

A UTILIZAÇÃO EM LARGA ESCALA DAS RESERVAS DE LUCRO PELAS COMPANHIAS LISTADAS NO IBOVESPA: UMA ANÁLISE DO TRIÊNIO 2021-2023

THE WIDESPREAD USE OF PROFIT RESERVES BY IBOVESPA-LISTED COMPANIES: AN EMPIRICAL ANALYSIS FROM 2021 TO 2023

Bruno Alves Martins (Fundação Getúlio Vargas – FGV)³⁴⁴

RESUMO

As reservas de lucros são mecanismos criados para acomodar as diversas peculiaridades que cada sociedade pode enfrentar ao longo de suas operações e, desde a sua introdução na Lei das Sociedades por Ações brasileira, têm sido amplamente utilizadas. No entanto, esse uso nem sempre foi adequado, a ponto de o texto legal ter passado por uma série de reformas (vide Lei nº 10.303/2001) para coibir o uso indiscriminado desses instrumentos. Nesse contexto, a presente dissertação consiste em um estudo empírico destinado a avaliar a pertinência do uso das reservas de lucros pelas empresas listadas no Índice Bovespa entre 2021 e 2023. O estudo está dividido em sete capítulos. O Capítulo 2 trata da busca pelo lucro como elemento essencial de qualquer sociedade. O Capítulo 3 explora as diferentes vias pelas quais o lucro pode ser realizado e discute se alguma dessas vias pode ser considerada superior às demais. O Capítulo 4 apresenta os referenciais teóricos que envolvem o conceito de reservas de lucros, seguido de uma definição detalhada de cada tipo de reserva existente. O Capítulo 5 expõe a metodologia adotada (reservas de lucros das empresas do Índice Bovespa de 2021 a 2023) e explica o motivo da escolha tanto das empresas analisadas quanto do período considerado. O Capítulo 6 examina as reservas de lucros constituídas pelas empresas-alvo e, com base tanto na doutrina quanto nas

³⁴⁴ Estudante do 10º semestre da Escola de Direito de São Paulo (EDESP-FGV).

disposições legais, realiza uma avaliação jurídica acerca da licitude de cada reserva. Por fim, o Capítulo 7 apresenta as conclusões.

Palavras-chave: “Sociedades por Ações”, “Reserva de Lucros”, “Ibovespa”.

ABSTRACT

Profit reserves are mechanisms designed to accommodate the various peculiarities that each corporation may encounter throughout its operations and, since their introduction under the Brazilian Corporations Law, have been extensively employed. However, such use has not always been appropriate, so much so that the legal text has undergone a series of reforms (see Law 10.303/2001) to curb the indiscriminate use of these tools. Against this backdrop, the present dissertation consists of an empirical study aimed at assessing the pertinence of the use of profit reserves by the companies listed on the Bovespa Index between 2021 and 2023. The study is divided into seven chapters. Chapter 2 addresses the pursuit of profit as an essential element of any corporation. Chapter 3 explores the different avenues through which profit may be realized and discusses whether any of these avenues might be considered superior to the others. Chapter 4 presents the theoretical frameworks surrounding the concept of profit reserves, followed by a detailed definition of each existing type of reserve. Chapter 5 sets forth the methodology adopted (profit reserves of Bovespa Index companies from 2021 to 2023) and explains the reason behind the selection of both the companies analyzed and the timeframe considered. Chapter 6 examines the profit reserves established by the target companies and, based on both legal scholarship and statutory provisions, conducts a legal assessment regarding the lawfulness of each reserve. Finally, Chapter 7 presents the conclusions.

Keywords: “Corporations”, “Profit Reserve”, “Ibovespa”.

1. INTRODUÇÃO

O lucro é uma característica de magna relevância das sociedades anônimas, tanto é que a Lei nº 6.404 – Lei das Sociedades Anônimas (LSA) estabelece logo no *caput* de seu art.2º que ser “empresa de fim lucrativo” é pré-requisito para toda e qualquer sociedade anônima, além de dedicar um capítulo inteiro (Capítulo XVI – Lucros, Reservas e Dividendos) apenas para regular a distribuição dos resultados auferidos. Entretanto, a despeito da evidente preocupação do legislador pátrio acerca da matéria, o cenário encontrado na realidade é alarmante: há um grande contingente de sociedades anônimas que se utilizam de reservas de lucro de maneira ilícita para obstar arbitrariamente a distribuição dos resultados auferidos, com o objetivo de prejudicar acionistas minoritários.

A presente monografia se propõe a estudar a problemática delineada acima, na medida em que realizou uma análise empírica das reservas de lucro das companhias do Ibovespa (índice das principais ações negociadas na B3 – Brasil, Bolsa, Balcão, principal bolsa de valores brasileira) entre os exercícios sociais de 2021 a 2023. Por meio do referido estudo, objetivou-se testar a hipótese de que tais mecanismos, que estão previstos entre os arts.193 a 197 da LSA e permitem que as companhias não distribuam lucros em determinadas circunstâncias, têm sido desvirtuados de maneira frequente.

O Brasil encerrou o ano de 2023 na posição de nona economia do mundo, com um Produto Interno Bruto (PIB) de US\$ 2,173 trilhões³⁴⁵. Apesar da expressividade do posto, a B3 possui um valor de mercado de “meros” US\$ 900 bilhões, inferior a uma série de bolsas de outros países em desenvolvimento, como por exemplo Irã e África do Sul³⁴⁶, e está consideravelmente distante da líder New York Stock Exchange,

345 Para mais detalhes: <https://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2023-12/brasil-salta-duas-posicoes-e-se-torna-nona-economia-do-mundo-em-2023>. Acesso em outubro de 2024.

346 A título de comparação, a B3 encerrou o mês de maio de 2024 com um valor de mercado de US\$917 bilhões, contra a US\$ 955 bilhões da Bolsa de Joanesburgo e US\$1,7 trilhão da Bolsa de Teerã. Para mais informações: <https://investidor10.com.br/>

que possui um valor de mercado trinta vezes maior, de US\$ 28,4 trilhões. Ante essa conjuntura, é impossível não se questionar: por que o mercado acionário brasileiro ainda não se desenvolveu em toda a sua plenitude?

A resposta para esse questionamento passa pelos recorrentes atos lesivos perpetrados por administradores e controladores contra minoritários, que não se restringem ao uso inadequado das reservas de lucro, e vão desde transferências de controle sem o pagamento do prêmio de controle adequado aos minoritários até aumentos de capital desnecessários com o propósito único e exclusivo de diluir os demais acionistas³⁴⁷. Diante disso, a monografia expõe uma série de atitudes relacionadas à obstaculização da distribuição de lucros que não deveria ocorrer em nenhuma companhia, muito menos em companhias abertas integrantes do Ibovespa, até porque estas são a vitrine do empresariado brasileiro para o mundo, e muitas inclusive possuem obrigações adicionais à LSA quanto à transparência na divulgação de informações e composição de seus órgãos sociais, por serem companhias do Novo Mercado (índice com as companhias de mais alta governança corporativa do país).

O corpo do presente trabalho está estruturado de forma que os dois capítulos posteriores abordam o conceito de lucro enquanto elemento essencial a qualquer sociedade anônima e as formas pelas quais ele pode ser aproveitado pelos acionistas. O quarto capítulo trata acerca das reservas de lucro elencadas pela LSA e a interpretação dada pela doutrina e jurisprudência da Comissão de Valores Mobiliários

noticias/b3-e-a-20-maior-bolsa-do-mundo-veja-ranking-104678/ Acesso em outubro de 2024.

347 Acerca desse fenômeno, note-se frase do Professor Alexandre Tavares Guerreiro que resume bem a conjuntura da lei societária do país: *“[se] se pretende atingir a realidade, parece-me que se deva submeter a sérias reservas o princípio de que a sociedade anônima se institucionalizou, passando a ter vida própria e interesses próprios. Na verdade, o arcabouço legal da sociedade anônima pode conduzir a essa ilusão. Mas a análise sociológica do poder demonstra, segundo penso, e aqui me refiro ao Brasil, que a sociedade anônima representa, não uma instituição, mas um instrumento de realização do interesse do acionista controlador.”* GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sociologia do Poder na Sociedade Anônima. Revista de Direito Mercantil (RDM) n. 77, 1990.

(CVM) acerca de suas nuances, de modo a construir um arcabouço teórico sólido para facilitar o entendimento do leitor quanto à análise de resultados. O quinto capítulo apresenta a metodologia utilizada na realização da pesquisa, explicando-a desde seu princípio, quando foi definido o escopo de companhias a serem estudadas, até o processo de acessar cada um de seus estatutos sociais e propostas de administração para realizar a coleta de dados e transferi-los para as planilhas de controle³⁴⁸ que fundamentaram a análise de resultados.

O sexto capítulo aborda os resultados auferidos, e mostra que, apesar de terem sido verificados níveis de obediência satisfatórios quanto às reservas obrigatória, de incentivos fiscais e de lucros a realizar, notaram-se ilicitudes relevantes nas reservas estatutárias e orçamentos de capital, que foram justamente os tipos de reservas mais utilizados pelas companhias analisadas. Por sua vez, o sétimo capítulo apresenta a conclusão da monografia, com a constatação de que os esforços empreendidos pelo legislador não foram suficientes para coibir atitudes ilícitas por um contingente significativo das companhias integrantes do Ibovespa, dado que várias delas constituíram reservas genéricas, sem objetivo claro, em afronta evidente à LSA, e faz sugestões para alterar esse cenário, na medida em que advoga por uma postura sancionadora mais ativa e severa por parte da CVM.

2. DA CONSECUÇÃO DE LUCRO COMO A CARACTERÍSTICA INERENTE ÀS SOCIEDADES ANÔNIMAS

A sociedade anônima é fruto de um fenômeno associativo que congrega indivíduos para a consecução organizada de uma atividade da qual se espera que resulte lucro³⁴⁹. Esse entendimento precede a maioria dos códigos jurídicos modernos, uma vez que já estava positivado na milenar Lei das Sete Partidas, prolatada em 1258 no

348 As planilhas de controle estão disponíveis aqui: https://drive.google.com/file/d/1X77bzNKr1mSpWx4RMbUFRSZ38WDL3SW/view?usp=drive_link

349 ROBERT, Bruno. Direito do Acionista de Participação nos Resultados. In: Tratado de Direito Comercial, Coord. Fábio Ulhoa Coelho, São Paulo: Saraiva, 2015, p.253.

Reino de Castela, que aduzia que “companhia é a união de dois ou mais homens com ânimo de ganhar algo em comum”³⁵⁰.

Em um passado mais recente, nos primórdios do século XX (1919), o caso *Dodge v. Motor Ford Co*³⁵¹, também endereçou o tema e tornou-se um caso paradigmático citado até os dias atuais. Na lide em questão, os irmãos John Francis Dodge e Horace Elgin Dodge, acionistas minoritários da Ford, a acionaram em juízo em razão de a companhia ter auferido um lucro significativo e não tê-lo distribuído. Henry Ford explicou que a decisão se deu por causa de sua ambição de empregar mais homens e expandir os benefícios do sistema industrial para o maior número de indivíduos possível, com o objetivo de ajudá-los a prosperar em suas vidas. Diante dos fatos, a Suprema Corte de Delaware julgou a demanda favoravelmente aos irmãos Dodge e ordenou a distribuição adicional de dividendos da ordem de US\$19,3 milhões, por entender que o objetivo primário da companhia é gerar lucro para seus acionistas (*shareholder primacy*), e os diretores devem se utilizar de seus poderes para atingir esse fim antes de qualquer outro interesse secundário ou externo à sociedade.

