

Processos Administrativos nº RJ-2007-10879 e RJ-2007-13216

Reg. Col. n.º 5932/2008

Interessados: Eduardo Duvivier Neto

Brandes Investment Partners

Centrais Elétricas Brasileiras – Eletrobrás

Assunto: Retenção de dividendo obrigatório (arts. 202, §§ 4º e 5º da Lei nº 6.404/76).**Relator:** Marcos Barbosa Pinto**Relatório dos Processos****1. Objeto dos Processos**

1.1 Os Processos n.º RJ-2007-10879 e RJ-2007-13216 tiveram origem em reclamações apresentadas por acionistas da Centrais Elétricas Brasileiras – Eletrobrás ("Eletrobrás") questionando a não-distribuição de dividendos obrigatórios retidos em exercícios passados.

2. Proc. RJ-2007-10879

2.1 Em 27 de agosto de 2007, Eduardo Duvivier Neto protocolou nesta Comissão solicitação para que se apurasse a conduta dos administradores da Eletrobrás, que deixaram de distribuir dividendos na quantia aproximada de R\$7,4 bilhões, mantidos pela Eletrobrás à conta de "Dividendos Não Distribuídos (art. 202 – Lei 6.404/76)".

2.2 Instada a se manifestar, em 3 de setembro de 2007, a Eletrobrás informou que os dividendos foram destinados a uma reserva especial na década de 80, com base no §4º do art. 202 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que permite a retenção do dividendo obrigatório no exercício em que for "incompatível com a situação financeira da companhia".

2.3 A Eletrobrás alegou ainda que os dividendos não foram distribuídos até o momento em razão dos enormes investimentos que vem tendo de fazer no sistema elétrico brasileiro e que, desde sua criação, o valor dos dividendos mantidos em tal reserva especial vem sendo atualizado.

2.4 Com base nas manifestações acima, a Superintendência de Relações com Empresas - SEP entendeu não existirem indícios de irregularidades no tocante ao não-pagamento dos dividendos mantidos na reserva especial. Destacou, ainda, que o maior prejudicado pela referida retenção é a União Federal, acionista controlador da companhia, já que a retenção não afeta as preferenciais, que possuem direito a dividendos mínimos.

2.5 Inconformado, o investidor apresentou recurso contra a decisão da SEP em 14 de fevereiro de 2008, por meio do qual reiterou seu entendimento e solicitou que fosse dado provimento do seu pedido inicial a fim de que seja apurada a conduta dos administradores da Eletrobrás.

2.6 Em 7 de março de 2008, a SEP manteve a decisão recorrida pelos seus próprios fundamentos e acolheu o entendimento da Eletrobrás de que §4º do art. 202 da Lei 6.404/76 "não estabelece procedimentos a serem adotados em função da decisão da administração de não reverter a Reserva Especial de Dividendos não Distribuídos, constituída em exercícios anteriores".

3. Proc. RJ-2007-13216

3.1 Sobre o mesmo tema versa o questionamento apresentado a esta Comissão em 1º de novembro de 2007 pela Brandes Investment Partners, representante de investidores estrangeiros detentores de American Depositary Receipts - ADRs correspondentes a aproximadamente um terço das ações da Eletrobrás em circulação.

3.2 Instada a se manifestar, a Eletrobrás contestou as alegações formuladas pela Brandes Investment Partners por meio de correspondência apresentada a esta comissão em 21 de dezembro do mesmo ano. Em sua manifestação, a Eletrobrás reitera os argumentos apresentados no Proc. n.º RJ-2007-10879.

3.3 Nessa mesma manifestação, a Eletrobrás ressalta ainda que é uma sociedade de economia mista prestadora de serviços públicos e que, como tal, não pode deixar de fazer os investimentos no setor elétrico brasileiro, não sem descumprimento de suas obrigações legais e graves perdas para o país.

3.4 Com base nos argumentos apresentados, a SEP entendeu por bem enviar para apreciação do colegiado desta comissão os autos deste processo apensados àqueles referentes à reclamação do acionista Eduardo Duvivier Neto, tendo em vista a identidade de objeto.

É o relatório.

