais, introduzida pela Lei n. 11.638, de 28 de dezembro de 2007, pode ser composta exclusivamente com a parcela do lucro líquido que for decorrente de doações ou subvenções governamentais para investimentos, dependendo de proposta dos órgãos de administração nesse sentido. Tem como função destacar a parcela dos lucros da companhia que, justamente por decorrerem de doações ou subvenções governamentais (como isenção tributária, por exemplo), podem não corresponder imediatamente a um lucro financeiro equivalente ou que podem se revestir de um caráter transitório⁹ (art. 195-A).

4.3. RESERVA PARA CUMPRIMENTO DE ORÇAMENTO DE CAPITAL (ART. 196)

O art. 196 autoriza, ainda que não expressamente, a constituição de reserva de retenção de lucros específica, para o cumprimento de orçamento de capital aprovado pela assembleia geral¹⁰. Segundo esse dispositivo, “[a] assem-

⁸ De acordo com a Exposição de Motivos da Lei das Sociedades por Ações, as reservas para contingências “devem ser as estritamente necessárias para compensar, em exercícios futuros, a diminuição do lucro decorrente de perda julgada provável”.

⁹ Embora a lei não o determine expressamente, a constituição, preenchimento e manutenção da reserva de incentivos fiscais apenas se justificam nos exercícios em que a adição da parcela do lucro líquido decorrente de doações ou subvenções governamentais para investimentos à base de cálculo do dividendo mínimo obrigatório coloque em risco, de alguma forma, a normal operação da companhia. Nesse sentido, cf. MUNHOZ, Eduardo Secchi; ROBERT, Bruno. A Lei n. 11.638/07 e o cálculo do dividendo mínimo obrigatório, cit.

¹⁰ O Ofício-Circular CVM/SEP/n. 001/2008, em seu item 16, sugere “parece[r] que o art. 196 diferenciou o orçamento de capital do projeto de investimento, tanto pelo prazo de duração, como pela natureza da aplicação dada aos fundos disponíveis”, explicando que, “[s]e os prazos previstos para realizar os ativos respectivos forem menores que 5 (cinco) anos, e tenham a finalidade de manutenção da capacidade operacional da empresa, apresentar-se-á um orçamento de capital” e que, “[p]or outro lado, se o investimento tiver duração maior que o limite de 5 (cinco) anos, e objeti-

bleia geral poderá, por proposta dos órgãos de administração, deliberar reter parcela do lucro líquido do exercício prevista em orçamento de capital por ela previamente aprovado”. Mesmo que não haja previsão estatutária, não havendo, conseqüentemente, reserva estatutária relacionada, a assembleia geral pode, portanto, deliberar a retenção de parte do lucro líquido do exercício para reinvestimento na atividade da companhia.

A parcela de lucro retida com fundamento no art. 196 deverá ser destinada a uma reserva de retenção de lucros específica, a qual, conceitualmente, classifica-se como uma reserva assemblear. De fato, o lucro retido deve ser registrado contabilmente em uma reserva de lucros, que não se caracteriza como reserva obrigatória, por falta de expressa previsão legal, nem de reserva estatutária, por lógica falta de previsão no estatuto social. Não por acaso, o art. 196 estabelece condições para a retenção de lucros equivalentes às determinadas pelos arts. 195, 195-A e 197, para as reservas para contingências, de incentivos fiscais e de lucros a realizar, respectivamente.

A reserva de retenção de lucros do art. 196 apenas poderá receber valores extraídos do lucro líquido se houver proposta da administração a respeito, se houver orçamento de capital previamente aprovado pela assembleia geral e se esse orçamento de capital, também elaborado pelos órgãos de administração, “compreender todas as fontes de recursos e aplicações de capital, fixo ou circulante”. Além disso, o orçamento de capital poderá ser revisado pela assembleia geral anualmente, quando tiver duração superior a um exercício¹¹.

ve expandir as operações, com vistas a ganhos crescentes de escala, por exemplo, então, um projeto de investimento será discutido na Assembleia”. O próprio Ofício não é, entretanto, peremptório a respeito da existência dessa distinção. A interpretação mais precisa do § 1º do art. 196 parece ser a de que a expressão “projeto de investimento” refere-se a uma ideia mais ampla, que engloba a ideia contida na expressão “orçamento de capital”. Em outras palavras, “projeto de investimento” designa, genericamente, qualquer plano da companhia para investir capital próprio ou de terceiros, sendo o “orçamento de capital” o documento específico que detalha esse plano. O “projeto de investimento” da companhia pode ter qualquer duração, inferior, igual ou superior a um ou cinco exercícios sociais, e pode ter tanto a finalidade de manutenção da capacidade operacional, quanto a de expansão das operações. Independentemente de duração ou finalidade, o que é certo é que deverá haver um orçamento de capital que o suporte, para que a parcela do lucro líquido necessária para sua consecução possa ser retida.

¹¹ A revisão, implicando alteração do orçamento de capital, pode ser feita apenas por maioria dos votos, se *quorum* maior não for estipulado pelo estatuto social, no caso das companhias fechadas (art. 129, § 1º). O simples exame do orçamento de capital, ou o pedido de explicações aos administradores a seu respeito, pode ser feito por qualquer acionista, a qualquer tempo, especialmente durante a assembleia geral ordinária.

A função da disciplina disposta pelo art. 196 é, de um lado, conferir à companhia uma forma adicional de retenção do lucro social para reinvestimento, mais flexível e pontual do que as consubstanciadas na formação das reservas estatutárias, mantendo-se, de outro lado, o padrão de previsibilidade e transparência exigido em todo o sistema de retenção de lucros, de modo a reduzir os riscos de abusos e utilização ineficiente do lucro social.

O orçamento de capital poderá ser aprovado em assembleia geral ordinária ou extraordinária, sendo, contudo, mais coerente sua apreciação em conjunto com a prestação de contas dos administradores, com as demonstrações financeiras e com a decisão de destinação do lucro líquido¹². A aprovação do orçamento de capital e a retenção da parcela do lucro líquido a ele referentes podem ser feitas na mesma assembleia geral ordinária, não sendo exigido pela lei intervalo de um exercício social entre a aprovação e o início das retenções. Aplicam-se às retenções fundamentadas no art. 196, ao contrário do que ocorre com outras reservas assembleares, as limitações determinadas pelo art. 198, que as incluem expressamente em seu texto, e pelo art. 199, que não as excetua expressamente¹³.