No âmbito da LSA, a finalidade lucrativa também é aclamada como característica inerente às sociedades anônimas, na medida em que o referido diploma dispõe, em seu art.2º, que “pode ser objeto da companhia qualquer empresa de fim lucrativo, não contrário à lei, à ordem e aos bons costumes”. Decorre daí que a sociedade não tem a liberdade de decidir buscar o lucro ou não, e sim um dever legal de perscrutá-lo (Arts. 116, parágrafo único, e 154 da LSA). Adiciona-se ainda que, caso fosse possível a existência de uma sociedade que não perseguisse o lucro, esta se confundiria com uma associação, dado que o maior traço distintivo entre sociedades e associações reside no fato de as segundas, ao contrário das primeiras, poderem ter qualquer

350 LUCENA, José Waldecy. Das sociedades anônimas: comentários à Lei (arts. 1 a 120). Rio de Janeiro: Renovar, 2009. v. 1. p.53

351 ROE, Mark J. Dodge v. Ford: What Happened and Why? Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3943559> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3943559>. Acesso em 05 de novembro de 2024

finalidade, exceto o lucro, em concordância com o art.53 do Código Civil³⁵². A não observância dos preceitos citados acima é tão grave que pode culminar na dissolução da companhia, de acordo com a alínea “b”, inciso II do art.206 da LSA, no qual lê-se que há possibilidade de dissolução por decisão judicial “quando provado que [a companhia] não pode preencher seu fim”.

Tal qual a letra da lei, a doutrina reconhece a realização de lucro como uma das bases fundamentais das sociedades. Lamy Filho e Bulhões são categóricos ao afirmar que “o fim da companhia é realizar lucro a ser distribuído aos acionistas”³⁵³, ao passo que Lucena, no mesmo sentido, dispõe que “o objetivo da sociedade, e claro dos sócios, é a busca de lucro”³⁵⁴. Eizirik também faz apontamento relevante na medida em que lista os motivos pelos quais alguém compra ações de uma companhia, todos eles claramente relacionados à sua finalidade lucrativa: (i) desenvolvimento de determinada atividade empresarial, se sua participação no capital social for relevante, (ii) obtenção de dividendos, (iii) valorização das ações no mercado secundário e (iv) participação em determinada atividade econômica que considere promissora e lucrativa. Na sequência dessa válida exposição de motivos, o jurista alega que “no direito brasileiro, a sociedade anônima pressupõe sempre a intenção do lucro”³⁵⁵.

Por último, ressalta-se que o entendimento predominante na esfera administrativa, exarado pela CVM e na esfera jurídica, pelo Superior Tribunal de Justiça (STJ), também são condizentes com a posição adotada pela doutrina e pelo texto legal. A título de exemplo, é interessante observar trecho do Processo CVM nº RJ 2003/5457³⁵⁶, que

352 GONÇALVES, Carlos Roberto. **Direito civil brasileiro**: parte geral. 17. ed. São Paulo: Saraiva, 2019. v. 1., p. 253

353 LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 1., p.109

354 LUCENA, José Waldecy, Das sociedades anônimas: comentários à Lei (arts. 1 a 120). Rio de Janeiro: Renovar, 2009 v.1., p.54

355 EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A comentada**: artigos 1 ao 79. 3. ed. rev., atual. ampl. São Paulo: Quartier Latin, 2021. v. 1., p.44-47

356 Colegiado da CVM, Proc. RJ2003/5457, Reg. 4114/03, Rel. Diretor Luiz Antônio de Sampaio Campos, j. 04.08.2004

teve início com reclamação levantada pela acionista Maria Cristina Alves, que questionou a companhia Guararapes Confeções S.A. a respeito da construção do *Shopping Center Midway Mall*. Em seu voto, no qual deu provimento ao recurso administrativo ora interposto, o Relator Diretor Luiz Antônio de Sampaio Campos declarou que “a função primordial do objeto social é definir o tipo de empresa ou atividade econômica a que a companhia vai se aventurar para atingir o seu objetivo, que, ao fim e ao cabo, é gerar lucros para os acionistas”.

Em sede dos acórdãos proferidos pelo STJ, merece atenção o REsp 1321263/PR³⁵⁷, de relatoria do Min. Moura Ribeiro, no qual discutiu-se a dissolução parcial de sociedade anônima que, no período de doze anos, gerou lucro em apenas três exercícios e distribuiu dividendos em apenas um deles. No acórdão, o ministro acolheu o recurso sob a tese de que o caso em questão se encaixaria na hipótese de impossibilidade de preenchimento do fim da sociedade, característica das situações em que a companhia apresenta prejuízos constantes e não distribui dividendos, possibilitando aos acionistas detentores de 5% ou mais do capital social o pedido de dissolução, com base no já citado art.206, II, b da LSA.

Portanto, diante da breve análise realizada, fica patente que a persecução do lucro, como consta nas mais distintas fontes do direito, é *conditio sine qua non* para a caracterização de uma sociedade anônima, sob pena de dissolução.

3. DAS FORMAS DE APROVEITAMENTO DOS LUCROS PELOS ACIONISTAS DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS

Auferido o lucro pela sociedade, o inciso I do art.109 da LSA prevê como um dos direitos essenciais dos acionistas a participação nos resultados positivos eventualmente apurados. Por ser um direito que, além de essencial, está atrelado intrinsecamente aos motivos que

357 REsp n. 1.321.263/PR, Rel. Min. Ministro Moura Ribeiro, Terceira Turma, j. em 06.12.2016

levaram à constituição da companhia³⁵⁸, tal prerrogativa não pode ser afastada por disposição estatutária nem assemblear, sob pena de classificação da sociedade como leonina³⁵⁹, prática vedada pelo ordenamento jurídico brasileiro. Diante disso, a participação nos lucros pelo acionista pode ocorrer das mais distintas maneiras, como bem assevera Bruno Robert ao escrever que:

“...esse direito pode se materializar por meio da distribuição de dividendos, mas também por outros meios, como a valorização de suas ações em decorrência do reinvestimento de lucros e a recompra de ações. (ROBERT,2015)³⁶⁰”

Para fins dessa pesquisa, esse capítulo terá dois subtópicos principais que abordarão as duas formas mais comuns de aproveitamento dos lucros sociais, quais sejam: (i) valorização da ação e (ii) distribuição dos lucros.

3.1 VALORIZAÇÃO DA AÇÃO

É muito comum que as cotações das ações de companhias abertas sofram alterações relevantes em seus preços em função da expectativa de benefício futuro atrelada à condição de sócio de tais companhias. Tal fenômeno pode ser denotado por meio da divulgação de prévias ou resultados trimestrais, aquisição e alienação de ativos estratégicos, assinatura de contratos relevantes, operações de reorganização societária, recompra de ações, dentre outros eventos³⁶¹.

358 ROBERT, Bruno. Direito do Acionista de Participação nos Resultados. In: Tratado de Direito Comercial, Coord. Fábio Ulhoa Coelho, São Paulo: Saraiva, 2015, p.254.

359 Antônio Menezes Cordeiro. Direito das Sociedades - I. Parte Geral. 3ª Edição. Coimbra: Almedina, 2011, p.646-647

360 ROBERT, Bruno. Direito do Acionista de Participação nos Resultados. In: Tratado de Direito Comercial, Coord. Fábio Ulhoa Coelho, São Paulo: Saraiva, 2015, p.255.

361 Dentre os eventos impactante mais recentes, deve-se citar a assinatura da parceria entre a JHSF e a 1686 Partners, que levou a incorporadora brasileira a registrar um

Ainda que as oscilações nem sempre sejam fruto de fundamentos sólidos (muito pelo contrário, há várias delas que apresentam caráter especulativo), fato é que elas funcionam como mecanismos de saída para que acionistas de determinada sociedade anônima possam alienar suas ações com ágio em relação ao preço de aquisição. Desse modo, ao aliená-las com ágio em função dos impactos positivos gerados no mercado secundário pelo registro de algum acontecimento importante concernente à sociedade, é lógico afirmar que o acionista se beneficia dos lucros sociais, mesmo que não receba um centavo sequer da companhia, pois a expectativa de lucro é refletida na predisposição de um terceiro comprador a pagar um valor maior por determinada ação. É nesse sentido que se posiciona Luiz Daniel Haj Mussi, que denomina essa forma de participação indireta nos lucros sociais de “direito abstrato de participação”, por não haver desembolso de caixa da companhia diretamente para o acionista. Em conformidade com essa linha de raciocínio, o jurista sustenta, acertadamente, que “o direito à participação nos lucros não se materializa somente via distribuição de dividendos, mas também por intermédio do incremento do valor da ação”³⁶².

A respeito disso, é oportuno reconhecer a existência de tese que defende que a valorização da ação, em condições perfeitas de mercado, é diretamente proporcional ao lucro reinvestido pela companhia em suas próprias operações. Trata-se do Modelo de Modigliani-Miller³⁶³, idealizado por Franco Modigliani e Merton Miller, segundo o qual a política de dividendos da companhia é irrelevante para os

aumento de quase 10% em sua cotação em apenas um dia, o anúncio pela Clearsale de uma potencial venda da empresa para a Serasa, o que fez a companhia de ferramentas antifraude disparar quase 20% também em um único dia, e a possibilidade de fusão entre 3R Petroleum e Enauta, que levou a ganhos expressivos no valor de mercado das duas petrolíferas. Disponível em: <https://braziljournal.com/exclusivo-clearsale-em-negociacoes-finais-com-a-serasa/> , <https://braziljournal.com/breaking-enauta-e-3r-alinham-fusao-producao-combinada-e-quase-uma-prio/>

362 HAJ MUSSI, Luiz Daniel. “Direito de participação nos lucros sociais”. In: *Lei das Sociedades Anônimas Comentada*, Coord. Alfredo de Assis Gonçalves Neto, p.496, 2023.

363 MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. “Dividend policy, growth and the valuation of shares”. In: *Journal of Business*, outubro de 1961, v. XXXIV, pp. 411-433.

acionistas, adotadas as seguintes premissas de mercado: (i) o mercado é racional, ou seja, as ações são precificadas em seu valor justo, (ii) não há impostos, (iii) não há custos de transação para os investidores associados à conversão da valorização de preço em moeda na venda das ações, e (iv) os administradores das companhias não desperdiçam o caixa em investimentos sem retorno positivo nem em busca de seus próprios interesses³⁶⁴. Diante do panorama em tela, os autores defendem que a irrelevância se dá porque, caso os acionistas não sejam remunerados por meio da distribuição de dividendos, serão remunerados em igual medida por uma valorização percentual no preço da ação, que retratará o valor reinvestido.

Apesar de sua notoriedade e utilidade para estudos teóricos, o modelo é muito criticado em função de seu desapego à realidade, já que desconsidera fatores inerentes a qualquer mercado, como a irracionalidade dos investidores, o regime tributário, os conflitos de agência entre acionistas e administradores e a necessidade de existirem investimentos com Valor Presente Líquido³⁶⁵ (VPL) positivo no *pipeline* de projetos da companhia. Reitere-se que a maioria desses fatores é agravado em países emergentes, como é o caso do Brasil, em que são comuns oscilações desprovidas de qualquer resquício de racionalidade, a liquidez dos mercados é limitada, o que implica em um incremento dos custos de transação para comprar e vender ações, e a extração dos benefícios privados de controle pelo acionista controlador ocorre com frequência, assim como a realização de

364 DAMODARAN, Aswath. Finanças Corporativas – Teoria e Prática, p.544. Ed. Bookman, 2ª Edição, 2004.

365 Valor Presente Líquido (VPL) é um conceito de finanças corporativas que traz ao investidor o valor atual dos fluxos de caixa futuros a serem gerados por um determinado projeto. Não é o único indicador que deve ser observado no momento de realizar um investimento, mas sem dúvida é um dos mais importantes, dado que um projeto com VPL negativo denota corrosão de valor na companhia. Para uma análise mais aprofundada sobre o assunto, ler: BRIGHAM, Eugene F.; EHRHARDT, Michael C. Administração Financeira: Teoria e prática - Tradução da 14ª edição norte-americana: Cengage Learning Brasil, 2016.

investimentos e aquisições de novos empreendimentos que não geram VPL positivo³⁶⁶.