Processos Administrativos nº RJ-2007-10879 e RJ-2007-13216

Reg. Col. n.º 5932/2008

Interessados: Eduardo Duvivier Neto

Brandes Investment Partners

Centrais Elétricas Brasileiras – Eletrobrás

Assunto: Retenção de dividendo obrigatório (arts. 202, §§ 4º e 5º da Lei nº 6.404/76).

Relator: Marcos Barbosa Pinto

Razões de Voto

1. Introdução

1.1. Para que possamos apreciar os recursos apresentados, precisamos responder quatro questões fundamentais:

- i. Em que condições uma companhia pode reter – e em que condições pode manter retidos – os dividendos obrigatórios previstos no art. 202 da Lei nº 6.404/76?
- ii. A decisão dos administradores de reter dividendos, ou mantê-los retidos, se beneficia da regra da decisão empresarial (*business judgment rule*), conforme desenvolvida nos precedentes desta autarquia?
- iii. Uma companhia pode reter dividendos obrigatórios, ou mantê-los retidos, para realizar investimentos? Essa é uma razão legítima para a retenção à luz do art. 202, §4º, da Lei nº 6.404/76?
- iv. A resposta a essa questão permanece a mesma quando a companhia é uma sociedade de economia mista que presta serviços públicos e cujo controlador é o principal afetado pela retenção dos dividendos?

1.2. Proponho analisar cada uma dessas questões em separado para, na conclusão, apreciar o recurso apresentado.

2. Dividendo Obrigatório

2.1. A destinação dos lucros do exercício é um assunto que, tradicionalmente, gera fortes conflitos entre acionistas minoritários e administradores. Enquanto os acionistas minoritários normalmente desejam receber mais dividendos, os administradores procuram reter uma parcela significativa dos lucros para financiar a expansão dos negócios da companhia.(1)

2.2. A meu ver, a Lei nº 6.404/76 adota um arranjo equilibrado para esse conflito. Por um lado, prevê a figura do dividendo obrigatório, ou seja, obriga as companhias a distribuírem uma parcela de seus lucros ao final de cada exercício. Por outro lado, permite que esse dividendo obrigatório seja fixado livremente pelo estatuto.

2.3. É o que dispõe o art. 202 da lei:

Art. 202. Os acionistas têm direito de receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, a parcela dos lucros estabelecida no estatuto (...)

§ 1º O estatuto poderá estabelecer o dividendo como porcentagem do lucro ou do capital social, ou fixar outros critérios para determiná-lo, desde que sejam regulados com precisão e minúcia e não sujeitem os acionistas minoritários ao arbítrio dos órgãos de administração ou da maioria.

2.4. Como se vê, a lei prescreve uma solução eminentemente contratual: dá liberdade para que a companhia fixe a parcela mínima dos lucros que deseja distribuir, mas exige que esse percentual seja estabelecido com "precisão e minúcia".(2) Dessa forma, dá condições para que os investidores avaliem as ações que desejam adquirir.

2.5. Como todo arranjo contratual, esse também segue a regra clássica: *pacta sunt servanda*. Segundo a lei, uma vez estabelecido o dividendo obrigatório, ele deve ser pago sempre que, ao final do exercício, a companhia auferir lucro.(3)

2.6. Porém, em circunstâncias extraordinárias, o próprio direito flexibiliza as regras contratuais: *pacta sunt servanda*, rebus sic standibus. Nesse sentido, a Lei 6.404/76 prevê que o dividendo obrigatório pode deixar de ser pago, em circunstâncias excepcionais, quando o seu pagamento for "incompatível com a situação financeira da companhia".

2.7. Essa é a regra inscrita nos §4º do art. 202:

Art. 202 (...)

§4º O dividendo previsto neste artigo não será obrigatório no exercício social em que os órgãos da administração informarem à assembléia-geral ordinária ser ele incompatível com a situação financeira da companhia. O conselho fiscal, se em funcionamento, deverá dar parecer sobre essa informação e, na companhia aberta, seus administradores encaminharão à Comissão de Valores Mobiliários, dentro de 5 (cinco) dias da realização da assembléia-geral, exposição justificativa da informação transmitida à assembléia.