A consecução do projeto detalhado pelo orçamento de capital, que, para os fins do art. 196, deve ser submetido à assembleia dos acionistas, pode possuir outras fontes de capital que não apenas aquelas retidas em reserva específica. O orçamento pode prever, complementarmente, qualquer outra fonte de financiamento, como aumentos de capital, empréstimos bancários e mesmo reservas estatutárias determinadas, caso a finalidade destas últimas coincida com o projeto de investimento. Reflexamente, as reservas estatutárias podem ter a mesma finalidade prevista no orçamento de capital, desde que atendam as condições impostas pelo art. 194, o que, em parte, poderá ser verificado com base nos próprios parâmetros do art. 196¹⁴.

¹² Os textos do *caput* e do § 2º do art. 196 geram ambiguidade a esse respeito. Não parece haver razão, no entanto, para impedir que os acionistas simplesmente aprovem o orçamento de capital em assembleia geral extraordinária, reservando apenas as retenções para a assembleia geral ordinária. O mesmo ocorre com as reservas estatutárias, que podem ser criadas em assembleias gerais extraordinárias. Abusos como a realização de assembleia geral extraordinária em situação que sabidamente implique menor participação de acionistas minoritários ou como a aprovação de orçamento de capital evidentemente desnecessário podem ser coibidos ou corrigidos por meio da aplicação das disposições legais próprias.

¹³ Nesse sentido, a Observação 2 do item 16 do Ofício-Circular CVM/SEP/n. 001/2008.

¹⁴ Para uma análise do art. 196, antes da vigência do § 6º do art. 202 da Lei das Sociedades por Ações, cf. HARBICH, Ricco. *Conceito e destinação do lucro na nova Lei das Sociedades por Ações*, cit., p. 27 e s.

4.4. RESERVA DE LUCROS A REALIZAR

A reserva de lucros a realizar poderá ser formada ou preenchida apenas “[n]o exercício em que o montante do dividendo obrigatório (...) ultrapassar a parcela realizada do lucro líquido do exercício”, limitando-se os valores a ela destinados à diferença positiva entre o montante do dividendo mínimo obrigatório e o lucro líquido realizado, conforme definido no próprio art. 197, e devendo igualmente ser fundamentada em proposta dos órgãos de administração¹⁵ (art. 197). Os administradores ou a maioria dos acionistas não poderão deliberar pela destinação dos valores retidos na reserva de lucros a realizar para outra finalidade que não seja a distribuição de dividendos, exceto a absorção de prejuízos, que consiste em destinação obrigatória e automática (art. 197, § 2º).

Reservas assembleares não são, portanto, reservas criadas livremente pela assembleia geral, durante o conclave, com uso exclusivo de sua posição decisória na organização societária, sem modificação ou prévia previsão estatutária. A assembleia geral não é absolutamente livre para criar reservas desse tipo. As regras de constituição, preenchimento e manutenção das reservas contábeis, especialmente as de lucros, são estritas, conforme discorrido nos parágrafos anteriores, não havendo possibilidade de criação de reservas de lucros que não se encaixem em alguma das categorias expressamente definidas¹⁶.

4.5. RESERVA ESPECIAL PARA RETENÇÃO DE DIVIDENDOS CUJA DISTRIBUIÇÃO MOSTRE-SE INCOMPATÍVEL COM A SITUAÇÃO FINANCEIRA DA COMPANHIA (ART. 202, §§ 4º E 5º)

O § 4º do art. 202 da Lei das Sociedades por Ações autoriza que o pagamento do dividendo mínimo obrigatório seja suspenso pela assembleia geral se a condição financeira da companhia não permitir o seu pagamento parcial ou integral. Trata-se de forma de retenção apenas temporária e condicionada do lucro, uma vez que o montante destinado para a reserva especial prevista no § 5º do mesmo artigo deve ser pago aos acionistas tão logo a situação financeira da companhia o permita, sendo a absorção de prejuízos de exercícios subsequentes a única utilização alternativa possível desses valores.

¹⁵ De acordo com a Exposição de Motivos da Lei das Sociedades por Ações, “[a] reserva de lucros a realizar é regulada [na lei] a fim de que o dividendo obrigatório possa ser fixado como porcentagem do lucro do exercício sem risco de criar problemas financeiros para a companhia”.

¹⁶ A respeito, cf. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Do direito do acionista ao dividendo*, cit., p. 140 a 147, especialmente p. 144.

Visão comum entre os doutrinadores é a de que o § 4º do art. 202 da Lei das Sociedades por Ações concede aos administradores o poder extraordinário de vetar a distribuição dos dividendos obrigatórios, caso considerem e justifiquem que essa distribuição seria, nos termos da lei, “incompatível com a situação financeira da companhia”. Caberia à assembleia geral ordinária, subsidiada por parecer do conselho fiscal, caso em funcionamento, tão somente homologar a não distribuição, e aos acionistas, se for o caso, o direito de ação contra os administradores em razão da decisão tomada por eles¹⁷.

A análise cuidadosa da expressão utilizada pelo legislador no início do dispositivo leva, entretanto, a outra conclusão. Diz o quarto parágrafo do art. 202 que o dividendo “não será obrigatório” no exercício social em que os órgãos da administração informarem à assembleia geral ordinária ser ele incompatível com a situação financeira da companhia.

A não obrigatoriedade implica, logicamente, a possibilidade. E a decisão sobre a materialização ou não da possibilidade é dada à assembleia geral, que, portanto, por maioria, poderá optar pela distribuição do dividendo mínimo obrigatório, ou parte dele, a despeito dos avisos da administração e, talvez até, do conselho fiscal. Nessa hipótese, os acionistas que votaram de forma favorável à distribuição assumem a responsabilidade pela decisão.

Essa é a solução mais adequada para o funcionamento da sociedade e mais coerente com o sistema da Lei das Sociedades por Ações, especialmente em vista do disposto em seu art. 132, II, que fixa a deliberação sobre a destinação do lucro líquido do exercício e a distribuição de dividendos como competência privativa da assembleia geral ordinária. Não faz sentido retirar da assembleia dos acionistas todo o poder sobre a destinação do lucro social distribuível e transferi-lo para o órgão de administração. Esse lucro distribuível é destinado aos acionistas, pois não foi absorvido por qualquer das destinações legais, estatutárias ou assembleares.