3.2 DISTRIBUIÇÃO DOS LUCROS

Em contraposição aos direitos abstratos de participação citados anteriormente, os eventos de distribuição são percebidos como direitos concretos de participação nos lucros sociais³⁶⁷, na medida em que há desembolso de recursos do caixa da companhia e consequente transferência de tais recursos para a esfera patrimonial do acionista, totalmente dissociada da sociedade anônima.

É pertinente observar que até o início do século XVIII as companhias eram erguidas para exclusivamente um projeto, que costumava durar entre dois e sete anos, e a apuração dos resultados se dava apenas em seu encerramento, momento em que ocorria a distribuição dos lucros caso a empreitada lograsse êxito, seguida da liquidação da sociedade³⁶⁸. Não tardou para que fossem apontadas as inúmeras ineficiências que esse modelo trazia consigo, a principal delas a impossibilidade de distribuição intermediária de proventos, que desestimulava a injeção de capital por terceiros e impedia a constituição de companhias com prazos mais longevos de duração, ou até mesmo prazo indeterminado³⁶⁹. Graças ao desenvolvimento da contabilidade, que possibilitou o reconhecimento de mudanças

366 Dentre as operações societárias recentes no mercado brasileiro que demonstram isso, ressalta-se a fusão das operadoras de saúde Notredame Intermédica e Hapvida, em 2022, cujo resultado foi um conglomerado pouco integrado que gerou uma série de prejuízos consecutivos nos últimos anos, e a fusão das *junior oils* Enauta e 3R Petroleum, nesse ano de 2024, que também ainda não apresentou frutos positivos. Para mais detalhes: <https://braziljournal.com/tres-bancos-cortam-hapvida-integracao-mais-dificil-do-que-parecia-no-excel/>. Acesso em setembro de 2024.

367 HAJ MUSSI, Luiz Daniel. “Direito de participação nos lucros sociais”. In: Lei das Sociedades Anônimas Comentada, Coord. Alfredo de Assis Gonçalves Neto, p.497, 2023.

368 LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. A Lei das S.A. Rio de Janeiro: Renovar, 1996 v.2, p.530

369 CAMPOS, Luiz Antônio de Sampaio. “Notas sobre Destinação do Lucro do Exercício: A Reserva de Lucros a Realizar e a Destinação a Ela do Lucro Excedente

patrimoniais e a distinção entre o capital já existente no nascimento da companhia e as somas auferidas durante as atividades sociais, tal cenário foi alterado.

Atualmente, no ordenamento jurídico brasileiro, há uma série de eventos de distribuição por meio dos quais a sociedade pode rentabilizar seus acionistas que não culmina em sua liquidação, como por exemplo pagamento de dividendos, pagamento de juros sobre capital próprio (JCP), amortização, resgate e reembolso. Não obstante a importância de cada uma dessas operações e as peculiaridades que elas carregam, o presente estudo se limitará a detalhar apenas as nuances do pagamento de dividendos, uma vez que é a prática mais utilizada no cotidiano das companhias brasileiras para a remuneração dos acionistas.

3.2.1 DO PAGAMENTO DE DIVIDENDOS

Como bem definido na aclamada obra “Direito das Companhias”,

Dividendos são parcelas de lucro líquido de exercício que a companhia distribui a seus acionistas, de conformidade com deliberação de Assembleia Geral; e lucro líquido de exercício é o resultado que remanesce depois de deduzidas as participações estatutárias dos empregados, administradores e partes beneficiárias (art.191), ou seja, o resultado líquido do ponto de vista dos acionistas, depois de deduzidos todos os custos e participações de terceiros (LAMY FILHO; PEDREIRA, 2009) ³⁷⁰.

Da passagem acima, infere-se que a condição precípua para a distribuição de dividendos em determinado exercício social é a

do Dividendo Obrigatório”. In: Lei das S.A. em seus 40 anos, Coord. Alberto Venancio Filho, Carlos Augusto da Silveira Lobo e Luiz Alberto Colonna Rosman, p.413.

370 LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Direito das companhias. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 2., p.109

ocorrência de resultado lucrativo. Registrado lucro, é preciso observar se a companhia possui prejuízos acumulados a compensar, pois, nos termos do art.189 da LSA, tais prejuízos devem ser deduzidos do resultado do exercício. Consequentemente, companhias com patrimônio líquido negativo não podem distribuir dividendos, mesmo que auferam resultados positivos. Dentre as companhias abertas listadas na B3, Bombril e Haga são dois exemplos de empresas que, embora tenham apurado lucro nos últimos exercícios (entre 2020 e 2023), não distribuíram dividendos em função de terem prejuízos que ainda não foram totalmente compensados pelos lucros registrados recentemente.

Após as deduções aduzidas no art.189, deve-se atentar para o disposto no art.190 da LSA, que prevê que também devem ser deduzidos do resultado as participações estatutárias de empregados, administradores e partes beneficiárias. Apenas após as deduções ordenadas pelos arts. 189 e 190 é que se alcança o conceito de lucro líquido, com bem determina o artigo subsequente, o art.191: lucro líquido do exercício é o resultado do exercício que remanescer depois de deduzidas as participações de que trata o artigo 190.

O art.193 da LSA dispõe que, a partir do montante registrado a título de lucro líquido, 5% deve ser automaticamente destinado à constituição da reserva legal, salvo nas exceções previstas pelo §1º do mesmo dispositivo, reserva esta que não excederá 20% do capital social da companhia. Diante disso, a quantia restante após as referidas deduções que não for destinada para nenhum fim deve ser distribuída como dividendo, em consonância com o §6º do art.202 da LSA e o princípio da destinação integral do resultado, de maneira a coibir a arbitrariedade da administração e do acionista controlador no tocante à temática³⁷¹. Isso porque, como observou Bulhões, o cenário corporativo brasileiro anterior à promulgação da lei societária em vigência (sob a égide do Decreto-Lei n. 2.627, de 1940) provou que o princípio majoritário era muitas vezes empregado abusivamente para

371 MUNHOZ, Eduardo Secchi. “Dividendo Obrigatório”. In: Lei das Sociedades Anônimas Comentada, Coord. Alfredo de Assis Gonçalves Neto, p.497, 2023.

cercear o direito concreto de participação nos lucros sociais pelos acionistas minoritários, especialmente nas companhias fechadas, dentre as quais o jurista relata exemplos de empresas lucrativas que passavam mais de duas décadas sem distribuir proventos³⁷². Portanto, tendo por fito tutelar os acionistas minoritários, a LSA contém atualmente uma série de dispositivos concernentes ao pagamento de dividendos, como o já citado §6º do art.202 e o §2º do mesmo artigo, que fixa um dividendo mínimo obrigatório de 25% do lucro líquido, ambos inseridos pela Lei 10.303/2001.

Existem muitas críticas direcionadas ao §2º por ter estabelecido uma norma no modelo “*one size fits all*”, isto é, sem prestar atenção à gama de particularidades de cada uma das sociedades anônimas que compõem o cenário nacional. mesmo que aufram resultados positivos, Vários desses questionamentos levantam pontos pertinentes e válidos à discussão da matéria, mas não se pode criticar o dispositivo sem antes entender a conjuntura do mercado de capitais brasileiro à época de sua aprovação. Explica-se: mesmo com a aprovação da LSA em 1976, que trouxe avanços ao tema, os dividendos continuaram sem grande parte de seu caráter de retorno financeiro ao investidor³⁷³, assim como acontecia sob a vigência do Decreto-Lei n. 2.627. Tal fator, somado às disposições aprovadas pela Lei Kandir (Lei 9.457/97), que tinha como principal objetivo favorecer o programa de privatizações do governo, enfraqueceu o mercado acionário, de tal sorte que o cenário que se tinha em 2001 era um mercado com frequentes operações de fechamento de capital (entre 1996 e 2001, 110 companhias fecharam seu capital na Bolsa)³⁷⁴. Assim, a Lei 10.303/2001, que surgiu como um instrumento para proteger os acionistas minoritários e fomentar investimentos por parte dessa classe de investidores, entendeu ser válido tutelar os

372 LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. “A Lei das S.A.” Rio de Janeiro: Editora Forense, 1992, p.628

373 ROBERT, Bruno. Direito do Acionista de Participação nos Resultados. In: Tratado de Direito Comercial, Coord. Fábio Ulhoa Coelho, São Paulo: Saraiva, 2015, p.261.

374 SALAMA, Bruno Meyerhof; PRADO, Viviane Muller. “Proteção ao Acionista Minoritário no Brasil: Breve Histórico, Estrutura Legal e Evidências Empíricas.” Artigos Direito GV, 2010, p.8.

direitos de participação nos lucros sociais de investidores minoritários em detrimento de onerar algumas companhias que teriam razões válidas para não distribuir seus lucros.

Inspirados por esse dilema acerca da distribuição de dividendos e pela elaboração do Modelo de Modigliani-Miller, Myron Gordon e John Lintner desenvolveram a “*Bird in Hand Theory*”, tese que sustenta que os dividendos são preferíveis ao reinvestimento dos lucros da companhia nas suas operações em função da incerteza atrelada aos ganhos futuros de cotação que seriam gerados por esse reinvestimento. A maior crítica a essa tese é que uma parte do retorno de longo prazo do investimento se esvai caso o acionista não utilize seus proventos para fins de reinvestimento, sendo o exemplo mais famoso disso Warren Buffet, da Berkshire Hathaway, um dos financistas mais bem-sucedidos dos séculos XX e XXI e entusiasta contumaz da estratégia de reinvestir os dividendos auferidos por sua empresa. Por outro lado, dentre os mais célebres defensores dessa teoria no ordenamento jurídico pátrio está Bruno Robert, que em seu artigo publicado na Revista de Direito Mercantil aduz:

Nada garante que o lucro disponível será utilizado da forma mais eficiente possível se deixado na companhia. Os investidores, pulverizados, podem fazer uso mais eficaz desses valores, reinvestindo em outras companhias, por exemplo. Ou consumindo. Para o conjunto da economia e para o conjunto dos trabalhadores de um país é possível que seja mais eficiente deixar que cada investidor decida, em um processo de escolha e informação livres, onde melhor investir os lucros de uma companhia, ao invés de legalmente ou economicamente obrigá-los a manter esses lucros na mesma companhia, sob o comando de uma mesma administração (ROBERT,2011).³⁷⁵

375 ROBERT, Bruno. “A Questão das Reservas Estatutárias e as Idiossincrasias do Mercado de Ações Brasileiro”. Revista de Direito Mercantil, Editora Malheiros,2011.

A discussão acerca do pagamento de dividendos, ao ser transposta especificamente para a realidade brasileira, ganha contornos ainda mais polêmicos em função de uma peculiaridade da legislação: a isenção fiscal. O Brasil, junto com a Estônia, é um dos únicos países que adota essa orientação, postura essa que, em tese, deveria encorajar o pagamento de dividendos pelas sociedades, dado que os valores mantidos por elas em caixa ficam sujeitos à tributação³⁷⁶.

Análise comparativa: existe uma forma superior de aproveitamento de lucros?

Diante das inúmeras teorias econômicas e opiniões doutrinárias apresentadas acima, o questionamento mais instigante que surge é: qual das duas estratégias faz o melhor uso do dinheiro da companhia? Aquela que prega que os dividendos são irrelevantes para o resultado ou a que defende a maximização da distribuição de proventos como forma de fornecer maior autonomia decisória ao investidor sobre a alocação de seus próprios recursos e mitigar riscos? Deve-se, de antemão, afirmar que não há uma resposta correta para tamanho dilema, mas é possível, em determinadas conjunturas, asseverar a primazia de uma estratégia sobre a outra.

