

PAGAMENTO DE DIVIDENDOS PELAS COMPANHIAS E O PLANO DE ESTABILIZAÇÃO ECONÔMICA

LUIZ LEONARDO CANTIDIANO

1. De acordo com a legislação aplicável às sociedades anônimas — promulgada em fins de 1976, quando o País convivia com uma *inflação anual* de cerca de 35% — qualquer companhia, no término do exercício social, ao elaborar as suas demonstrações financeiras deve: a) calcular o lucro líquido ajustado do exercício, b) sobre o qual faz incidir o dividendo mínimo obrigatório estatutariamente previsto, ou, no silêncio do Estatuto, aquele que a lei determina (art. 202, *caput*, da Lei 6.404/76).

2. Destacado, da demonstração do resultado do exercício, o dividendo mínimo obrigatório, deve a companhia, no seu balanço, registrar no passivo circulante o valor proposto como aquele a ser distribuído aos seus acionistas, observadas, se for o caso, as eventuais prioridades ou vantagens atribuídas a ações preferenciais de sua emissão.

2.1. Idêntico destaque deve ser observado na conta de demonstração de lucros ou prejuízos acumulados.

3. Elaboradas as demonstrações financeiras, nas quais é registrado, a *valores do mês de encerramento do exercício social*, o dividendo proposto, é mister aguardar, nos quatro meses que se seguem, a realização da Assembléia Geral Ordinária, na qual, por força do disposto no art. 132 e seus incisos da Lei de Anônimas, devem os acionistas, dentre outras questões, decidir: a) aprovar as demonstrações financeiras; b) deliberar sobre a destinação do lucro líquido do exercício e a distribuição de dividendos.

3.1. Nunca é demais relembrar, neste passo, que, conforme lição de Fábio Konder Comparato, as demonstrações financeiras, enquanto não aprovadas na Assembléia Geral Ordinária da sociedade, não passam de simples minutas ou projetos, sem valor contábil ou existência jurídica. (in *Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*, Forense, 1978, p. 30).

4. Realizada a Assembléia Geral Ordinária e aprovadas as demonstrações financeiras da companhia — que passam, então, a ser válidas e eficazes perante os acionistas e terceiros — deve a sociedade decidir sobre o pagamento do dividendo declarado, sendo certo que: a) no silêncio da assembléia, o pagamento será feito no prazo de 60 dias da data da assembléia; b) a assembléia pode fixar prazo menor ou maior para o início de pagamento do dividendo, estabelecendo a lei, como limite máximo de tempo para liquidação do dividendo aprovado o término do exercício em curso (art. 205, § 3.º, Lei 6.404/76).

5. Constata-se, sem maior dificuldade, pelo acima exposto, que pode haver, e normalmente há, uma defasagem, às vezes grande, entre a data de levantamento

das demonstrações financeiras da companhia (p. ex. no mês de dezembro), ocasião em que é formulada a proposta de dividendos a serem distribuídos aos acionistas, aquela em que as demonstrações financeiras são aprovadas, o que se dá, normalmente, no término do prazo de quatro meses permitido (p. ex. no mês de abril) e, finalmente, aquela em que os dividendos são pagos ao beneficiário, ou colocados a sua disposição, data essa que pode se verificar logo após a data de realização da AGO e/ou até o encerramento do exercício então em curso.

6. Com o agravamento crescente e galopante do processo inflacionário, é fácil perceber, deparou-se o investidor de ações com uma situação de toda iníqua. Com efeito, embora recebesse ele, regra geral, no mínimo quatro meses após o levantamento do balanço, o dividendo em valor nominal idêntico ao que fora objeto da proposição, a ele era pago, na realidade, *em valor real*, um dividendo bem inferior ao inicialmente proposto, vez que estava, dito dividendo, parcialmente corroído pela desvalorização da moeda.

6.1. De outro lado, vale o registro, a companhia, enquanto não pago o dividendo atribuído aos acionistas, aplicava os recursos na ciranda financeira em que o mercado se transformara, chegando, por vezes, a pagar os dividendos, que eram inalterados, com apenas uma parcela dos ganhos obtidos nas aplicações financeiras do período.