E na sistemática da lei, o conjunto dos acionistas é o destinatário, por excelência, do lucro distribuível e das decisões que a lei permite que sejam tomadas sobre esse lucro. Assim, por exemplo, se o dividendo mínimo obriga-

¹⁷ “Tanto nas companhias abertas como nas fechadas, a lei atribui competência ao órgão de administração para *decidir* pela não distribuição de dividendo obrigatório, simplesmente *informando* à assembleia geral da incompatibilidade da situação financeira com tal distribuição. Se isso ocorrer, não tem a assembleia competência para deliberar em contrário. Cabe-lhe apenas homologar a decisão da administração” (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2003, v. 3, p. 797).

tório for maior do que a parcela realizada do lucro do exercício, de acordo com o art. 197, cabe à assembleia geral decidir se a diferença entre aquele e esta será distribuída assim mesmo, ou se será retida na reserva de lucros a realizar. Do mesmo modo, é a assembleia geral que determina, nos termos do art. 195-A, se os valores destináveis à reserva de incentivos fiscais comporão ou não a base de cálculo do dividendo mínimo obrigatório. Igualmente, por fim, o pagamento de dividendo inferior ao obrigatório ou a retenção de todo o lucro social, nas hipóteses em que são permitidos pela lei, cabe, nos termos do § 3º do art. 202, à assembleia geral e não aos órgãos de administração.

No caso do § 4º do art. 202, cumpre aos órgãos de administração, e ao conselho fiscal, apenas a função de fornecer informação adequada para a formação da opinião da assembleia geral. A redação do dispositivo também é clara a esse respeito, ao dispor que o dividendo não será obrigatório no exercício em que “os órgãos da administração informarem à assembleia geral” ser ele incompatível com a situação financeira da companhia.

De toda forma, todos os lucros que, sob a justificativa prevista no § 4º do art. 202, deixarem de ser distribuídos pela assembleia geral deverão, por força do § 5º do mesmo art. 202, ser registrados em reserva especial, e, se não absorvidos por prejuízos de exercícios posteriores, deverão ser distribuídos como dividendos tão logo permita a situação financeira da companhia.

A Lei das Sociedades por Ações não estabelece procedimento específico para a distribuição dos dividendos retidos na reserva especial. Em outras palavras, há poucos elementos para se determinar que a situação financeira da companhia voltou à “normalidade” e, portanto, para obrigar a distribuição daqueles dividendos. Isso não significa, evidentemente, que os administradores poderão perpetuar a retenção sem justificativas proporcionais e coerentes com aquelas que a autorizaram originalmente, e sem que os acionistas tenham direito de opinar a respeito. Muito ao contrário, enquanto os dividendos retidos não forem distribuídos ou regularmente absorvidos por prejuízos futuros, os administradores estarão obrigados a incluir proposta justificada para a manutenção da retenção daqueles valores em cada assembleia geral ordinária subsequente, para que seja deliberada pelos acionistas.

As justificativas devem atender aos mesmos graus de exigência atribuídos aos requisitos do § 4º do art. 202, incluindo a necessidade de parecer do conselho fiscal e a disponibilização dos documentos pertinentes para análise dos acionistas previamente à assembleia geral, na forma da lei. A decisão tomada em assembleia deve ser parametrizada, analogamente, pelas mesmas regras de responsabilidade aplicáveis à decisão original de retenção, referentes ao abuso do direito de voto e ao abuso do poder de controle.

No caso dos §§ 4º e 5º do art. 202, além do mais, ocorre exatamente o mesmo que se verifica quanto aos valores destinados para a reserva de lucros a realizar. As únicas destinações possíveis para os valores registrados na reserva especial de que trata o § 5º do art. 202 são a absorção de prejuízos de exercícios futuros e a sua distribuição como dividendos. Esses valores não podem ser utilizados em aumentos de capital, resgate, reembolso ou compra de ações, entre outras operações equivalentes. Esses valores não podem, principalmente, ser utilizados para a realização de investimentos¹⁸.

A lei, dessa forma, de um lado, prioriza a adequada continuidade das atividades empresariais, ao possibilitar o não pagamento dos dividendos quando a situação financeira da companhia é incompatível, sem, de outro, incluir entre os poderes dos administradores e da maioria o de decidir sobre matéria que a lei havia cuidado especificamente de afastar de suas esferas de discricionariedade¹⁹.

¹⁸ Nesse sentido, cf. a decisão da CVM nos processos administrativos CVM RJ2007/10879 e RJ2007/13216, julgados em 24-10-2008 (Centrais Elétricas Brasileiras S.A. – Eletrobrás). Em seu voto, o diretor relator, Marcos Barbosa Pinto, conclui que “a retenção de dividendos para realizar investimentos é incompatível com o art. 198 da Lei no 6.404/76” e complementa que “[n] a minha opinião, esse artigo deixa claro que a administração não pode reter, nem manter retidos, dividendos obrigatórios para fazer frente a investimentos, nem mesmo quando esses investimentos constam de orçamento de capital aprovado previamente pela assembleia geral. (...) Note-se que o art. 198 se aplica tanto à distribuição dos dividendos obrigatórios do exercício em questão quanto aos retidos anteriormente. Afinal, o § 5º do art. 202 deixa claro que os dividendos obrigatórios retidos devem ser pagos ‘assim que o permitir a situação financeira da companhia’ e o art. 198 veda retenções para investimento ‘em prejuízo da distribuição do dividendo obrigatório’, sem fazer distinção entre dividendos do exercício ou retidos anteriormente”.

¹⁹ Ao contrário do que ocorre no direito norte-americano, a aplicação da regra da decisão empresarial (*business judgement rule*) em matéria de distribuição de dividendo possui, no Brasil, espaço de aplicação reduzido, diante da disciplina do dividendo mínimo obrigatório. No caso dos §§ 4º e 5º do art. 202, especificamente, a regra da decisão empresarial sequer se aplica. Por uma razão muito simples: as decisões de não pagamento do dividendo mínimo obrigatório, com fundamento nesses dispositivos legais, e de manutenção dos valores registrados na reserva especial do § 4º do art. 202, em exercícios subsequentes, cabe à assembleia geral e não aos administradores. A estes cumpre apenas subsidiar a decisão dos acionistas com sua opinião e com documentos que a fundamentem. O que ocorre muitas vezes na prática é que, uma vez retidos os valores do dividendo mínimo obrigatório de certo exercício na reserva especial, a questão nem mesmo é incluída nas assembleias gerais subsequentes, mantendo-se essa situação até o momento em que os administradores decidam distribuir aqueles valores. De acordo com a lei, entretanto, os acionistas poderão discutir a manutenção ou a distribuição dos valores registrados na reserva especial do § 4º do art. 202 em qualquer assembleia geral ordinária (art. 132, II, *in fine*) ou em

Essa conclusão é compatível com a redação do § 5º do art. 202 e é a mais lógica diante do sistema criado pela lei para tutelar o dividendo mínimo obrigatório. Não existe razão, ademais, que justifique tratamento diverso para os valores registrados na reserva de lucros a realizar e na reserva especial do § 5º do art. 202.