Quando em fase embrionária, a companhia dispõe de uma miríade de opções de investimentos viáveis para alocar seus recursos de maneira eficiente, ou seja, com Valor Presente Líquido (VPL) positivo e consequente geração de valor para o acionista. Nesses cenários, a ausência de distribuição de lucros pode ser justificada, caso exista um plano de reinvestimento bem estruturado capaz de gerar retornos superiores à distribuição de dividendos, como bem ensina Eduardo Munhoz:

No caso de empresas que se encontram em sua fase inicial de crescimento, que exigem constantes e elevados

376 Para uma explicação mais detalhada acerca da matéria: <https://www.infomoney.com.br/onde-investir/isentos-no-brasil-dividendos-sao-taxados-em-ate-51-em-outros-paises-compare/#:~:text=Nos%20pa%C3%ADses%20da%20OCDE%2C%20em,%C3%A9%20de%2024%2C7%25>. Acesso em setembro de 2024.

*investimentos em tecnologia e novos produtos, ou submetidas a riscos elevados, a política de reinvestimento dos lucros, em detrimento da distribuição de dividendos, pode ser o modelo mais adequado.*³⁷⁷

Porém, ao se analisar companhias mais maduras, não há um horizonte tão amplo de novos projetos viáveis para a aplicação de recursos, de modo que a distribuição de dividendos para os acionistas se afigura como a alternativa mais lógica. Além disso, deve-se ter em mente também o fator da isenção fiscal dos dividendos e o fato de que, em um mercado emergente tão sensível a mudanças abruptas e oscilações relevantes mesmo sem deterioração dos fundamentos das companhias, o pagamento de dividendos funciona como uma maneira de o investidor assegurar, sem riscos, uma parte do lucro gerado pela companhia.

A ausência de superioridade absoluta entre as teorias apresentadas acima levou ao surgimento de uma terceira teoria, elaborada pelos economistas Harry DeAngelo, Linda DeAngelo e Douglas J. Skinner, em artigo denominado “*Corporate Payout Policy*”³⁷⁸. A tese defendida pelos três acadêmicos conjuga suas duas antecessoras, na medida em que defende que o nível do pagamento de dividendos depende do ciclo de vida da empresa, como bem sintetizado por Brealey e Myers ao explicar a conclusão do embate existente entre o Modelo de Modigliani-Miller e a *Bird In The Hand Theory*:

“A conclusão final, se há alguma, é que o pagamento de dividendos varia durante o ciclo de vida da empresa. Empresas de crescimento jovens não pagam dividendos e raramente recompram as suas ações. Elas têm oportunidades de investimentos rentáveis. Financiam esses investimentos tanto quanto possível com fluxos de caixa

377 MUNHOZ, Eduardo Secchi. Lei das Sociedades Anônimas Comentada, Coord. Alfredo de Assis Gonçalves Neto, p.1020, 2023.

378 De Angelo, Harry; De Angelo, Linda; Skinner, Douglas J. **Corporate Payout Policy**. Foundations and Trends in Finance, Vol. 3, Nos. 2-3 (2008) 95-287

gerados internamente. À medida que as organizações se tornam maduras, há uma diminuição das oportunidades de investimentos rentáveis em relação ao fluxo de caixa. A empresa sofre pressão dos investidores, pois estes se preocupam que os gestores façam investimentos excessivos se houver muito dinheiro disponível ocioso. A ameaça de ter um preço de ação descompassado força os gestores à distribuição de fundos através de dividendos ou das recompras de suas próprias ações. O compromisso com pagamentos regulares de dividendos envia o sinal mais confiável de uma disciplina financeira”³⁷⁹.

4. RESERVAS DE LUCRO

As reservas de lucro são parcelas do patrimônio líquido social com destinação específica³⁸⁰. A partir desse propósito determinado, elas se tornam indisponíveis, pelo menos temporariamente, para fins de distribuição de dividendos³⁸¹. Tais ferramentas, como o próprio nome já indica, são constituídas a partir da apropriação de lucros auferidos pela companhia, conforme a redação do §4º do art.182 da LSA, e regidas pelos arts.193 a 197 do mesmo diploma, em que são esmiuçadas as reservas de lucro admissíveis e as formas pelas quais cada uma delas opera.

A conjuntura apresentada acima foi a alternativa encontrada pelo legislador para tornar previsível aos acionistas a política de distribuição dos lucros, além de assegurar a pertinência e fiscalização dos montantes retidos³⁸². Ao fazer essa escolha, ele buscou, por um lado, coibir atos abusivos por parte da administração ou da maioria

379 Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen. **Princípios de Finanças Corporativas**. Ed. Bookman, 10ª ed., 2013, p.379.

380 CAMPINHO, Sérgio. “Reservas Sociais”. In: COELHO, Fábio Ulhoa (Coord.). **Lei das Sociedades Anônimas comentada**. 3. ed. rev. atual. Rio de Janeiro: Forense, 2024, p.812

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

382 *Ibidem*, p.311

assemblear que eventualmente queira atribuir recursos às reservas de lucro de maneira desarrazoada e sem um fim legítimo, e, por outro, dar guarida às companhias que apresentem fundamentos sólidos e justificáveis para não distribuir dividendos.

Atualmente, as reservas de lucro podem ser divididas em três categorias: obrigatórias, cuja origem advém diretamente do texto legal, estatutárias, que dependem de previsão expressa no estatuto social da companhia, e assembleares, que nascem a partir de deliberação dos acionistas reunidos em assembleia.

4.1 RESERVAS OBRIGATÓRIAS

Prevista no art.193 da LSA, a reserva legal consiste na primeira destinação do lucro líquido registrado em cada exercício, sempre à razão de 5% deste³⁸³, até que seja atingido o limite de 20% do capital social, ou 30% se somada às reservas de capital aduzidas no §1º do art.182. O Anexo A da Resolução CVM nº 81 (RCVM 81/22), denominado “Destinação do Lucro Líquido”, dispõe em seu item 8 que, na hipótese de haver destinação de lucros à reserva legal, a diretoria da companhia, na proposta da administração a ser submetida à deliberação assemblear, deve (a) identificar o montante destinado e (b) detalhar a forma de cálculo da reserva. Trata-se da única reserva obrigatória prevista pela lei societária, e a doutrina é bastante incisiva³⁸⁴ ao asseverar a impossibilidade de sua supressão pela assembleia ou qualquer previsão estatutária, assim como o Colegiado da CVM:

A reserva legal decorre da lei, e não da vontade dos acionistas, de modo que a companhia é obrigada a

383 ROBERT, Bruno. Reservas e Retenção de Lucros. In: Tratado de Direito Comercial, Coord. Fábio Ulhoa Coelho, São Paulo: Saraiva, 2015, p.313.

384 CAMPINHO, Sérgio. “Reserva Legal”. In: COELHO, Fábio Ulhoa (Coord.). Lei das Sociedades Anônimas comentada. 3. ed. rev. atual. Rio de Janeiro: Forense, 2024, p.813; MUNHOZ, Eduardo Secchi. Lei das Sociedades Anônimas Comentada, Coord. Alfredo de Assis Gonçalves Neto, p.1020, 2023; NETO, Alfredo Sérgio Lazzareschi. “Lei das S.A. – Comentada e Anotada”, p.971, 2024.

*respeitá-la quando da destinação dos lucros mesmo que não haja previsão estatutária ou assemblear nesse sentido.*³⁸⁵

A finalidade dessa reserva, conforme consta no §2º do art.193, é assegurar a integridade do capital social por meio da formação de um “colchão de segurança”³⁸⁶, cujos recursos só poderão ser utilizados para absorção de prejuízos ou operações de aumento de capital social.

4.2 RESERVAS ESTATUTÁRIAS

As reservas estatutárias são reservas facultativas que podem ser constituídas para os mais distintos propósitos, uma vez que têm por objetivo servir como uma opção negocial estratégica. Para que sejam constituídas regularmente, devem ser inseridas no estatuto social por meio de deliberação da assembleia geral de acionistas e obedecer aos requisitos do art.194 da LSA, quais sejam: (i) indicar, de modo preciso e completo, a sua finalidade, (ii) fixar os critérios para determinar a parcela anual dos lucros líquidos que serão destinados à sua constituição e (iii) estabelecer o limite máximo da reserva.

No que diz respeito ao primeiro requisito, da indicação da finalidade de modo preciso e completo, a doutrina é clara³⁸⁷ ao reconhecer que a mera menção à finalidade da reserva, sem detalhamento, não é suficiente para cumprir o demandado pelo diploma societário, de tal sorte que a ausência de finalidade

385 Colegiado da CVM, Proc. RJ 2001/12367, Reg. 3529/2002, Rel. Diretor Luiz Antônio de Sampaio Campos, j.23.04.2002

386 MUNHOZ, Eduardo Secchi. Lei das Sociedades Anônimas Comentada, Coord. Alfredo de Assis Gonçalves Neto, p.992, 2023.

387 MUNHOZ, Eduardo Secchi. Lei das Sociedades Anônimas Comentada, Coord. Alfredo de Assis Gonçalves Neto, p.981-1036, 2023; ROBERT, Bruno. A Questão das Reservas Estatutárias e as Idiossincrasias do Mercado de Ações Brasileiro, p.68-110; PIVA, Luiz Carlos. Reservas Estatutárias. In: Direito das Companhias. Rio de Janeiro: Forense, 2009, v. II, p.1691.

específica lesa o direito do acionista de participar dos lucros sociais³⁸⁸. Consequentemente, não são admissíveis reservas com denominações como “reserva para investimentos futuros”, “reserva para necessidades urgentes”, “reserva para reforço do capital de giro” ou com quaisquer outros termos indeterminados e genéricos, na medida em que eles não conferem à reserva a pormenorização que lhe é exigida por lei³⁸⁹, como dispõe entendimento já exarado pelo Colegiado da CVM:

*“O objetivo da lei é proibir a formação de reservas genéricas, sem causa ou destinação específica, que visem tão somente reter lucros que a companhia não quer distribuir”.*³⁹⁰

Essa pormenorização é essencial para garantir que a discricionariedade da maioria não deturpe o objetivo da reserva e a utilize como “cheque em branco”³⁹¹, tal como ocorria à época da existência das reservas de lucros acumulados, que não possuíam nenhuma destinação específica e eram utilizadas com o único e exclusivo propósito de manter no caixa da companhia lucros que a administração não queria distribuir. Em tese, esse tipo de reserva teria sido extinto pela inserção do §6º no art.202 da LSA (mudança promovida pela Lei 10.303), que deixou explícito que a destinação do lucro líquido deve ser exaustiva³⁹². Entretanto, isso não se verificou, e foi realizada uma nova mudança legislativa promovida pela Lei 11.638, que extraiu da redação da alínea *d* do §2º do art.178 da LSA (dispositivo que trata

388 CAMPINHO, Sérgio. “Reservas criadas pelo estatuto”. In: COELHO, Fábio Ulhoa (Coord.). Lei das Sociedades Anônimas comentada. 3. ed. rev. atual. Rio de Janeiro: Forense, 2024, p.814

389 MUNHOZ, Eduardo Secchi. Lei das Sociedades Anônimas Comentada, Coord. Alfredo de Assis Gonçalves Neto, p.993, 2023.

390 Proc. RJ2001/3270, Reg.3202/2001, voto da Diretora Norman Jonssen Parente, j. em 09.07.2002

391 MUNHOZ, Eduardo Secchi. Lei das Sociedades Anônimas Comentada, Coord. Alfredo de Assis Gonçalves Neto, p.993, 2023.

392 AMARAL, Paulo Afonso de Sampaio. “Aspectos do Lucro e sua Distribuição na Lei 6.404/76”. Revista de Direito Mercantil, n° 31, p.75, 1978.

sobre as contas que devem estar presentes no balanço patrimonial da companhia) a expressão “lucro ou prejuízo acumulados” e a substituiu apenas pelo termo “prejuízos acumulados”³⁹³. Dessa maneira, ao excluir expressamente da lei o termo “lucros acumulados”, o legislador buscou reforçar o ideal contido no §6º do art.202 e fulminar qualquer ambiguidade que pudesse dar azo a teses jurídicas adeptas da existência das reservas de lucros acumulados. Ainda que em 2009 tenha ocorrido nova mudança no art.178, ocasionada pela Lei 11.941, a expressão “prejuízos acumulados” permanece no artigo, tendo em vista que a alínea *d* transformou-se em parte do inciso III do mesmo dispositivo.