7. Dúvida não há de que o processo era extremamente iníquo e injusto, do ponto-de-vista econômico, para com o investidor, dono de parcela do patrimônio da empresa, a quem os dividendos, pagos com tamanha defasagem de tempo, eram entregues com uma parte, às vezes substancial, corroída pela desvalorização crescente da moeda.

7.1. Salvavam-se, tão-somente, os acionistas daquelas empresas que passaram a pagar dividendos em períodos menores do que um ano — algumas, até mesmo, e de modo louvável, dividendos mensais — e/ou os sócios daquelas sociedades que faziam antecipações de dividendos, logo que encerrado o exercício social, *ad referendum* da assembléia geral.

8. Cumpre assinalar, neste passo, que a apontada situação, de todo iníqua para os acionistas da companhia, decorria de uma distorção oriunda da conjugação de dois fatores:

a) de um lado, a falta de previsão na legislação — editada numa época em que a economia convivia com uma inflação controlada — de uma sistemática para manter atualizado, até a data do efetivo pagamento, o valor real do dividendo atribuído ao acionista, e, b) de outro lado, o galopante crescimento, nos últimos anos, do processo inflacionário, que exacerbou, em muito, as conseqüências negativas decorrentes da inexistência daquela previsão, indispensável para proteger o valor real do dividendo.

9. Vingando, agora, como se espera, o Plano de Estabilização Econômica editado pelo Governo, e ainda que persistindo a defasagem de tempo entre a proposição do dividendo e o seu efetivo pagamento ao acionista, o problema desaparece, a partir do presente exercício, na medida em que o acionista receberá a sua quota parte no lucro em moeda forte, preservando, assim, o valor real do dividendo.

10. Há que se examinar, no entanto, o tratamento a ser dado às companhias que, tendo auferido lucro, e proposto dividendos numa economia inflacionada,

vão pagá-los em moeda forte, num regime econômico de inflação bastante reduzida.

11. A Comissão de Valores Mobiliários, através da Deliberação CVM-31, de 18.3.86, tentou esclarecer, para as companhias abertas, o tratamento a ser dispensado com relação à matéria.

11.1. Ressalte-se, desde logo, que dita Deliberação CVM-31, não se constitui, sob nenhuma hipótese, como apressadamente alguns podem imaginar, em norma legal imposta às companhias.

11.2. Tal conclusão se impõe, em primeiro lugar, porque, à vista do que prescreve a Deliberação CVM-1/78, o ato através do qual a CVM, no uso da competência que a lei lhe defere, exerce o poder regulamentar, é a Instrução, *verbis*: "Instrução: para consubstanciar os atos através dos quais a CVM, nos termos do disposto no inc. I do art. 8.º da Lei 6.385, de 7.12.76 (lei que dispõe sobre o Mercado de Valores Mobiliários e cria a CVM) regulamentará as matérias expressamente previstas naquela lei e na Lei 6.404, de 15.12.76 (Lei das Sociedades por Ações).

11.3. Não bastasse tal fato, para demonstrar que a CVM não pode, através de deliberação, impor regras ao mercado, é de se assinalar, ainda, que não tem a CVM competência legal para regulamentar questão relativa à fixação de critério para pagamento de dividendo pelas companhias abertas.

11.4. Daí por que, como afirmamos, não passa, a Deliberação CVM-31/86, de um documento através do qual a Autarquia, sem força cogente procurou, apenas, expressar o seu entendimento sobre a matéria.

12. Examinando o teor da citada Deliberação CVM-31/86, vê-se que, no entender da Autarquia Federal, considerar-se-ão respeitadas as disposições legais e estatutárias referentes aos dividendos das ações preferenciais e ao dividendo mínimo obrigatório se a companhia, ao fixar o valor a ser distribuído, observar o seguinte:

a) Calcular em cruzeiros os dividendos mínimos a distribuir, tomando por base de cálculo os valores em cruzeiros constantes das demonstrações financeiras relativas ao exercício social findo.

b) Converter em cruzados o valor dos dividendos assim apurados, considerando a data fixada para o início do pagamento como data de vencimento, para os fins do disposto no art. 8.º do Dec.-lei 2.284, de 11.1.86.