O dividendo mínimo obrigatório é fruto praticamente espontâneo da aplicação das regras legais ou estatutárias sobre o lucro social do exercício. O valor apurado já considera, necessariamente, todas as precauções legais e não pode ser prejudicado por nenhuma decisão, fundamentada ou não, de reinvestimento. Trata-se de um valor final, que cabe apenas aos acionistas e mais a nenhum outro fim, a menos que os próprios acionistas, sob condições absolutamente restritas, decidam de maneira diversa. Por unanimidade dos acionistas, ou, apenas nas companhias fechadas, por unanimidade dos presentes à assembleia geral ordinária, o valor que seria distribuído como dividendo mínimo obrigatório pode ser reinvestido na companhia. Por maioria, a lei permite apenas que o pagamento do dividendo mínimo obrigatório seja suspenso e exige, para isso, que a condição financeira da companhia não permita o seu pagamento parcial ou integral. O montante já foi determinado, ainda que continue a constar do patrimônio líquido da companhia, bastando a realização de certa parcela de lucros ou a reversão da situação financeira adversa, para que sejam declarados e pagos²⁰.

Os §§ 4º e 5º do art. 202, são, assim, nada mais do que a generalização da regra específica dos incisos II e III do *caput* do mesmo artigo. Ambas se sustentam em princípios de preservação da atividade social e de adequada proteção ao dividendo mínimo obrigatório.

qualquer assembleia geral extraordinária que, porventura, venha a incluir a matéria em sua ordem do dia. A respeito da aplicação da *business judgement rule* nas decisões relacionadas à distribuição de dividendos, cf. o fundamental *Gottfried v. Gottfried*, (73 N.Y.S.2d 692), julgado pela Suprema Corte do Estado de Nova York em 3-9-1947. Na doutrina norte-americana, ver, por exemplo, JUSTICE, Randall K. The duty of corporate directors to pay dividends, *Kentucky Law Journal*, v. 87, 1999, p. 231 e s.

²⁰ Nelson Eizirik entende que se trata de hipótese em que o dividendo é declarado, mas seu pagamento não é feito. Embora não haja diferenças práticas importantes, quanto aos efeitos, não parece ser essa a melhor leitura da situação prevista nos §§ 4º e 5º do art. 202. Isso porque os valores não pagos pela companhia permanecem retidos em reserva de lucros, não se caracterizando como passivos exigíveis, ao contrário do que ocorre com os dividendos efetivamente declarados (EIZIRIK, Nelson. Dividendos. Pagamento *in natura* ou parcelado em moeda corrente. In: *Temas de direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 258.

5. EXEMPLOS RECORRENTES DE RETENÇÃO IRREGULAR DE LUCROS

Se, de um lado, a lei admite expressamente o natural fato de que para a companhia pode ser importante reter lucros sociais e reaplicá-los em sua atividade empresarial, ela também reconhece, de outro lado, que a retenção pode se tornar abusiva e prejudicar os interesses dos acionistas que não participam diretamente da administração e que não possuem poder determinante nas deliberações assembleares. Assim, a lei disciplina minuciosamente os meios de retenção de lucros, impondo rígidos limites, especialmente para a proteção do direito do acionista ao dividendo mínimo obrigatório²¹. O mesmo ocorre com a regulação do mercado de capitais, no que se refere às obrigações de informar dos administradores com relação às propostas e políticas de retenção de lucros²².

²¹ “No debate público sobre o Anteprojeto de Lei das S.A. as atenções, o interesse e a controvérsia se concentram de tal modo em um único dos seus 304 artigos (...), sobre distribuição de dividendos, que aos menos informados pode parecer que a tão palpada reforma da Lei de Sociedades por Ações se resume, afinal de contas, a uma nova disciplina sobre distribuição de dividendos” (LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.* 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 156).

²² A Instrução CVM n. 481, de 17-12-2009, trata, entre outras matérias, da disponibilização de informações pela companhia por ocasião das deliberações assembleares. Com maior completude e detalhamento do que o previsto pela Lei das Sociedades por Ações, a Instrução CVM n. 481/2009 disciplina forma, teor, prazo e responsabilidade pela disponibilização de todas as informações nela especificamente previstas, bem como de “quaisquer outras informações e documentos relevantes para o exercício do direito de voto em assembleia” (art. 6º, II). No art. 9º da instrução são indicados os documentos que devem ser disponibilizados aos acionistas previamente às assembleias gerais ordinárias. Entre eles consta a proposta de destinação do lucro líquido do exercício (§ 1º, II). A proposta de destinação do lucro líquido do exercício, a ser preparada e apresentada pelos administradores da companhia, é documento obrigatório e independente, que deve ser submetido individualmente à apreciação dos acionistas na assembleia geral ordinária, por força do disposto nos arts. 132, II, 134, § 4º, 176, § 3º, e principalmente 192, todos da Lei das Sociedades por Ações. A deliberação sobre a proposta de destinação do lucro é autônoma e, ao menos que seja materialmente afetada por outras deliberações, não é a nenhuma delas conexa. Normalmente, a regularidade da destinação dos lucros depende da regularidade das demais peças que compõem as demonstrações financeiras. Porém, essa não é uma regra absoluta. É possível, por exemplo, que as contas dos administradores sejam reprovadas, mas a destinação dos lucros aprovada mantenha-se válida. Uma das grandes inovações da Instrução CVM n. 481/2009 é o seu Anexo 9-1-II, que detalha as informações que devem constar da proposta de destinação dos lucros do exercício. O Anexo 9-1-II exige que a proposta de destinação dos lucros siga um esquema completo e de clara compreensão para os acionistas. As informações, conforme especificamente descrito pelo Anexo, devem seguir uma ordem lógica, escalonada e segrega-

A especificidade da lei a esse respeito nem sempre, entretanto, mostra-se suficientemente desestimulante para evitar o comportamento irregular por parte de administradores e controladores. Tentados pela possibilidade de terem à sua disposição um patrimônio maior para gerirem, o qual contribuiria para a redução de seus riscos empresariais, aumento de sua exposição no mercado, melhora de seus salários e benefícios ou diminuição do poder de embate dos acionistas minoritários, por exemplo, administradores e controladores podem, eventualmente, orientar a companhia a reter lucros além do nível ótimo para suas atividades, gerando ineficiências no uso desses valores e consequentes prejuízos, principalmente para os acionistas minoritários²³.

da de apresentação e são comparadas com dados de exercícios anteriores. Assim ocorre com a informação sobre o valor do lucro líquido apurado, os dividendos propostos, a forma e prazo de seu pagamento. Da mesma maneira, todas as retenções devem ser objetivamente explicadas. Sejam elas obrigatórias, assembleares ou estatutárias. Com a Instrução CVM n. 481/2009 e o Anexo 9-1-II, portanto, os acionistas e o mercado ganham em transparência das informações, estabilidade quanto ao formato e cadência de sua disponibilização e previsibilidade em relação aos acontecimentos societários. Permite-se, assim, a antecipação de informações consistentes e completas, necessárias para a formação de convencimento dos acionistas e potenciais investidores. Permite-se, também, o melhor monitoramento da utilização dos lucros sociais pelos administradores e controladores, reduzindo incentivos para o desvio ou má utilização desses lucros.