2.8. A Eletrobrás fez uso justamente dessa faculdade quando, nas décadas de 70 e 80, reteve dividendos obrigatórios. Desde então, esses dividendos vem sendo mantidos em uma reserva especial, sobre a qual são acrescidos juros calculados de acordo com as taxas referenciais do Sistema Especial de Liquidação e Custódia para os títulos públicos federais.

3. Regra da Decisão Empresarial

3.1. Seguindo em nossa análise, cumpre ressaltar que o §5º do art. 202 determina que os dividendos obrigatórios retidos sejam pagos "assim que o permitir a situação financeira da companhia", conforme se pode perceber abaixo:

Art. 202 (...)

§5º Os lucros que deixarem de ser distribuídos nos termos do §4º serão registrados como reserva especial e, se não absorvidos por prejuízos em exercícios subseqüentes, deverão ser pagos como dividendo assim que o permitir a situação financeira da companhia.

3.2. Para justificar a continuidade da retenção, os administradores da Eletrobrás argumentam que "ao longo da década de 90 e desde o início dos anos 2000, a Eletrobrás vem realizando sucessivos investimentos, o que vem nos forçando a promover uma intensa gestão de nosso fluxo de caixa, não tendo sido possível, como decorrência, distribuir os referidos dividendos".

3.3. Em sua decisão, a SEP não avaliou o mérito dessa justificativa, por entender que a lei "deixa ao arbítrio da administração esse juízo de valor, pelo que não cabe à CVM se manifestar a cerca da saúde financeira da companhia". Em outras palavras: a SEP entendeu, implicitamente, que a decisão dos administradores foi tomada ao amparo da regra da decisão empresarial (*business judgment rule*), que preclui o reexame do mérito pela CVM.(4)

3.4. Esse entendimento encontra respaldo no próprio texto do §4º do art. 202 da Lei nº 6.404/76, como se pode perceber no seguinte trecho: "[o] dividendo previsto neste artigo não será obrigatório no exercício social em que os órgãos da administração informarem à assembléia-geral ordinária ser ele incompatível com a situação financeira da companhia."

3.5. Esse entendimento também encontra respaldo em princípios teóricos de finanças. Atualmente, entende-se que a decisão da administração de reter dividendos tende a ser indiferente para os acionistas de uma companhia cujas ações têm liquidez no mercado, pois o caixa que a companhia deixou de distribuir está refletido no valor das ações.(5)

3.6. Além disso, o acionista que quiser converter seu acréscimo patrimonial em dinheiro pode fazê-lo independentemente da companhia, fabricando o seu próprio dividendo. Para tanto, basta que ele aliene uma parcela das ações no mercado, recebendo assim a quantidade de dinheiro que deseja ou de que necessita imediatamente.

3.7. Obviamente, essas constatações teóricas podem ser – e freqüentemente são – distorcidas na prática por imperfeições dos mercados, em especial por diferenças na tributação incidente sobre ganhos de capital e dividendos.(6) Todavia, essas assimetrias tributárias são normalmente levadas em consideração pela própria administração da companhia no momento em que decide reter ou distribuir os lucros apurados.

3.8. À primeira vista, portanto, a decisão da SEP de não avaliar o mérito da decisão dos administradores da Eletrobrás parece bastante razoável, encontrando respaldo tanto na letra da lei quanto na teoria financeira.(7) Caminha-se assim na direção adotada nos Estados Unidos, cujas cortes relutam em questionar o mérito da decisão dos administradores quanto à retenção de dividendos, aplicando a *business judgment rule*.(8)

4. Retenção para Investimentos

4.1. Mas será que essa decisão é mesmo compatível com o direito brasileiro? Será que ela é mesmo eficiente do ponto de vista econômico? Dúvidas desse tipo começam a surgir quando constatamos que, na prática, os acionistas não são indiferentes em relação à decisão da administração de reter dividendos. E essas dúvidas se tornam ainda mais fortes quando lemos com cuidado outros dispositivos da Lei nº 6.404/76 que tratam da retenção e distribuição de dividendos.

4.2. Em especial, devemos dar grande atenção neste caso ao art. 198 da Lei nº 6.404/76, que não foi levado em consideração na decisão da SEP. Transcrevo esse dispositivo legal, como de costume, acompanhado dos outros dispositivos a que faz referência:

Art. 198. A destinação dos lucros para constituição das reservas de que trata o artigo 194 e a retenção nos termos do artigo 196 não poderão ser aprovadas, em cada exercício, em prejuízo da distribuição do dividendo obrigatório (artigo 202).