12.1. Saliente-se que, de acordo com tal entendimento, a conversão do valor dos dividendos em cruzados se dará mediante a utilização do fator de conversão, previsto no § 1.º do art. 8.º do Dec.-lei 2.284/86, desde a data de levantamento do balanço e até a de início do pagamento dos dividendos.

13. Adotado o critério que, no entender da CVM, respeita as disposições legais e estatutárias aplicáveis aos dividendos, mantem-se inalterada a situação antes vigente, a qual, como já visto, era totalmente iníqua em relação aos acionistas da companhia.

13.1. Com efeito, o procedimento indicado como aceitável pela CVM, uma vez adotado, implica, necessariamente, no pagamento do dividendo ao acionista a ser feito dentro do prazo que a assembléia vier a fixar (item 4 acima), em cruzados, observada a desvalorização do cruzeiro desde a data de encerramento das demonstrações financeiras e até a da efetiva liquidação da partilha dos lucros.

13.2. Persiste, assim, de acordo com tal critério, o acionista, a quem se busca dar proteção, recebendo a sua quota parte nos lucros da companhia corroída pelo processo inflacionário.

14. Tal procedimento que, reitere-se, é facultativo, *nunca obrigatório*, não se justifica em nenhuma hipótese, sob pena de se agravar o tratamento iníquo antes dispensado ao acionista credor do dividendo.

14.1. Se antes era economicamente injusto que, por força de uma enorme distorção da economia nacional, a companhia, mantendo os recursos destinados ao pagamento dos dividendos aplicados no mercado financeiro, apenas repassasse ao beneficiário o valor nominal do dividendo, retendo os frutos, que atualizavam o valor real da importância a ser paga, em seu poder, muito mais injusto é, numa economia estabilizada, admitir que a empresa deixe de pagar ao acionista o valor real do dividendo de que é credor, no qual, inclusive, não estava imbutida qualquer inflação futura.

14.2. Assinale-se, em primeiro lugar, que, uma vez implantado o plano de estabilização econômica (o que se deu em 28 de fevereiro do corrente ano), o estoque de moeda em poder da companhia foi automaticamente convertido em moeda forte.

14.3. Tanto é assim que, através da Instrução CVM-48, de 20.3.86, a CVM determinou às companhias abertas a elaboração de demonstrações financeiras em 28.2.86, adaptando-as à nova unidade do sistema monetário.

14.4. Nas aludidas demonstrações especiais, ressalte-se, a companhia, fazendo os ajustes indicados pela CVM, vai registrar, em cruzados, todas as contas de suas demonstrações, inclusive o dividendo a pagar, antes escriturado nas demonstrações levantadas no encerramento do exercício.

14.5. Do ponto-de-vista econômico, razão alguma existe, portanto, para que a companhia, lançando no balanço especial, em cruzados, o valor dos dividendos a pagar e, mais que isso, detendo em seu estoque, a partir de 28.2.86, apenas moeda forte, pague ao acionista, quando da distribuição dos dividendos declarados, na nova moeda, deflacionando-a em relação ao padrão monetário extinto.

14.6. Desaparecendo, como de fato espera-se tenha ocorrido, o processo inflacionário antes instaurado em nosso País, o que elimina a distorção já referida, relativa à diminuição do valor real do dividendo que era pago ao acionista, é de todo injustificável — salvo se para manter inalterado o estado antes existente — que se pretenda diminuir o valor real do dividendo a ser pago ao titular do quinhão do lucro a ser repartido.

15. Embora a CVM declare como aceitável o procedimento que a companhia vier a adotar para manutenção do estado antes vigente, parece-nos não ser procedente dito entendimento.

16. Com efeito, e de plano, entendemos que, extinto o processo inflacionário, e detendo a companhia estoque de moeda forte, estará ela, se adotado o critério admitido pela CVM, se apropriando, indevidamente, de quota-parte dos lucros que, necessária e obrigatoriamente, deve ser destinada aos acionistas.

16.1. De fato, convertido de cruzeiros para cruzados, em 28.2.86, na paridade de Cr\$ 1.00/Cz\$ 1, o valor dos dividendos a pagar, e detendo, a companhia, a partir de então, ativos em moeda forte, qualquer deflação acaso admitida

implicará, inquestionavelmente, em que a companhia se aproprie de parcela do dividendo a que o acionista faz jus.