²³ “Já salientamos que o desvio de poder difere do ato *contra legem* pelo fato de, naquele, o agente procurar respeitar a legalidade formal, ou meramente aparente. Assim, o acionista que vota deliberação conflitante com o interesse social procura sempre justificar seu voto com razões de aparente benefício para a sociedade, ou, pelo menos, de inelutabilidade de outra decisão por imposições inderrogáveis de ordem econômica. É o caso, notadamente, do clássico problema do autofinanciamento. O controlador pode obter satisfação do seu interesse econômico pessoal, na sociedade, sem a distribuição de dividendos, sobretudo, quando ocupa postos de direção na companhia, e se atribui elevados honorários, além de gozar de outras vantagens inerentes ao cargo. Pode acontecer, mesmo, que a sistemática retenção de lucros líquidos constitua uma política deliberada de ‘congelamento’ da minoria, como se diz no jargão societário norte-americano, compelindo-a a desfazer-se de suas ações a baixo preço” (COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 5. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008, p. 395). Com relação, especialmente, às companhias fechadas, o professor Comparato opina, ainda, em outro trabalho, que nesse tipo de companhia “a forma mais devastadora de abuso de poder do controlador consiste no não pagamento de dividendos, ou no pagamento de uma remuneração ridiculamente baixa, em relação ao montante do investimento acionário. Os controladores, nesse tipo de companhia, contentam-se em geral com a posição de empresários e titulares de postos de administração. O acionista minoritário pode encontrar-se bloqueado, sem achar comprador para suas ações, a não ser na pessoa dos controladores, que ditarão, então, preços e condições” (COMPARATO, Fábio Konder. *O direito ao dividendo nas companhias fechadas*, cit., p. 161-162).

As formas mais típicas de retenção de lucros sociais contrárias à lei, em contraste com as normas analisadas anteriormente, serão examinadas nos itens seguintes.

5.1. APROVAÇÃO IRREGULAR E DESCUMPRIMENTO DE ORÇAMENTO DE CAPITAL

Para justificar a retenção de lucros, com fundamento no art. 196 da Lei das Sociedades por Ações, a administração da companhia deve apresentar, e a assembleia geral aprovar, orçamento de capital detalhado, que demonstre não apenas a origem, destinação e cronograma de aplicação dos recursos, mas também a necessidade dos investimentos propostos²⁴. Dessa forma, a retenção de lucros, ou sua manutenção na reserva contábil respectiva, pode ser considerada irregular se o plano de utilização dos recursos apresentado pela administração for descumprido, ou utilizar montante menor do que os recursos retidos, e também se o mesmo plano se mostrar evidentemente desnecessário para a companhia.

No primeiro caso, a obrigação da administração é cumprir o orçamento de capital. Se os valores retidos não estiverem sendo utilizados na implementação dos projetos aprovados pela assembleia geral, descontadas hipóteses na-

“For a long time public and academic discussions of corporations has started from the premise that managers have ‘control’ and use this to exploit investor, customers, or both. The usual prescription is some form of intervention by the government. This may mean prescription of the firm’s output, wages, and prices. It may be regulation of the securities markets. It may take the form of corporate law, which establishes minimum voting rules and restricts how managers can treat the firm and the investors. The argument is simple. In most substantial corporations – firms with investment instruments that are freely traded, which we call ‘public corporations’ – each investor has a small stake compared with the size of the venture. The investor is therefore ‘powerless’. The managers, by contrast, know how the business is running and can conceal from investors information about the firm and their own activities. Armed with private knowledge and able to keep investors in the dark, the managers can divert income to themselves, stealing and mismanaging at the same time” (EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. *The economic structure of corporate law*. Cambridge: Harvard University Press, 1996, p. 1).

²⁴ “O orçamento de capital, nos termos da lei, deverá compreender os recursos econômico-financeiros previstos para serem realizados pela companhia na aquisição, formação e construção de ativos imobilizados ou diferidos e em investimentos que contribuirão para melhoria de gestão empresarial da sociedade. Esse orçamento deverá ser elaborado com toda a fundamentação econômico-financeira possível, com o objetivo de demonstrar inequivocadamente que os recursos correspondentes à parcela de lucro retida serão, de fato, aplicados como previsto no orçamento de capital” (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, cit., p. 751).

turais de atrasos e outras dificuldades inevitáveis, eles deverão, com base na regra geral do § 6º do art. 202, ser distribuídos aos acionistas como dividendos.

De forma análoga, a utilização dos valores retidos em outras atividades que não aquelas previstas no orçamento de capital ou a ela relacionadas implica responsabilidade dos administradores. O orçamento de capital deve ser tão detalhado quanto possível, portanto, não apenas para permitir a adequada apreciação e fiscalização por parte dos acionistas, mas também para delimitar com clareza as responsabilidades dos administradores. Para fins de verificação de seu cumprimento e para a efetivação de modificações necessárias quanto ao cronograma de aplicação dos recursos, por exemplo, quaisquer orçamentos de capital em vigência deverão ser incluídos entre os documentos disponibilizados para exame dos acionistas, nos termos do art. 133, e analisados anualmente nas assembleias gerais ordinárias.

Havendo necessidade, a assembleia dos acionistas poderá revisar o orçamento de capital, e é isso que prevê o § 2º do art. 196 da Lei das Sociedades por Ações ao utilizar o termo “poderá”, não significando, evidentemente, que a inclusão do exame de orçamentos de capital em vigência na ordem do dia das assembleias gerais ordinárias depende exclusivamente da vontade dos administradores. Caso os recursos retidos deixem de ser utilizados ou sejam utilizados para fins estranhos aos previstos no orçamento de capital, a assembleia geral pode modificar o orçamento de capital, de forma a justificar a manutenção da retenção dos recursos por mais um exercício, adaptá-lo, de maneira a ratificar a utilização diversa desses recursos pela administração, ou deliberar a distribuição dos recursos não utilizados aos acionistas, a título de dividendo.