Art. 194. 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.

Art. 196. A assembléia-geral poderá, por proposta dos órgãos da administração, deliberar reter parcela do lucro líquido do exercício prevista em orçamento de capital por ela previamente aprovado.

§1º O orçamento, submetido pelos órgãos da administração com a justificação da retenção de lucros proposta, deverá compreender todas as fontes de recursos e aplicações de capital, fixo ou circulante, e poderá ter a duração de até 5 (cinco) exercícios, salvo no caso de execução, por prazo maior, de projeto de investimento.

§2º O orçamento poderá ser aprovado pela assembléia-geral ordinária que deliberar sobre o balanço do exercício e revisado anualmente, quando tiver duração superior a um exercício social.

4.3. Interpretamos esses dispositivos em conjunto. Tanto o art. 194 quanto o art. 196 permitem que a companhia retenha uma parcela dos lucros. No caso do art. 194, essa retenção é para compor uma reserva especificada no estatuto; no caso do art. 196, a retenção é para fazer frente aos investimentos previstos no orçamento de capital da companhia, que deve ser previamente aprovado pela assembléia geral.

4.4. Em conjunto, tais permissões dão grande flexibilidade à administração da companhia para decidir o que fazer com os lucros. Se administração entender necessário e os acionistas aprovarem em assembléia geral, a companhia pode reter uma parcela enorme dos lucros para constituir reservas ou para fazer investimentos, por exemplo.

4.5. Mas essa flexibilidade é limitada pelo dividendo obrigatório, que está previsto no estatuto da companhia. É o que diz o art. 198, de maneira clara e direta. Portanto, a companhia não pode deixar de pagar o dividendo obrigatório (art. 202) para constituir reservas estatutárias (art. 194) ou para dar cumprimento ao seu orçamento de capital (art. 196), orçamento esse que, obviamente, inclui investimentos (art. 196, §1º).

4.6. Entendo, portanto, que a retenção de dividendos para realizar investimentos é incompatível com o art. 198 da Lei nº 6.404/76. Na minha opinião, esse artigo deixa claro que a administração não pode reter, nem manter retidos, dividendos obrigatórios para fazer frente a investimentos, nem mesmo quando esses investimentos constam de orçamento de capital aprovado previamente pela assembléia geral.(9)

4.7. Diante dessa previsão legal expressa, a regra da decisão empresarial torna-se inaplicável.(10) Além disso, existem boas razões econômicas e prudenciais para afastar a aplicação da regra neste caso específico, em linha com nossos próprios precedentes. Esses precedentes indicam, de maneira clara, que a força da *business judgment rule* diminui à medida que a decisão dos administradores se torna menos isenta.(11)

4.8. Mas será que o administrador não é isento para decidir se a companhia deve distribuir dividendos e reinvesti-los? É certo que o administrador não perde nem ganha, diretamente, quando decide reter os dividendos. Mas isso não significa que ele seja totalmente isento. Como a literatura econômica mais recente vem demonstrando, os administradores tendem a favorecer a retenção dos fluxos de caixa livre na empresa mesmo quando isso contraria o interesse dos acionistas.(12)

4.9. Segundo a literatura, os administradores tendem a manter folgas de caixa na companhia para além do necessário, pois isso os coloca em uma posição mais confortável do ponto de vista pessoal. Além disso, existem estudos empíricos sugerindo que os administradores tendem a investir em projetos com valor presente líquido negativo, sobretudo em aquisições, possivelmente porque isso aumenta sua remuneração e o seu prestígio no mercado.(13)

4.10. Tudo isso demonstra o acerto do regime jurídico previsto na Lei nº 6.404/76. Como vimos, o art. 202 da lei buscou uma solução equilibrada e contratual para o problema da retenção de dividendos: a companhia é livre para fixar o dividendo obrigatório; porém, uma vez estabelecido o dividendo, ela só pode deixar de distribuí-lo em situações excepcionais, quando sua situação financeira não o permitir absolutamente.