16.2. Não se justifica que, por conta da distorção antes existente, mediante a qual o acionista, por falta de um mecanismo legal de proteção do valor real do seu dividendo, recebia a sua quota-parte nos lucros corroída pela inflação, e que agora desapareceu, que ele, beneficiário do dividendo, persista recebendo o seu quinhão a valor real inferior àquele que a ele deve ser pago.

17. Se, do ponto-de-vista econômico, se afigura injusta para o acionista a solução alvitrada pela CVM como admissível, dúvida não há de que, do ponto-de-vista jurídico, *é d. v. de todo ilegal o entendimento manifestado pela citada Autarquia.*

18. Como antes referido, em lição do Prof. Fábio Comparato, as demonstrações financeiras, antes de aprovadas pela assembléia geral, se constituem em simples projeto ou minuta, sem valor ou existência jurídica. Apenas com a aprovação na AGO é que passam, tais demonstrações, a ser válidas e eficazes perante os acionistas e terceiros.

19. De outro lado, como observam os estudiosos, os acionistas, enquanto não aprovadas as demonstrações financeiras, têm, em relação aos dividendos sugeridos, uma mera expectativa de direito.

20. É com a aprovação das demonstrações financeiras, e só com ela, que surge, para a companhia, a obrigação de pagar o dividendo proposto, o qual será exequível, pelo acionista, na data prevista para início de seu pagamento.

20.1. Vale dizer, quando surge, para a companhia, a obrigação de pagar o dividendo proposto, *ela nasce sob o novo regime monetário*, instituído pelo Dec.-lei 2.284/86.

20.2. Não há, assim, que se falar, quanto ao pagamento de dividendos, em aplicação da regra prevista no art. 8.º do aludido Dec.-lei 2.284/86 — destinado a regular a conversão de obrigações constituídas antes de 28.2.86 — *vez que, antes de 28.2.86, inexistia qualquer obrigação da companhia passível de conversão*. O que havia antes, reitera-se, era uma *simples proposta de destinação dos lucros*, que poderia ou não ser aprovada.

20.3. A obrigação, para a companhia, de pagar o dividendo, repita-se, nasce quando da realização da AGO, que se dará sob o novo regime monetário. E nasce, como não poderia deixar de ser, tendo a nova moeda criada pelo Plano de Estabilização, como referência, pelo que, inquestionavelmente, é de se afastar, porque inteiramente inaplicável, qualquer possibilidade de se adotar o fator de conversão indicado no aludido art. 8.º, o qual, como já referido, só deve ser utilizado para converter na nova moeda obrigações expressas em cruzeiros, *existentes antes de 28.2.86*.

21. Parece-nos, assim, à vista do exposto, que, além de ser economicamente injusto e de todo iníquo, o entendimento manifestado pela CVM contraria frontalmente o texto do Dec.-lei 2.284/86.

21.1. Com efeito, aprovadas, pelas companhias — sejam elas abertas ou fechadas — as demonstrações financeiras levantadas sob o regime monetário extinto, nasce para elas, já sob o novo regime, a obrigação de pagar, em cruzados, com base na paridade de Cr\$ 1.000/Cz\$ 1,00, o dividendo antes proposto, sendo inadmissível se falar na utilização de fator de conversão, posto que inexistente, antes, qualquer obrigação a ser convertida.

21.2. Tem-se, na hipótese, o surgimento de uma obrigação nova, nascida quando já vigente o novo sistema monetário e que, por isso mesmo, independentemente da época em que for executável, deverá ser paga na íntegra, sem a utilização de qualquer tabela ou fórmula destinada a desvalorizá-la.

22. Têm, portanto, os acionistas, direito indiscutível de, na assembléia geral, impugnar outro procedimento, que não o aqui exposto, para cálculo do dividendo a ser pago. E, havendo insistência da companhia em violar a lei, pode o acionista receber o valor que a sociedade estiver disposta a pagar, fazendo-o com ressalva, para, posteriormente, se assim lhe convier, pleitear judicialmente o recebimento da diferença que, de modo ilegal, lhe houver sido confiscada.

Rio, 8 de abril de 1986.