Os recursos retidos com fundamento no art. 196, a exemplo do que ocorre com os valores registrados nas reservas de que tratam os arts. 197 e 202, § 5º, apenas poderão ser utilizados para o cumprimento do orçamento de capital, para a absorção de prejuízos ou para a distribuição de dividendos. A retenção facultada pelo art. 196 é excepcional em relação à regra do § 6º do art. 202, e os valores que deixaram de ser distribuídos aos acionistas não podem ser utilizados pelos administradores de forma livre. Além disso, os valores retidos para cumprimento de orçamento de capital não podem, conforme adiantado em item anterior, afetar a distribuição do dividendo mínimo obrigatório (art. 198) ou ultrapassar o limite estabelecido no art. 199 da Lei das Sociedades por Ações.

As irregularidades possíveis não se limitam, contudo, ao descumprimento do orçamento de capital aprovado pela assembleia geral, o que implica, basicamente, responsabilidade dos administradores. Pode haver abuso também na aprovação do orçamento de capital, se o fim desta aprovação for contrário

ao interesse social. A determinação da irregularidade na aprovação do orçamento de capital depende da análise de cada caso e pode ser complexa, em razão da correta proteção à liberdade de decisão empresarial concedida a administradores e controladores. O que não impede, entretanto, a existência e a necessidade de enfrentamento de orçamento de capitais aprovados em desacordo com o objeto social, de cumprimento impossível, que compreenda aplicação ilícita de recursos, que beneficie exclusivamente, e sem justificativa, os administradores, ou que intente apenas forçar a venda das ações por parte dos minoritários, entre outras possibilidades.

5.2. UTILIZAÇÃO IRREGULAR DAS RESERVAS ESTATUTÁRIAS

A retenção irregular de lucros pode ocorrer, também, mediante a utilização contrária à lei das demais reservas de lucros, obrigatórias, assembleares e principalmente estatutárias. As reservas de lucros obrigatórias e assembleares possuem parâmetros de formação e manutenção, finalidade e limites mais bem esclarecidos pela lei, tornando eventuais abusos em sua utilização mais facilmente identificáveis. Relativamente mais flexíveis, as reservas estatutárias representam o campo mais propício para a criação de esquemas que resultam em retenção irregular do lucro social²⁵.

Após a inserção do § 6º no art. 202 da Lei das Sociedades por Ações extinguindo a reservas genérica de lucros acumulados, administradores e controladores, receosos, ou simplesmente desacostumados com a perda do controle sobre o lucro distribuível residual, apressaram-se em criar reservas estatutárias que mantivessem esses valores dentro da companhia. Evidentemente, a simples preferência dos administradores e controladores pela manutenção desses lucros dentro da companhia não é razão suficiente, do ponto de vista da sistemática atual da lei, para justificar a retenção.

O resultado é que diversas reservas estatutárias foram, são e serão “fabricadas” sem que haja necessidade real de retenção dos valores a elas destinados, acobertados por cláusulas estatutárias que “fingem” atender ao disposto no art. 194 da Lei das Sociedades por Ações.

Ocorre que as disposições do atual Capítulo XVI da Lei das Sociedades por Ações deixam claro que ou o lucro líquido possui destinação específica, ou

²⁵ A esse respeito, cf., por exemplo, os processos administrativos CVM n. RJ2001/12367, decidido em 26-4-2002 (Livraria do Globo S.A.), e n. RJ2001/3270, examinado nas reuniões do Colegiado de 19 de fevereiro de 2002 e 9 de julho de 2002 (Companhia Siderúrgica Belgo Mineira S.A.).

ele deve ser distribuído aos acionistas, evitando qualquer discussão sobre quem teria melhores condições para aplicar o lucro distribuível residual com maior eficiência. Como se viu, a discricionariedade da administração e da maioria sobre a destinação do lucro social é significativamente limitada sob a lei societária. Assim, são consideradas irregulares quaisquer reservas estatutárias que não atendam estritamente às funções dos comandos do art. 194: garantir que o lucro distribuível residual seja retido apenas se efetivamente necessário para a companhia e garantir o conhecimento dos acionistas e investidores a respeito.

É claro que a necessidade deve ser aferida primordialmente pelos administradores e acionistas. Isso não significa, contudo, que a mera aprovação da reserva pela maioria assemblear confira a ela certificado de atendimento às regras do art. 194.

A primeira irregularidade que se nota com frequência na prática societária é a criação contábil ou a utilização de reserva estatutária sem que haja previsão estatutária sobre sua existência. O art. 194 da Lei das Sociedades por Ações é expresso ao determinar que “o estatuto poderá criar reservas”. A deliberação assemblear que destina lucros para reserva estatutária não prevista no estatuto social é nula. Assim como ato gerencial, ratificado ou não pelos órgãos de administração, que destina valores para essa mesma reserva.

Reservas estatutárias genéricas quanto à sua destinação, por exemplo, igualmente contrariam a lei, tanto com relação ao art. 194 quanto com relação ao art. 202, § 6º. Se a finalidade não está descrita pelo estatuto social “de modo preciso e completo”, como exige o art. 194, qualquer retenção de lucros nessa reserva estará em desacordo com o art. 202, § 6º, justamente porque não atenderá aos “termos dos arts. 193 a 197”²⁶.

Ao dispor que a finalidade da reserva deve ser indicada de modo “preciso e completo”, o inciso I do art. 194 determina não apenas que a descrição da finalidade seja precisa e completa, mas que a própria finalidade seja precisa e completa. Se a finalidade for simplesmente a de reter lucros para “eventuais necessidades urgentes”, bastaria reproduzir essas palavras para que a finalidade

²⁶ Sobre a invalidade, anulabilidade e nulidade das deliberações sociais, cf. AZEVEDO, Erasmo Valladão; FRANÇA, Novaes. *Invalidade das deliberações de assembleia das S/A*. São Paulo: Malheiros, 1999; idem, Lineamentos da reforma do direito societário italiano em matéria de invalidade das deliberações assembleares, *RDM*, n. 134, 2004, p. 12 e s.; idem, Invalidade de deliberações conexas de companhia, *RDM*, n. 145, 2007, p. 255 e s.; e XAVIER, Vasco da Gama Lobo. *Anulação de deliberação social e deliberações conexas*. Coimbra: Atlântida, Coimbra, 1976.

fosse descrita com completude e precisão. Em seguida, caso a maioria dos acionistas concordasse que essa é uma finalidade razoável, estaria aprovada a reserva estatutária, tão genérica quanto a antiga reserva de lucros acumulados. O objetivo do art. 194 não é esse. A própria finalidade da reserva deve ser específica. Com justificativas e todas as informações razoáveis que as lastreiem. Não basta que a reserva se destine a “investimentos futuros” ou “à reposição de equipamentos”. Ela deve especificar o tipo de investimento, a necessidade, os resultados esperados com o investimento, ou então, quais equipamentos deverão ser repostos, quando, qual a vida útil média desses equipamentos e quais os ganhos da substituição por novos equipamentos, por exemplo²⁷.