4.11. Obviamente, esse regime não faria sentido algum se a companhia pudesse deixar de pagar o dividendo obrigatório prometido sempre que os administradores decidissem reinvestir o caixa excedente. Por isso, o art. 198 da lei diz expressamente que a distribuição dos dividendos obrigatórios não pode ser afetada nem mesmo pelos investimentos previstos no orçamento de capital da companhia.

4.12. 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 investimentos "em prejuízo da distribuição do dividendo obrigatório", sem fazer distinção entre dividendos do exercício ou retidos anteriormente.(14)

5. Sociedade de Economia Mista

5.1. Falta ainda examinar dois outros argumentos levantados pela administração da Eletrobrás:

- a. O maior prejudicado pelas retenções é a União Federal, controladora da companhia, que é titular da maioria das ações ordinárias, únicas afetadas pela retenção, já que as preferenciais possuem dividendos mínimos.

- b. A Eletrobrás é uma sociedade de economia mista que presta serviços públicos e que, portanto, precisa realizar investimentos para assegurar o fornecimento de energia elétrica no país.

5.2. O primeiro argumento parece indicar que a decisão dos administradores foi realmente desinteressada, pois ela prejudica os interesses financeiros de seu controlador, que deixa de receber dividendos com a retenção. Todavia, esse argumento perde de vista a própria circunstância apontada no segundo argumento, qual seja, o fato de a Eletrobrás ser uma sociedade de economia mista.

5.3. Quando a União decide constituir uma sociedade de economia mista, seu interesse primordial não é receber dividendos, mas sim realizar o interesse público.⁽¹⁵⁾ Portanto, é perfeitamente concebível – na verdade, é até natural – que a União incentive a Eletrobrás a realizar investimentos com baixo retorno financeiro, desde que esses investimentos atendam o interesse público.

5.4. Esse fato é reconhecido de maneira expressa pelo art. 238 da Lei nº 6.404/76:

Art. 238. A pessoa jurídica que controla a companhia de economia mista tem os deveres e responsabilidades do acionista controlador (artigos 116 e 117), mas poderá orientar as atividades da companhia de modo a atender ao interesse público que justificou a sua criação.

5.5. O que nos traz ao segundo argumento levantado pela administração da Eletrobrás: a companhia precisa realizar investimentos para atender à crescente demanda energética gerada pela aceleração do crescimento econômico do país. Distribuir dividendos da ordem de R\$7 bilhões inviabilizaria esses investimentos, pondo em risco o interesse público que presidiu a criação da companhia.

5.6. A resposta jurídica a esse argumento pode ser encontrada no art. 235 da Lei nº 6.404/76, que vem logo antes do art. 238 acima e que assim dispõe:

Art. 235. As sociedades anônimas de economia mista estão sujeitas a esta Lei, sem prejuízo das disposições especiais de lei federal.

5.7. Em conjunto, esses dispositivos legais revelam a essência do acordo legislativo que preside as relações entre a União e os acionistas de uma sociedade de economia mista. De um lado, o acionista minoritário deve investir na companhia ciente de que a União dará prioridade ao interesse público, ainda que isso prejudique seu retorno financeiro (art. 238). Por outro lado, a União se compromete a observar todas as demais regras da Lei nº 6.404/76, inclusive as que limitam o seu próprio poder (art. 235).⁽¹⁶⁾

5.8. Nesse sentido, é firme a jurisprudência desta autarquia e também a do Superior Tribunal de Justiça.⁽¹⁷⁾

5.9. Isso significa que a Eletrobrás deve observar as regras da Lei nº 6.404/76 sobre a distribuição e a retenção de dividendos, como qualquer outra sociedade anônima. Isso significa que a Eletrobrás não pode manter a retenção de dividendos obrigatórios alegando simplesmente que essa retenção é necessária para investimentos, pois isso é vedado pelo art. 198 da lei.