Em relação ao segundo requisito, é necessário que, ao fixar o critério para determinar a parcela anual do lucro líquido voltada à reserva, seja possível calculá-lo de maneira precisa, em consonância com o posicionamento do Colegiado da CVM:

*“... a definição da parcela destinada à constituição da reserva pode ser feita de forma direta ou indireta, por percentual, por dedução, por fórmulas, por números ou por tantos meios quanto a linguagem escrita, a criatividade e os conhecimentos matemáticos permitam, com a ressalva única de que não deveria dar margem a dúvidas.”*³⁹⁴

Além disso, também é imprescindível que o valor determinado seja condizente com a finalidade da reserva estatutária, de tal sorte que a parcela não pode ser nem baixa demais, sob risco de não alcançar seu objetivo, nem alta demais, sob pena de deixar recursos ociosos ou privar os acionistas de eventuais dividendos, até porque a lei sequer permite a destinação de recursos às reservas estatutárias

393 ROBERT, Bruno. “A Questão das Reservas Estatutárias e as Idiossincrasias do Mercado de Ações Brasileiro”. Revista de Direito Mercantil, nº158, p.89,2011.

394 Proc. RJ2001/12367, Reg. 3529/2002, Rel. Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos, j. em 23.04.2002

antes do pagamento do dividendo mínimo obrigatório, como é possível observar no art.198 da LSA³⁹⁵.

Com o objetivo de contemplar a miríade de valores a título de reserva estatutária que uma companhia pode necessitar em cada exercício, as sociedades brasileiras começaram a se utilizar de reservas estatutárias com cláusula móvel, tema que já foi alvo de debates incessantes no Colegiado da CVM. As reservas estatutárias com cláusula móvel caracterizam-se por não definirem um percentual específico de destinação do lucro líquido, mas sim um intervalo de percentuais, de tal sorte que o montante a ser afetado a tal reserva em cada exercício fica a critério dos administradores.

O precedente mais relevante acerca dessa matéria é o caso da Companhia Siderúrgica Belgo Mineira S/A, que possuía uma reserva estatutária que permitia a destinação de 5% a 75% do lucro líquido do exercício para a “a constituição de Reserva Especial, destinada a financiar a expansão das atividades da Companhia, diretamente ou através de sociedades controladas ou coligadas”³⁹⁶. Inicialmente, a Superintendência de Relações com Empresas (SEP), órgão da CVM, determinou a alteração na alínea “b” do artigo 38 do estatuto social da siderúrgica, por entender que este estaria em desacordo com o artigo 194 da LSA ao não determinar um percentual inequívoco de lucros a serem potencialmente afetados à Reserva Especial. Irresignada, a companhia impetrou recurso contra a decisão, sob os argumentos de que o inciso II do art.194 não teria imposto qualquer parâmetro quanto ao percentual ser fixo, variável ou progressivo e de que a CVM não teria competência para exigir uma alteração estatutária naquele cenário, mas apenas nas hipóteses de constituição de companhia por subscrição pública (art. 82, § 1º, LSA) ou aumento de capital por subscrição pública (art. 170, § 6º), cenários que não englobavam a situação da Belgo-Mineira no momento da decisão.

395 AMARAL, Paulo Afonso de Sampaio. “Aspectos do Lucro e sua Distribuição na Lei 6.404/76”. Revista de Direito Mercantil, n° 31, p.76.

396 Proc. RJ 2001/3270, Reg. n° 3202/01, Rel. Wladimir Castelo Branco, j. em 19.02.2002

O Colegiado da CVM, por meio do Processo CVM nº RJ 2001/3270, reverteu a decisão atacada por unanimidade e deu guarida ao recurso da companhia, por entender que de fato a autarquia não teria competência para exigir qualquer modificação estatutária, atribuição cabível ao Registro de Comércio. Não obstante a decisão do colegiado tenha se dado por uma questão formal, os quatro diretores que participaram do julgamento (José Luiz Osório de Almeida Filho, Marcelo Trindade, Norma Parente e Wladimir Castelo Branco) se posicionaram acerca do mérito da lide.

O Diretor Relator Wladimir Castelo Branco asseverou em seu voto que o caráter elástico da reserva em análise ocasionou uma imprecisão significativa quanto ao cálculo de potenciais dividendos, em ofensa explícita ao art.202 da LSA, motivo pelo qual entendeu pela desconformidade da reserva com a LSA. Em sentido idêntico manifestou-se a Diretora Norma Parente, que proferiu extenso voto no qual classificou a reserva estatutária da Belgo-Mineira como abusiva, por entender que esta estaria supostamente atuando em substituição ao orçamento de capital exigido para a retenção de lucros de maneira indiscriminada.

Em contrapartida, Marcelo Trindade defendeu a legalidade das reservas estatutárias com cláusula móvel, por entender que o caráter rígido de um percentual exato não traria qualquer proteção adicional aos minoritários, ao contrário da cláusula móvel, que beneficia o acesso à informação na medida em que “impõe maiores deveres e responsabilidades aos administradores e acionistas controladores, e, portanto, maior benefício à informação dos demais acionistas, e do mercado em geral”. O Diretor José Luiz Osório de Almeida comungou do referido posicionamento, pois considerou que as reservas com cláusula móvel também implicam em um aumento da responsabilidade dos administradores e controladores quanto ao dever de informação, já que estes devem anualmente apresentar justificativa à assembleia geral para a adoção do percentual de destinação dos lucros escolhido, como consta em sua manifestação:

*“Em primeiro lugar, concordo que o percentual estatutário a ser destinado à reserva possa ser variável, desde que os administradores e o acionista controlador apresentem à assembleia geral, anualmente, justificativa para a adoção do percentual de destinação dos lucros proposto para cada exercício social. Assim, meu entendimento também é o de que a adoção da cláusula móvel implica num aumento da responsabilidade dos administradores e do acionista controlador quanto ao dever de informar as razões da proposta de destinação dos resultados.”*³⁹⁷

Entendo que, caso alcançasse o mérito, o recurso também mereceria provimento, uma vez que a doutrina e a jurisprudência da CVM³⁹⁸ são cristalinas no sentido de que o percentual da reserva estatutária não precisa ser sempre um percentual fixo do lucro, até porque, como bem colocou Marcelo Trindade em seu voto, tal rigidez não resulta em nenhum benefício para os acionistas minoritários. A única diferença entre as reservas com percentual fixo e percentual variável verifica-se quanto à necessidade de, no primeiro cenário, alterar o estatuto social para destinar um valor distinto daquele previsto na reserva com um percentual fixo. Entretanto, tal alteração pode ser realizada sem grandes dificuldades pelo acionista controlador, de modo que a suposta segurança provida pela rigidez não vai além da aparência. Diante dessa constatação, tem-se que o caminho mais profícuo à segurança dos investidores minoritários e transparência do mercado acionário é permitir a implementação das reservas móveis nas companhias brasileiras e exigir anualmente informações rigorosas dos administradores responsáveis pela alocação de recursos.

397 Proc. RJ2001/3270, Reg.3202/2001, voto da Diretora Norman Jonssen Parente, j. em 09.07.2002

398 Proc. RJ2001/12367, Reg. 3529/2002, Rel. Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos, j. em 23.04.2002; Proc. RJ2001/3270, Reg.3202/01, Rel. Diretor Wladimir Castelo Branco, j. em 19.02.2002; Parecer CVM/SJU n° 028/81.

Por fim, o último requisito está atrelado à fixação de um limite máximo para a reserva, tema que é endereçado diretamente pelo art.199 da LSA, que prevê:

Art. 199. O saldo das reservas de lucros, exceto as para contingências, de incentivos fiscais e de lucros a realizar, não poderá ultrapassar o capital social. Atingindo esse limite, a assembleia deliberará sobre aplicação do excesso na integralização ou no aumento do capital social ou na distribuição de dividendos.

Ao fixar o capital social como limite máximo para a constituição de reservas, o objetivo do artigo foi criar mais um mecanismo para impedir que a discricionariedade conferida aos controladores na criação desses instrumentos seja utilizada de maneira abusiva, especialmente no tocante às reservas estatutárias, que permitem maior autonomia no momento de sua criação e da alocação de recursos. Consequentemente, valores superiores ao capital social devem ser alvo de deliberação assemblear, que pode determinar três destinações para o montante excedente, a saber: (i) integralização ou (ii) aumento do capital social e (iii) distribuição de dividendos³⁹⁹. Vale ressaltar ainda que, tal qual a doutrina, o Colegiado da CVM possui entendimento pacífico quanto ao objetivo do art.199 como limitador do acúmulo de reservas excessivas, conforme voto do Diretor Luiz Antonio Sampaio de Campos no Processo CVM RJ 2001/12367:

“O objetivo do mencionado art. 199 é apenas evitar a acumulação excessiva de lucros. Não se pode vislumbrar no dispositivo em questão autorização para, arbitrariamente, até o limite do capital social, os órgãos da administração ou mesmo a maioria reterem desmedidamente lucros do exercício. Se assim fosse, a lei não teria estipulado

399 LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades anônimas**: comentários à Lei (arts. 1 a 120). Rio de Janeiro: Renovar, 2009. v. 3. p.66

minuciosamente regras para a constituição de reserva estatutária e de retenção de lucros.”⁴⁰⁰

Em aceção afim, é oportuno ler trecho do voto proferida pela Diretora Maria Helena Santana no PAS RJ 2005/0097:

“A rígida disciplina no uso dos ativos das empresas é um dos principais pilares da boa gestão, e a disponibilidade de recursos ociosos nas mãos dos administradores pode afrouxar esse regime.”⁴⁰¹

Respeitados todos os requisitos exigidos pela LSA, o Anexo A da RCV 81/22 ainda prevê a obrigatoriedade de, no caso de haver destinação de resultados para a reserva estatutária, a diretoria da companhia, na proposta da administração a ser submetida à assembleia-geral, (a) descrever as cláusulas estatutárias que estabelecem a reserva, (b) identificar o montante destinado e (c) descrever como o montante foi calculado, em um processo similar ao que é exigido para a reserva legal.

4.3 RESERVAS ASSEMBLEARES

As reservas assembleares, previstas entre os arts. 195 e 197 da LSA, são constituídas exclusivamente em sede de assembleia geral, a partir de proposta formulada pela administração da companhia que deve ser aprovada pelos acionistas presentes no conclave, sem necessidade de previsão estatutária⁴⁰². Existem quatro principais reservas assembleares: (i) reserva para contingências, (ii) reserva de

400 Colegiado da CVM, Proc. RJ2001/12367, Reg. 3529/2002, Rel. Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos, j. 23.4.2002

401 PAS RJ2005/0097, Relatora Diretora Maria Helena Santana, j. em 15.03.2007

402 EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Editora Quartier Latin, 3ª edição, 2021, p.567.

incentivo fiscal, (iii) orçamento de capital e (iv) reserva de lucros a realizar.