Não se trata de limitar a utilização dos lucros pelos administradores e controladores, mas simplesmente de conferir meios para que os acionistas minoritários entendam e monitorem a utilização de seu capital. A liberdade de utilização é a mesma. O que se exige, apenas, é a maior transparência, previsibilidade e comprometimento.

O mesmo pode ser dito com relação aos incisos II e III do art. 194. Tanto os “critérios para determinar a parcela anual dos lucros líquidos que serão destinados” à constituição da reserva quanto “o limite máximo da reserva” deverão ser fixados pelo estatuto social de maneira que não dependam exclusivamente da vontade dos administradores ou controladores.

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

Em consequência a essa disposição, parte significativa das companhias que possuem reserva estatutária determinam uma parcela fixa (em oposição a um parâmetro de cálculo) do lucro líquido do exercício para retenção. Aquelas que não acompanham essa prática, em geral, são omissas a esse respeito ou simplesmente deixam a critério da assembleia geral a decisão acerca do mon-

²⁷ A necessidade legal de detalhamento e clareza na constituição das reservas, obrigatórias, assembleares e estatutárias, assim como com relação a qualquer retenção do lucro social, só veio a ser reforçada pelos específicos requerimentos estabelecidos pelo Anexo 9-1-II da Instrução CVM n. 481, de 17-12-2009.

tante a ser retido, o que, em qualquer dos dois casos, viola o inciso II do art. 194. Entre as companhias que acompanham a referida prática, a grande maioria determina, de forma direta ou indireta, que a retenção pode abranger todo o saldo do lucro líquido ajustado do exercício, após o pagamento do dividendo mínimo obrigatório. Essa disposição encontra-se ora estabelecida de forma literal no estatuto social, ora por conclusão matemática (por exemplo, se o dividendo mínimo obrigatório é de 25% e a retenção de até 75%).

É um fato que não há previsão expressa na lei que proíba que a parcela anual dos lucros líquidos destinada a certa reserva estatutária seja exatamente igual a todo o saldo do lucro líquido ajustado do exercício, após o pagamento do dividendo mínimo obrigatório. Difícil, contudo, não enxergar nessa prática um importante indício de que a retenção promovida ou a retenção potencial estão muito mais de perto associadas à disposição dos controladores e administradores de controlar discricionariamente os lucros da companhia do que à efetiva ponderação a respeito do equilíbrio ótimo, em cada tempo e situação, entre distribuição e reinvestimento²⁸.

Isoladamente, portanto, não há como caracterizar como anulável uma reserva estatutária disciplinada por regras como as mencionadas, ou a deliberação que decide pela retenção de lucros em termos equivalentes. É possível até que a retenção da totalidade do saldo do lucro líquido, após o pagamento dos dividendos mínimos obrigatórios, atenda ao interesse social. Mas, a ausência de justificativa efetiva para essa retenção, somada a outros indícios de utilização dos mecanismos de retenção de forma arbitrária pode, definitivamente, levar à anulação da cláusula e/ou de deliberação relacionada.

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

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

²⁸ Indispensável nesse ponto, e para todo o tema tratado neste estudo, o voto proferido pela então Diretora da Comissão de Valores Mobiliários Norma Jonssen Parente no âmbito do processo administrativo CVM n. RJ2004/2684.

gido o limite, “a assembleia deliberará sobre a aplicação do excesso na integralização ou no aumento do capital social ou na distribuição de dividendos”.

Essa regra, contudo, parece não fazer sentido com relação às reservas estatutárias. Se essas reservas são uma solução de exceção para a retenção de lucros, que depende de específica previsão e justificativa, qual seria o sentido de permitir que, uma vez atingido certo limite (seja ele o do art. 199 ou da própria reserva), esses valores possam simplesmente ser capitalizados? Ora, a capitalização é destinação diversa daquela para a qual os lucros foram retidos, a menos que a retenção tenha sido fundamentada na própria capitalização, com as justificativas adequadas. E, na prática, há motivos mais do que razoáveis para que os acionistas minoritários prefiram decidir o destino do lucro disponível da companhia por si mesmos do que permitir que eles sejam discricionariamente adicionados ao capital social²⁹. Além disso, se o limite já havia sido atingido, qualquer nova retenção para a referida reserva estatutária viola o disposto no § 6º do art. 202, uma vez que viola o próprio art. 194.

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

Por fim, a irregularidade na utilização das reservas pode se configurar também com o desrespeito aos comandos dos arts. 198 e 199 da Lei das Sociedades por Ações.

No caso do art. 199, cabe esclarecer que a melhor interpretação para a expressão “saldo das reservas de lucros” parece ser a soma das reservas de lucros não excetuadas pelo dispositivo. O intuito da norma é, de acordo com a Exposição de Motivos da Lei das Sociedades por Ações, “evitar a acumulação excessiva de reservas de lucros”. As reservas de lucros de uma companhia podem ser as mais variadas, em número e substância. Interpretar o artigo de outra forma implicaria permitir que uma companhia com uma dezena de reservas de lucros, com saldos individuais ligeiramente inferiores ao capital social, pudes-

²⁹ A respeito das teorias econômicas que procuram explicar as eventuais preferências do acionista pelo dividendo em relação ao reinvestimento do lucro, assim como a função da distribuição do dividendo, ver: ROBERT, Bruno. *Dividendo mínimo obrigatório nas S/A – apuração, declaração e pagamento*, cit., p. 63 e s.

se acumular um montante retido muito maior do que uma companhia, com o mesmo capital social, que possua uma única reserva de lucros compreendida na disciplina do art. 199 e com saldo superior a esse capital social.