5.10. Além disso, não podemos nos esquecer de que a União dispõe de diversos mecanismos jurídicos e financeiros para fazer face ao pagamento de dividendos sem comprometer a realização dos investimentos pela companhia. Uma dessas alternativas, discutida inclusive em jornais de grande circulação, consiste em capitalizar a companhia com sua parcela dos dividendos distribuídos e financiar o restante no mercado ou até junto aos acionistas.⁽¹⁸⁾

6. Conclusão

6.1. É claro que, no regime da Lei nº 6.385/76, a CVM não tem competência para determinar à Eletrobrás que distribua a reserva especial de retenção de dividendos obrigatórios.⁽¹⁹⁾ Cabe a nós, no regime da lei, apenas apurar, mediante processo administrativo sancionador, a responsabilidade por eventuais infrações à Lei nº 6.404/76 e demais normas que regem o mercado de capitais.⁽²⁰⁾

6.2. Nesse sentido, proponho dar provimento aos recursos apresentados por Eduardo Duvivier Neto e Brandes Investment Partners, devolvendo o processo à SEP para que investigue eventuais irregularidades praticadas pelos administradores da Eletrobrás, pautando sua atuação pelas diretrizes fixadas neste voto e atenta aos respectivos prazos prescricionais.

Rio de Janeiro, 24 de outubro de 2008.

Marcos Barbosa Pinto

(1) L.G. P. B. Leães. **Do Direito do Acionista ao Dividendo**. São Paulo: 1969, em especial p. 11 a 33.

(2) Para incentivar que esse acordo seja feito logo na constituição da companhia, a lei prevê uma regra dispositiva bastante exigente: em caso de omissão do estatuto, a companhia é obrigada a distribuir o elevado percentual de 50% do lucro líquido (art. 202, I); além disso, as companhias que vierem a suprir a omissão do estatuto após a constituição não poderão fixar dividendos obrigatórios em percentual inferior a 25% do lucro líquido do exercício (art. 202, §2º).