A reserva para contingências, regida pelo art.195, é concebida a partir da segregação de parcela do lucro líquido do exercício para compensar perda ainda não incorrida, mas que se julgue provável em exercício futuro e tenha valor estimado⁴⁰³, de modo a evitar que a companhia distribua dividendos e depois se encontre em uma posição financeira delicada. Ressalte-se aqui que não é qualquer perda, ainda que provável, que pode ensejar a constituição de uma reserva de contingência, como esclarece Eduardo Munhoz⁴⁰⁴:

“A proposta da administração, portanto, não pode ser vaga ou genérica. Deve indicar de modo preciso a causa da perda e o respectivo valor. Também deverá demonstrar a conveniência e utilidade da formação da reserva para fazer frente aos efeitos que dela decorram. Para tanto, será importante demonstrar que a materialização da perda poderá ocasionar, com algum nível de materialidade, redução dos lucros futuros ou se for o caso, acarretar a apuração de prejuízo (...) A finalidade da reserva é utilizar parcela do lucro de um exercício, que deixa de ser distribuída aos acionistas, para mitigar os efeitos da perda provável em exercício futuro.”

Nesse mesmo sentido, é imprescindível observar o que aduz o Anexo A da RCM 81/22, que dispõe que, na ocasionalidade de a diretoria destinar recursos à reserva de contingência, esta deve identificar o (a) montante destinado, (b) a perda considerada provável, junto a sua causa, (c) explicar porque a perda foi considerada provável e (d) justificar a constituição da reserva. Observe-se que o caráter dessa

403 CAMPINHO, Sérgio. “Reservas para Contingências”. In: COELHO, Fábio Ulhoa (Coord.). Lei das Sociedades Anônimas comentada. 3. ed. rev. atual. Rio de Janeiro: Forense, 2024, p.815

404 MUNHOZ, Eduardo Secchi. Reserva para Contingências. In: Lei das Sociedades Anônimas Comentada, Coord. Alfredo de Assis Gonçalves Neto, p.996, 2023

reserva é estritamente limitado, na medida em que o valor segregado deve ser revertido no exercício em que se der a perda em questão, ou então a partir do momento do desaparecimento das razões que originaram sua constituição.

A reserva de incentivos fiscais, criada pela Lei nº 11.638/2007 e presente no art.195-A da LSA, é composta pelo contingente do lucro líquido oriundo de doações e subvenções governamentais para investimentos, cujo objetivo é encorajar companhias a seguirem rumos que elas normalmente não seguiriam sem a referida assistência. Para uma explicação mais detalhada acerca da matéria, é importante prestar atenção à definição fixada pela Resolução CVM 96/2022:

“Subvenção governamental é uma assistência governamental geralmente na forma de contribuição de natureza pecuniária, mas não só restrita a ela, concedida a uma entidade normalmente em troca do cumprimento passado ou futuro de certas condições relacionadas às atividades operacionais da entidade. Não são subvenções governamentais aquelas que não podem ser razoavelmente quantificadas em dinheiro e as transações com o governo que não podem ser distinguidas das transações comerciais normais da entidade.

Consequentemente, fica explícito que a receita advinda daí não é fruto de atividade operacional regular⁴⁰⁵ e pode não ser correspondente a um lucro financeiro equivalente⁴⁰⁶, como por exemplo em casos de isenção fiscal. Em função desses fatores, a reserva de incentivos fiscais não integra a base de cálculo do dividendo obrigatório, pois a distribuição desses lucros poderia implicar na perda dos incentivos fiscais e benefícios recebidos⁴⁰⁷. Nos exercícios em que a diretoria optar

405 *Ibidem*, p.817.

406 ROBERT, Bruno. Reservas e Retenção de Lucros. In: Tratado de Direito Comercial, Coord. Fábio Ulhoa Coelho, São Paulo: Saraiva, 2015, p.319.

407 CAMPINHO, Sérgio. “Reservas de Incentivos Fiscais”. In: COELHO, Fábio Ulhoa (Coord.). Lei das Sociedades Anônimas comentada. 3. ed. rev. atual. Rio de Janeiro:

por destinar recursos a essa reserva na proposta da administração, o Anexo A RCV 81/22 exige que sejam informados (i) o montante destinado e (b) a natureza da destinação.

O orçamento de capital, apresentado no art.196 da LSA, é um documento por meio do qual os órgãos da administração justificam à assembleia geral a retenção de lucros para fins não previstos nas reservas existentes. Como o artigo em questão não traz nenhuma definição aprofundada para o conceito, coube à doutrina fazê-la, a título do que se observa na lição de Sérgio Campinho:

“O orçamento de capital vai representar, em última análise, um demonstrativo contábil especial e fundamentado de estimativa de receitas, de previsão de despesas e da necessidade dos recursos de investimentos durante um período estimado de tempo, a fim de mensurar a parcela a ser objeto de segregação do lucro líquido do exercício destinado ao fim a que se propõe essa retenção”⁴⁰⁸.

Em consonância com a doutrina, a CVM, em seu Ofício Circular Anual de 2024, dispõe que o orçamento de capital a ser aprovado em assembleia geral deverá compreender “todas as fontes de recursos e aplicações de capital, fixo ou circulante e será submetido pelos órgãos de administração à Assembleia, com a justificação de retenção de lucros proposta”. Tal entendimento já foi aplicado uma série de vezes pela autarquia, a exemplo do que foi decidido no recente PAS RJ 2016/0817, de relatoria do Diretor Carlos Alberto Rebello Sobrinho, em que se lê:

Forense, 2024, p.817

408 CAMPINHO, Sérgio. In: COELHO, Fábio Ulhoa (Coord.). Lei das Sociedades Anônimas comentada. 3. ed. rev. atual. Rio de Janeiro: Forense, 2024. p. 819. De forma semelhante: (i) MARTINS, Fran. Comentários à Lei das Sociedades Anônimas: artigo por artigo. 4. ed. rev. atual. Rio de Janeiro: Forense, 2010. P. 834; e (ii) OLIVEIRA, Luiz Ernesto Acenturi de. A retenção de dividendos e os direitos patrimoniais dos acionistas. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (Coord.); ARAGÃO, Leonardo Santos de (Coord.). Sociedade anônima: 30 anos da Lei 6404/76. São Paulo: Quartier Latin, 2006. P. 324-326.

“... o orçamento de capital deve fornecer aos acionistas informações completas e precisas para o exercício, de forma consciente e esclarecida, de seu direito de voto na assembleia, permitindo-lhes avaliar os benefícios da não distribuição pela Companhia da parcela do lucro que lhes seria devida e que permanecerá retida.”⁴⁰⁹

Dessa forma, tem-se que o orçamento de capital não difere muito da concepção normal de um orçamento, em que são discriminadas receitas e despesas. A ressalva mais importante a ser feita diz respeito ao detalhamento do documento, fator ímpar para esclarecer aos acionistas a fundamentação econômico-financeira da retenção e explicar os benefícios gerados a partir dela por meio dos investimentos a serem realizados. Nos exercícios em que a diretoria decidir pela destinação de recursos a essa reserva em sede de proposta da administração, o Anexo A da RCVM 81/22 prevê a necessidade de (a) identificação do montante retido e (b) cópia do orçamento de capital.

Por fim, tem-se a reserva de lucros a realizar, positivada no art.197 da LSA, que consiste em uma ferramenta contábil voltada a permitir que a companhia concilie o resultado registrado na Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) com sua efetiva posição de caixa⁴¹⁰, de modo a ajustar sua liquidez. Como a escrituração mercantil obedece ao princípio da competência, nos termos do art.177 da LSA, todas as receitas e rendimentos auferidos no exercício em questão são incluídos na DRE, mesmo aqueles que não tenham sido realizados em moeda (art. 187, § 1º, a), a exemplo de vendas com pagamento diferido, muito comuns em uma série de setores da economia brasileira. Consequentemente, chega-se à conclusão de que nem todo o lucro contábil apresentado nas DRE's é de fato convertido em caixa no respectivo período, pois “uma coisa é o lucro líquido do exercício e

409 CVM, Processo Administrativo Sancionador n° RJ 2016/0817, Dir. Rel. Carlos Alberto Rebello Sobrinho, j. em 25.06.2019.

410 CARVALHOSA, Modesto; LATORRACA, Nilton. Comentários à Lei das sociedades anônimas. Vol III. São Paulo: Saraiva,1997, pp.669/670.

outra coisa é a geração de caixa desse exercício”⁴¹¹. Essa observação é extremamente relevante porque o §6º do art.202 obriga a companhia a distribuir todo o lucro não destinado, sem se atentar aos regimes de caixa e competência, o que poderia levar companhias a serem obrigadas a distribuir recursos que ainda não estariam sequer em seus cofres, como explicita Luiz Antônio Sampaio de Campos⁴¹²:

“A conjugação, sem qualquer temperamento, do regime de distribuição de dividendo com o da escrituração mercantil poderia levar a uma situação na qual a companhia seria forçada a pagar dividendo aos seus acionistas, sem ter recursos financeiros para tanto, sendo obrigada a contrair empréstimo ou reduzir excessivamente a sua liquidez para não ficar inadimplente.”

Portanto, tendo em vista a possibilidade esboçada acima e o princípio da estabilidade financeira das companhias⁴¹³, que assevera que elas não podem ser comprometidas pela obrigatoriedade do pagamento de dividendos, a reserva de lucros a realizar foi a saída encontrada para que as companhias não fossem prejudicadas pelo texto legal mas também não se utilizassem do descasamento entre os regimes de caixa e competência como uma escusa para não distribuir lucros. Tal linha de raciocínio fica cristalina nas palavras de Lamy, que afirma que esse instrumento “... constitui, afinal, regulação cautelosa, de transação, atenta a resistências e objeções (algumas, sem dúvida procedentes) mas que representa um passo expressivo

411 CAMPINHO, Sérgio. Reserva de lucros a realizar. In: COELHO, Fábio Ulhoa (Coord.). Lei das Sociedades Anônimas comentada. 3. ed. rev. atual. Rio de Janeiro: Forense, 2024. p.821

412 CAMPOS, Luiz Antônio de Sampaio. Notas sobre Destinação do Lucro do Exercício: A Reserva de Lucros a Realizar e a Destinação a ela do Lucro Excedente do Dividendo Obrigatório. In: VENANCIO FILHO, Alberto ; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (Coord.). Lei das S.A. em seus 40 anos. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p.413

413 EIZIRIK, Nelson. “Reserva de lucros a realizar: Interpretação do art.197 da Lei das S.A.” In: EIZIRIK, Nelson. Direito Societário: Estudos e pareceres. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p.265.

para a concretização do direito ao dividendo”⁴¹⁴. Isso porque é pacífico na doutrina⁴¹⁵ o entendimento de que, a partir do momento em que o lucro contábil destinado à referida reserva se transforma em lucro caixa (ou seja, é realizado), ele deve ser impreterivelmente acrescido ao primeiro dividendo que vier a ser declarado ou destinado à absorção de prejuízos do período subsequente (LSA, art.202,III), de tal sorte que em nenhuma hipótese a companhia pode afetá-lo a qualquer outra finalidade que não seja uma das mencionadas acima.

5. METODOLOGIA

O presente trabalho consiste em uma pesquisa empírica das companhias abertas integrantes do Índice Bovespa (Ibovespa) no mês de maio de 2024, na qual foram analisadas as reservas de lucros de cada uma das referidas companhias. O objetivo é testar a hipótese apresentada na introdução: as reservas de lucros não obedecem aos preceitos legais e não cumprem o propósito para o qual foram originalmente idealizadas.