A expressão “capital social” utilizada no dispositivo deve corresponder, a propósito, ao capital social integralizado³⁰, uma vez que não seria coerente a manutenção de reservas de lucros enquanto o próprio capital social ainda não estivesse integralizado. Tanto assim, que o art. 199 determina, expressamente, que o excesso poderá ser aplicado na “integralização ou no aumento do capital social, ou na distribuição de dividendos”. E, embora a lei não o determine, é mais adequado, baseando-se nos mesmos princípios que informam o art. 199, que a opção pela integralização do capital social seja prioritária em relação ao aumento do capital social ou à distribuição de dividendos, sendo indiferente a decisão entre estas duas últimas.

A decisão sobre qual ou quais reservas devem ser diminuídas, e em qual montante, cabe à assembleia geral, baseada em informações fornecidas pela administração e respeitando-se os limites aplicáveis, como, por exemplo, a impossibilidade de utilização dos valores registrados nas reservas dos arts. 197 e 202, § 5º, para integralização³¹ ou aumento do capital social.

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

Quanto à criação das reservas, a reserva estatutária criada pode ser inválida tanto se as formalidades necessárias para a alteração do estatuto social, ou para a aprovação original do estatuto social, não forem cumpridas, quanto se a própria reserva estatutária não atender aos requisitos e parâmetros da lei. Assim, por exemplo, pode ser anulável a deliberação que cria reserva estatutá-

³⁰ Nesse sentido: LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Do direito do acionista ao dividendo*, cit., p. 130, e CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, cit., p. 763.

³¹ Ainda que a integralização, nessa hipótese, assemelhe-se à distribuição de dividendos, elas não podem ser consideradas equivalentes. A integralização não corresponde, necessariamente, à opção pessoal de investimento de cada acionista.

ria se essa matéria não constou de forma específica da ordem do dia, como determina o art. 124 da Lei das Sociedades por Ações. Pode ser nula se não forem atendidos os quóruns de instalação e deliberação dos arts. 135 e 129. De forma equivalente, pode ser anulável a deliberação que cria reserva estatutária que não atende aos parâmetros de precisão e completude do art. 194, aos seus critérios e limites, bem como aos demais comandos contidos na Lei das Sociedades por Ações, especialmente em seu Capítulo XVI.

6. ILEGALIDADE DAS RESERVAS OCULTAS NO DIREITO BRASILEIRO

Outra alternativa para a retenção irregular de lucros é a criação das denominadas reservas ocultas, cuja lógica de admissão, aceita por alguns no passado, parece definitivamente superada no contexto societário atual.

As reservas ocultas são definidas pelo professor Leães da seguinte maneira: “(...) as chamadas reservas secretas, tácitas ou ocultas, não resultam da destinação de lucros feita por processos regulares, mas decorrem do ocultamento, propositado ou não, de ativos no balanço, mediante artifícios contabilísticos, que, em suma, visam: a) à superavaliação do passivo e b) à subavaliação dos elementos do ativo”³². Alguns exemplos são a reserva patrimonial oculta com supervalorização do ativo, a reserva patrimonial oculta com depreciação exagerada e a reserva patrimonial oculta proveniente de dívidas inexistentes ou exageradas.

De maneira simples, as reservas ocultas consistem na separação contábil de saldos positivos da companhia, registrados apenas gerencialmente e não apresentados nas demonstrações financeiras. A sua aceitação, em outros ordenamentos e épocas, funda-se basicamente na utilidade da existência de fundos adicionais, de ciência apenas dos administradores e controladores, para o caso de necessidade urgente e imprevista. Como esses valores não eram de conhecimento de terceiros, nem da maioria dos acionistas, sua disponibilidade estaria mais bem protegida para as situações em que seriam demandados. Credores não poderiam requerê-los e acionistas não poderiam cobrar sua distribuição, por exemplo.

A evolução dos princípios empresariais tornou a prática rudimentar e contrária ao direito societário contemporâneo. A ocultação cedeu lugar à transparência, na função de proteção do interesse social.

³² LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Do direito do acionista ao dividendo*, cit., p. 200-201.

O direito societário não desconsiderou a utilidade da manutenção de fundos para futuras e eventuais necessidades. Ao contrário, tais fundos foram regulados e, em muitos casos, passaram até mesmo a serem obrigatórios. Passou-se a entender, apenas, que o risco de utilização inapropriada dos valores ocultos superava o potencial de utilidade da ocultação.

De uma maneira ou de outra, fato é que as reservas ocultas são frontalmente contrárias a todo o sistema positivado pela Lei das Sociedades por Ações, que elege a transparência e a previsibilidade como premissas para o exercício do direito de fiscalização dos sócios e que tem neste direito o principal bastião para a proteção dos demais direitos dos acionistas³³.

³³ “A análise dos sistemas legais estrangeiros, as lições dos doutores e a investigação das disposições da lei brasileira mostram que a prática das reservas ocultas, bastante comum nas empresas modernas, em face das exigências de autofinanciamento e por outras razões semelhantes, não encontra acolhida no regime legal do anonimato nacional, onde ofendem os critérios legais de avaliação e amortização, e desrespeitam os princípios de clareza e veracidade de balanço e do direito do acionista à informação e à distribuição regular de dividendos” (LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Do direito do acionista ao dividendo*, cit., p. 254).

Capítulo 10.8

DIREITO DE RECESSO NAS SOCIEDADES ANÔNIMAS

Marcelo Guedes Nunes*

1. RECESSO E BASES ESSENCIAIS DO INVESTIMENTO

A decisão do investidor em adquirir ações de uma companhia é tomada através de um cálculo de oportunidade, no qual são ponderados o valor a ser investido e o retorno do investimento. O retorno do investimento depende das características do mercado, da empresa e das ações adquiridas pelo investidor. Por exemplo, se o investidor antecipa que o mercado de gêneros alimentícios vegetarianos irá expandir no médio prazo, pode fazer sentido para ele adquirir, hoje, ações preferenciais de uma companhia que atue nesse setor, aguardando receber dividendos polpudos ao longo dos próximos anos.

Ao estudarem a viabilidade de um investimento, os investidores analisam um conjunto de características da companhia e das ações a serem negociadas. As características determinantes para a decisão de adquirir a participação, como, por exemplo, o objeto social da companhia, as preferências, vantagens e condições de resgate e amortização, ou o valor dos dividendos obrigatórios, são as *bases essenciais do investimento* e constituem os alicerces sobre os quais se fundamenta a decisão de aquisição da participação acionária.

Essa é a atividade dos fundos de investimento em ações, que reúnem recursos financeiros de seus quotistas para adquirir participações em companhias, de acordo com características previamente estabelecidas: companhias que são

* Doutor em Direito Comercial pela PUCSP.