- (3) A menos, evidentemente, que o estatuto seja alterado por decisão da assembléia geral, caso em que os acionistas dissidentes terão o direito de se retirar da sociedade, conforme prevê o art. 136, III.
- (4) *E.g.* IA CVM TA-2002/1173, julgado em 2 de outubro de 2.003; PAS CVM RJ2005/1443, julgado em 10 de maio de 2006; e PAS CVM nº 08/05, julgado em 12 de dezembro de 2007.
- (5) Essa proposição foi inicialmente desenvolvida F. Modigliani & M. Miller. Dividend Policy, Growth, and Valuation of Shares. **Journal of Business**. October: 1961.
- (6) Em seu trabalho, Modigliani & Miller trabalham com uma série de pressupostos teóricos nem sempre encontráveis na prática, entre os quais: (i) ausência de assimetrias tributárias; (ii) ausência de custos de transação; (iii) homogeneidade de expectativas quanto aos fluxos de caixa gerados pela companhia; (iv) indiferença da política de dividendos para a política de investimentos.
- (7) Nesse sentido, voto apresentado pelo Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos no PAS CVM nº 03/02, julgado em 12 de fevereiro de 2004.
- (8) *E.g.* **Gottfried v. Gottfried**, 73 N.Y.S.2d. 692 (1947).
- (9) E. L. Teixeira e J. A. Tavares Guerreiro. **Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro**. São Paulo: 1979, p. 580. N. Eizirik. **Temas de Direito Societário**. Rio de Janeiro: 2005, p. 259.
- (10) Note-se que o PAS CVM nº 03/02, referido na nota 7 acima, versou sobre causa diversa daquela tratada nestes processos: na ocasião, discutiu-se o não pagamento de dividendos já aprovados pela assembléia geral. Tanto é assim que existem manifestações expressas da extinta Superintendência Jurídica - SJU desta comissão no sentido de que a realização de investimentos não serve para justificar uma alegada incompatibilidade do pagamento do dividendo com a situação financeira da companhia. Nesse sentido, veja-se o Parecer/CVM/SJU Nº 073, de 17 de novembro de 1980, bem como o estudo da mesma SJU sobre o regime legal aplicável ao dividendo obrigatório (Legis Bancos – Informativo CVM, Vol. II, Ano II, 1978/79, pág. 53-77).
- (11) Nesse sentido, PAS CVM RJ2005/1443, julgado em 10 de maio de 2006; e PAS CVM nº 08/05, julgado em 12 de dezembro de 2007. No primeiro caso, o Diretor Pedro Marcilio deixou claro que a regra da decisão empresarial pressupõe uma postura desinteressada do administrador; no segundo, afastei a aplicação da *business judgment rule* nas incorporações de controladas, tendo em vista a menor isenção que o administrador tem nessas operações.
- (12) M. C. Jensen. Agency Costs of Free Cash Flows, Corporate Finance and Takeovers. **American Economic Review**. May: 1986.
- (13) Para uma discussão dessa evidência empírica, R. Gilson & B. Black. **The Law and Finance of Corporate Acquisitions**. Westbury: 1995, p. 379-392.
- (14) A redação do art. 198 pode levar o leitor menos avisado a entender que ele só se aplica à distribuição do dividendo obrigatório do exercício e não aos dividendos obrigatórios anteriormente retidos: "Art. 198. A destinação dos lucros para constituição das reservas de que trata o artigo 194 e a retenção nos termos do artigo 196 não poderão ser aprovadas, em cada exercício, em prejuízo da distribuição do dividendo obrigatório (artigo 202)." Porém, numa leitura mais atenta, percebe-se que a expressão "a cada exercício" qualifica a destinação dos lucros, não o dividendo obrigatório. Portanto, a companhia não pode fazer retenções em cada exercício que prejudiquem quaisquer dividendos obrigatórios, seja os do exercício, seja os retidos anteriormente.
- (15) Como afirma o Professor Fábio Konder Comparato: "Quem quer que saiba, ao menos em superfície, destas coisas, entende que, não podendo o Estado criar empresas públicas e sociedades de economia mista não monopolizadoras senão para suplementar a iniciativa privada, não está ele buscando, com essas entidades da administração indireta, arrecadar receita ou administrar bens do seu patrimônio e, sim, realizar o interesse social da exploração eficaz de uma atividade considerada importante para a economia nacional". Venda em Bolsa de Ações da União Federal no Capital de Sociedade de Economia Mista e Desrespeito às Normas Disciplinares do Mercado de Capitais. **Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial**. Rio de Janeiro: 1981, p. 310-11.
- (16) Esse compromisso legal não era sequer necessário. Como bem questiona o Professor Comparato: "Como pode o interesse social [que presidiu a criação da sociedade de economia mista] colidir com o de uma eficaz organização do mercado de capitais, ou vir a suplantá-lo? Se o Estado, enquanto controlador de algumas das mais importantes companhias abertas deste país, pode subtrair-se por completo, à normal disciplina do mercado de valores mobiliários, sob o pretexto de que persegue um interesse público superior ao visado por essa mesma disciplina, que ele próprio – Estado – organizou, é inelutável concluir que a organização estatal do mercado de capitais não obedeceu às finalidades expressas na Constituição e poderia ter sido inteiramente deixada à iniciativa particular. Em breve forma dilemática: ou a Lei nº 6.385, de 1976, é inconstitucional, ou os atos administrativos praticados contra a sistemática normativa desse último diploma são claramente ilícitos". *Id.*, p. 311.
- (17) Processos CVM nºs RJ 2005/9327, 07/03 e 09/97, julgados em 24 de outubro de 2006, 4 de julho de 2007 e 13 de dezembro de 2006, respectivamente, bem como o Resp nº 612.439 – RS, Rel. Ministro João Otávio de Noronha, julgado em 25 de outubro de 2005.
- (18) *E.g.* Acordo para dividendos da Eletrobrás e Eletrobrás oferece dividendo de 35%, **Valor Econômico**, 21 e 22 de agosto de 2008.

(19) Nesse sentido, voto vencedor apresentado pelo Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa nos autos do Processo CVM nº RJ 2004/2684, julgado em 20 de dezembro de 2005.

(20) Nesse sentido, veja-se o mesmo voto do Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa, mencionado na nota anterior: "Não há, portanto, um só dispositivo na Lei 6.385/76 ou 6.404/76 que permita à CVM determinar aos administradores de uma companhia aberta adotem está ou aquela posição quanto aos seus negócios. Podemos, no entanto, caso alguma ilegalidade seja constatada, instaurar processo administrativo sancionador ou, no caso de deliberação assemblear a ser tomada, expor os motivos pelos quais entendemos que determinada deliberação infringe a lei ou as normas infralegais aplicáveis."