O recorte das empresas escolhidas se deu em função de o Ibovespa ser o índice mais relevante do país, que conta com as empresas de maior valor de mercado. Além disso, as componentes desse índice também ostentam ampla disponibilidade de informações de qualidade, fator essencial para a coleta de dados a ser realizada, e são responsáveis por parcela substancial da economia nacional, de tal

414 LAMY FILHO, Alfredo. A Lei das S.A., II, p.521. In: CAMPOS, Luiz Antônio de Sampaio. Notas sobre Destinação do Lucro do Exercício: A Reserva de Lucros a Realizar e a Destinação a ela do Lucro Excedente do Dividendo Obrigatório. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p.427.

415 Sobre isso, veja-se a opinião de: (i) CAMPINHO, Sérgio. Reserva de lucros a realizar. In: COELHO, Fábio Ulhoa (Coord.). Lei das Sociedades Anônimas comentada. 3. ed. rev. atual. Rio de Janeiro: Forense, 2024. p.822; (ii) MUNHOZ, Eduardo Secchi. Reserva de Lucros a Realizar. In: Lei das Sociedades Anônimas Comentada, Coord. Alfredo de Assis Gonçalves Neto, p.1006, 2023; (iii) LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. “Lei das S.A. – Comentada e Anotada”, p.983,2024.

sorte que sua magnitude impacta significativamente a caracterização do mercado empresarial e do direito societário brasileiro.

Com o escopo do trabalho e o recorte de empresas-alvo definidos, foi acessado o portal eletrônico da CVM “Consulta de Documentos de Companhias Abertas” (<https://www.rad.cvm.gov.br/ENET/frmConsultaExternaCVM.aspx>), no qual é possível encontrar todos os documentos referentes às companhias listadas do Ibovespa. A partir daí, foram consultados todos os estatutos sociais das referidas empresas, para verificar a presença (ou não) de reservas estatutárias e, em caso positivo, a redação de tais instrumentos. Posteriormente, também foram consultadas as Propostas da Administração dos últimos três anos (e suas respectivas atas, obviamente, para aferir se o proposto pelos administradores foi aprovado), de forma a examinar a destinação dos lucros auferidos. É interessante compreender aqui as razões pelas quais se deu a escolha do referido recorte de tempo selecionado (2021 a 2023): a análise se restringiu apenas aos últimos três exercícios sociais porque os lucros do ano de 2020 restaram gravemente contaminados pela pandemia de Covid-19, de modo que não seria interessante para os fins da pesquisa ter em seu espaço amostral elementos com potencial de distorcer as estatísticas a serem confeccionadas.

Após a obtenção dos dados concernentes aos três tipos de reservas (obrigatórias, estatutárias e assembleares) de todas as companhias do Ibovespa, as informações foram organizadas em planilhas que continham os requisitos necessários para avaliar a licitude de cada reserva analisada no intervalo temporal entre 2021 e 2023⁴¹⁶, e foram essas planilhas que serviram como base para a análise dos resultados que serão demonstrados e discutidos a seguir.

416 As planilhas podem ser acessadas aqui: https://drive.google.com/file/d/1X77bzNKr1mSpWx4RMbUFRSZ38WDLm3SW/view?usp=drive_link

6. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Após o término da organização das reservas de lucro dos anos de 2021 a 2023 das referidas companhias nas planilhas de controle, o que se pôde observar foi uma confirmação parcial da hipótese inicial de pesquisa. Foram constatadas ilicitudes na utilização das reservas estatutárias e dos orçamentos de capital, que figuraram entre os tipos de reservas mais utilizados. Em contrapartida, notou-se, salvo pontuais exceções, obediência aos preceitos que regem as reservas obrigatórias, reservas de incentivos fiscais e reservas de lucros a realizar.

6.1 RESERVAS OBRIGATÓRIAS

Ao analisar a dinâmica das reservas legais nas companhias do Ibovespa entre os anos de 2021 e 2023, constatou-se que todas seguem o ordenado pelo art.193 da LSA e pelo Anexo A da RCVM 81/22. Isso porque destinam 5% do resultado líquido à reserva legal, com exceção das companhias que já haviam alcançado o limite de 20% do capital social (ou 30%, contando com a soma das reservas de capital), hipótese em que o próprio diploma societário dispensa a necessidade de verter valores para a referida reserva.

Embora a hipótese inicial da presente pesquisa fosse de que as reservas de lucro do Ibovespa são utilizadas para fins alheios a seus objetivos principais, o estrito cumprimento das normas concernentes à reserva legal não foi surpreendente. Tal reação se deu porque, ao longo de todo o trabalho de levantamento dos referenciais teóricos da pesquisa, ficou claro que a reserva legal não atribui nenhuma discricionariedade à administração, que deve obrigatoriamente (como o próprio nome já indica) destiná-la uma parcela pré-determinado do lucro líquido, sem necessidade de ocorrência de nenhum evento.

Do mesmo modo, a lei também rege de maneira clara e restrita o momento em que a reserva legal não deve receber mais recursos, sem dar a menor margem para interpretação. Diante disso, não há

como imaginar porque a administração utilizaria esse instituto para outros fins além daquele que naturalmente lhe cabe, até porque as reservas estatutárias e assembleares atribuem aos administradores e controladores um poder discricionário muito maior.

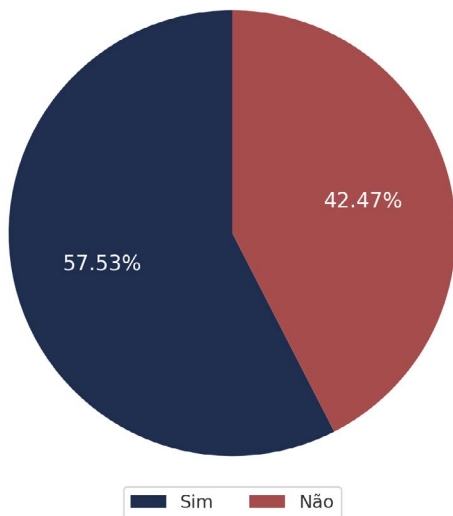
6.2 RESERVAS ESTATUTÁRIAS

As reservas estatutárias foram, por larga margem, os instrumentos mais utilizados dentre os tipos de reservas facultativas estudados, uma vez que dentre as 85 (oitenta e cinco) companhias integrantes do Ibovespa em maio de 2024, 68 (sessenta e oito) apresentaram reservas estatutárias, sendo que BRF, Dexco e Petrobrás apresentaram duas reservas desse tipo e a Itaúsa, três, de modo a totalizar 73 reservas.

Em relação ao primeiro requisito demandado pelo art.194 da LSA (a indicação da finalidade da reserva de maneira precisa e completa), nota-se um descumprimento chamativo. Das 73 reservas estudadas, 31 não obedecem ao dispositivo legal, visto que se utilizam de palavras como “investimentos”, “preservação da integridade do patrimônio social”, “financiamento do capital de giro” e “aplicações de capital adicional” para definir sua finalidade.

Figura 1 - Gráfico “A Reserva Indica Finalidade Precisa?”

A RESERVA INDICA FINALIDADE PRECISA?



Ora, todas essas expressões são vagas de tal maneira que não permitem ao investidor ter noção do destino desses recursos, o que contraria o objetivo para o qual o modelo de reservas foi idealizado, que é permitir que companhias segreguem valores para determinados fins ao mesmo tempo em que dão satisfação a seus acionistas acerca do destino de tais valores. A título de exemplo, observe-se as reservas estatutárias constituídas pela rede de laboratórios Fleury e pelo grupo do setor energético Companhia Paulista de Força e Luz (CPFL):

Figura 2 – Artigo 31 do Estatuto Social de Fleury S.A.

Parágrafo Primeiro – Do resultado apurado no exercício serão feitas as deduções e provisões legais, além da participação dos empregados e administradores, se houver. Sobre o lucro líquido verificado, serão destacadas as quantias equivalentes às seguintes porcentagens:

- (a) 5% (cinco por cento) para a constituição da reserva legal, até que se alcance o limite previsto em lei;
- (b) 25% (vinte e cinco por cento), no mínimo, a ser distribuído como dividendo obrigatório, nos termos do art. 202 da Lei das Sociedades por Ações, pagável no prazo de 60 (sessenta) dias a contar da data de sua declaração, salvo deliberação em contrário da Assembleia Geral, devendo o pagamento ser efetuado no mesmo exercício em que for declarado; e
- (c) o saldo do lucro, verificado após as distribuições acima previstas, terá a destinação proposta pela Diretoria, aprovada pelo Conselho de Administração e deliberada pela Assembleia Geral, podendo ser destinado até a sua totalidade à Reserva de Lucros Estatutária, visando o financiamento de aplicações adicionais de capital fixo e circulante, além da expansão e desenvolvimento das atividades que compõem o objeto social da Companhia e/ou de suas Controladas, até atingir o limite de 100% (cem por cento) do valor do capital social integralizado.

Figura 3 – Artigo 32 do Estatuto Social de CPFL Energia S.A.

Parágrafo 2º - O lucro líquido do exercício terá obrigatoriamente a seguinte destinação:

- (a) 5% (cinco por cento), **antes de qualquer outra destinação**, para a formação da reserva legal, até atingir 20% (vinte por cento) do capital social subscrito;
- (b) pagamento de dividendo obrigatório, observado o disposto no artigo 29 deste Estatuto;
- (c) o lucro remanescente, ressalvada deliberação em contrário da Assembleia Geral, será destinado à formação de **reserva de reforço de capital de giro**, cujo total não poderá exceder o valor do capital social subscrito; e
- (d) em caso de prejuízo no exercício, as reservas constituídas de lucros, de capital e legal poderão ser utilizadas para absorver o prejuízo remanescente, sendo a reserva legal a última a ser absorvida."

Como é possível notar pela imagem das cláusulas que constituíram as referidas reservas, não há qualquer especificidade nas duas, de tal modo que, se fosse afirmado que a cláusula da CPFL pertence ao estatuto social do Fleury e que a cláusula do Fleury pertence ao estatuto social da CPFL, nem o leitor mais atento conseguiria apontar o desacerto. Tal cenário não é desejável, e quando se observa que ele se repete sistematicamente em mais de 30 (trinta) companhias integrantes do índice mais importante do país, o caráter alarmante dos dados se acentua ainda mais, pois se está diante de um movimento totalmente avesso à transparência e

que possui a clara pretensão de transformar o dividendo mínimo obrigatório em dividendo máximo.

Reitere-se que não há problema algum que uma companhia em fase de crescimento ou atuante em um setor de capital intensivo destine parte de seu lucro para aplicar em seu ciclo de investimentos. Aliás, tal postura pode até ser recomendável, caso resulte em geração de valor para os acionistas, mas não pode ser tomada de maneira relapsa. Um exemplo de companhia que segregou recursos de maneira adequada e transparente em uma reserva estatutária é a Petrobrás, que criou uma reserva dentro dos parâmetros legais para seu programa de pesquisa e desenvolvimento tecnológico, como pode ser visto em seu estatuto:

Figura 4 – Artigo 56 do Estatuto Social de Petróleo Brasileiro S.A.

Art. 56- Deverá ser considerada na proposta para distribuição de lucros a constituição das reservas previstas nos incisos I e II, observada a seguinte ordem de prioridade:

I- a Petrobras destinará para reserva de custeio dos programas de pesquisa e desenvolvimento tecnológico da Companhia a parcela de 0,5% (cinco décimos por cento) sobre o capital social, até o limite de 5% (cinco por cento) do capital social; e

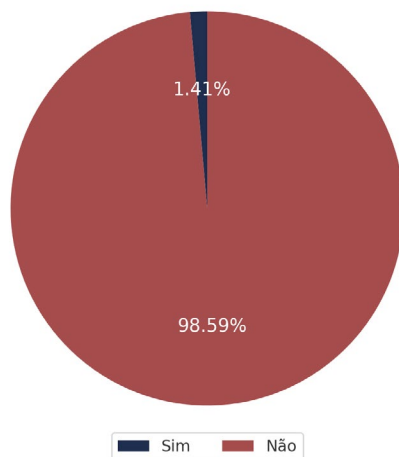
O segundo requisito, concernente à fixação dos critérios para determinar a parcela de lucros a ser vertida para a reserva, também foi desrespeitado. Isso porque, com exceção da “Reserva de Aumento de Capital” da BRF, todas as demais reservas das companhias do Ibovespa se utilizam de cláusulas móveis, que exigem que a destinação dos recursos seja acompanhada da justificativa acerca do cabimento e necessidade da reserva, como bem asseverou Marcelo Trindade ao defender que a adoção desse tipo de cláusula implica em um incremento de responsabilidade aos administradores e controladores no momento da alocação.

Entretanto, em nenhuma das 72 reservas com cláusula móvel tal incremento de responsabilidade foi observado, na medida que as Propostas da Administração das companhias analisadas se limitam a determinar o montante de lucro a ser vertido e reproduzir a cláusula estatutária acerca da reserva, o que não fornece nenhum tipo de transparência adicional. Dessa maneira, o que acontece na prática é que os administradores e controladores se utilizam desse mecanismo,

que originalmente deveria promover a transparência, para destinar às reservas os lucros que bem entenderem.

Figura 5 - Gráfico “Obediência dos Critérios de Destinação das Reservas Estatutárias à LSA”

OBEDIÊNCIA DOS CRITÉRIOS DE DESTINAÇÃO À LSA



Por fim, quanto ao terceiro requisito, todas as companhias seguem o comando legal exarado pelo inciso III do art.194, na medida em que estabelecem limites para a destinação de recursos para a reserva, e nenhum dos limites estabelecidos ultrapassa o capital social, em consonância com o art.199 da LSA.

6.3 RESERVAS ASSEMBLEARES

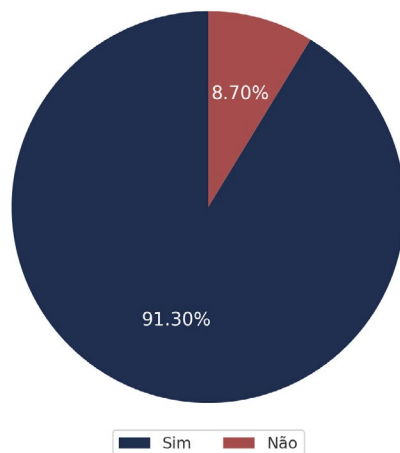
Ao analisar as quatro reservas assembleares utilizadas pelas companhias em análise, foram observados resultados distintos para cada uma. De antemão, ressalta-se que, ao longo dos três anos em tela, nenhuma companhia do Ibovespa se utilizou da reserva de contingência. Embora não tenha sido encontrada nenhuma explicação para esse fenômeno na doutrina ou nos documentos das companhias estudadas, entendo que isso ocorreu porque, quando as empresas

precisam reconhecer alguma provável perda (em sua maior parte do setor financeiro, como bancos e seguradoras), o fazem por meio de provisões, que são reconhecidas contabilmente como despesas e, conseqüentemente, reduzem o lucro líquido, ao contrário da reserva de contingência, que não impacta o resultado do exercício e se limita a afetar uma parte dos recursos auferidos para que sejam destinados à perda julgada provável.

As reservas de incentivos fiscais, por sua vez, foram o tipo de reserva assemblear mais utilizada, dado que em cada um dos anos de 2021, 2022 e 2023 foram constituídas 23 (vinte e três) reservas nesses moldes. Desse total, 21 (vinte e uma) cumpriram os requisitos exigidos pela LSA e pelo Anexo A da RCV 81/22, tendo informado de maneira clara o montante destinado a elas e o evento que ensejou a sua constituição, o que resultou em um índice de obediência ao texto legal de 91,3%. É essencial destacar também que os eventos mais citados pelas companhias nas justificativas das Propostas de Administração foram benefícios estaduais e federais em função do ICMS (14 companhias apresentaram tal justificativa) e benefícios por atuação em áreas incentivadas, especialmente em regiões englobadas pela Superintendência do Desenvolvimento do Nordeste (SUDENE) e Superintendência do Desenvolvimento da Amazônia (SUDAM), visto que 7 (sete) companhias apresentaram essa justificativa.

Figura 6 - Gráfico “Obediência das Reservas de Incentivos Fiscais à LSA”

OBEDIÊNCIA DAS RESERVAS DE INCENTIVOS FISCAIS À LSA



As justificativas apresentadas pelas administrações das companhias no ato de constituição das reservas fiscais, além de estarem bem especificadas, também são legítimas. Assim, garante-se que a reserva não será utilizada meramente como anteparo para impedir a distribuição de dividendos e que, eventualmente, poderá ser fiscalizada por investidores que queiram avaliar se os recursos ali afetados estão sendo utilizados da maneira devida.

Quanto às companhias que descumpriram os preceitos impostos pela LSA e pela RCV 81/22, tratam-se de Klabin, produtora e exportadora de papéis e embalagens, e Tim, uma das líderes do setor de telecomunicações. Entre os anos de 2021 e 2023, as duas informaram os valores destinados à reserva de incentivos fiscais, em concordância com a primeira exigência da RCV 81/22, mas não fundamentaram de maneira clara o que levou a sua constituição, o que fere a segunda exigência. No local registrado à explicação da natureza da destinação na Proposta da Administração, a Klabin escreveu “Não aplicável”. Postura semelhante acometeu a Tim, que se limitou a citar a Lei 11.638 (diploma concernente à elaboração e divulgação de demonstrações

financeiras) no espaço reservado ao evento que deu azo à constituição da reserva, sem citar o evento específico que levou a companhia a tomar a referida medida.

Figura 7 – Item 16 da Proposta de Destinação do Lucro Líquido do Exercício Social referente ao ano de 2023 da Klabin S.A.

16. Havendo destinação de resultado para a reserva de incentivos fiscais

a. Informar o montante destinado à reserva

O montante destinado à reserva de incentivos fiscais foi de R\$ 145.758 milhões.

b. Explicar a natureza da destinação

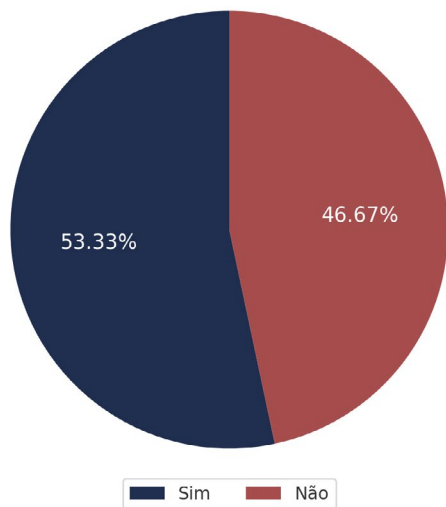
Não aplicável.

Desse modo, o que se pode inferir é que, apesar de a pesquisa empírica ter identificado dois exemplos de descumprimento da lei, na maioria dos casos há obediência aos preceitos legais no tocante às reservas de incentivos fiscais, com montantes determinados de maneira satisfatória e justificativas bem fundamentadas.

Em relação aos orçamentos de capital, não foram encontrados os mesmos índices de obediência. Em cada um dos anos de 2021, 2022 e 2023, foram constituídos 15 (quinze) orçamentos de capital. Desse número, apenas 8 (oito) cumprem estritamente o que é professado pelo diploma societário e pela CVM, visto que apontam a fonte e a aplicação dos montantes retidos, ao passo que os demais cumprem apenas parcialmente ou não cumprem as normas que regem esse instituto.

Figura 8 - Gráfico “Obediência dos Orçamentos de Capital à LSA”

OBEDIÊNCIA DOS ORÇAMENTOS DE CAPITAL À LSA



A título de exemplo, observe-se inicialmente o orçamento de capital da Companhia Paranaense de Energia (COPEL) referente ao exercício social de 2023, que está em consonância com o que é preconizado pelo texto legal: o documento apresenta a fonte dos recursos a serem investidos, o valor total a ser retido e especifica a alocação de valores dentro de cada uma de suas verticais de atuação.

Figura 9 – Orçamento de Capital referente ao Exercício Social do Ano de 2023 da COPEL S.A.

PROGRAMA DE INVESTIMENTOS	R\$ Mil
Geração e Transmissão (a)	209.663
Distribuição (b)	2.091.720
Empreendimentos Eólicos (c)	55.487
Outros (d)	75.320
Sub-total	2.432.190
Bônus de Outorga das UHEs Foz do Arica, Segredo e Salto Caxias	3.700.000
TOTAL	6.132.190

(a) Inclui os empreendimentos SPEs Bela Vista (Ger), Marumbi (Tra), Costa Oeste (Tra), Uirapuru (Tra) e FDA (Ger).
(b) Inclui Programa "Transformação" composto pelos projetos Paraná Trifásico, Rede Elétrica Inteligente e Confiabilidade Total.
(c) Inclui Brisa Potiguar, Cuiá Empreendimentos Eólicos, São Bento Energia, Jandaíra Energias Renováveis, Complexo Eólico Vilas, Aventura e Santa Rosa & Novo Mundo
(d) Inclui Holding, Copel Comercialização e Copel Serviços.

FONTES DE RECURSOS	R\$ Mil
Recursos de Terceiros e Geração de Caixa das Operações	2.977.061
Retenção de Lucros	1.133.371
Oferta pública de distribuição primária de ações ordinárias	2.021.758
TOTAL	6.132.190

Note-se que o orçamento de capital exemplar não precisa ser meticulosamente detalhado, até por uma questão de confidencialidade, tanto que o orçamento acima possui o item “outros”, que pode ser considerado genérico. Não obstante, o demonstrativo deve prover elementos suficientes para que seja possível aferir a sua execução, e não ser empregado como manobra contábil para obstaculizar a distribuição de lucros, como já anteriormente mencionado.

Um exemplo no qual essa distorção do propósito do orçamento de capital ficou visível foi no caso da varejista Azzas 2154. A companhia, originada a partir da combinação dos negócios da Arezzo com o Grupo Soma, exibiu em sua Proposta da Administração concernente ao exercício social de 2023 um demonstrativo lacônico:

Figura 10 - Orçamento de Capital referente ao Exercício Social do Ano de 2023 da Azzas 2154 S.A.

Quadro resumo de fontes e usos	
Fonte	
Reserva de Retenção de Lucros (Total)	R\$ 19.022.089,36
Usos	
Financiamento do capital de giro	R\$ 19.022.089,36

Evidentemente, trata-se de hipótese que não atende o art. 196 da LSA, já que uma contém justificativa demasiadamente ampla, de modo que poderia ser utilizada como pretexto para retenção de qualquer valor, por qualquer companhia. Ela impede, ainda, que os acionistas minoritários possam fiscalizar o cumprimento do orçamento de capital. Afinal, não se está diante de projetos específicos, para o qual serão destinados os recursos retidos, e sim diante de expressões genéricas que constituem uma carta branca para que as companhias utilizem os recursos retidos da forma que melhor lhes aprouver.

Como ficou explícito por meio do caso concreto retratado acima, a falta de justificativa fundamentada é o problema mais grave quando se trata de orçamento de capital, pois costuma sujeitar uma parcela significativa dos lucros auferidos pela companhia ao arbítrio da administração, que pode utilizá-lo como bem entender sob o manto da generalidade. Todavia, também foram encontrados 7 (sete) casos de companhias que, embora tenha realizado justificativas legítimas, não informaram a fonte dos recursos. É necessário que esse requisito também seja cumprido apropriadamente, pois ao saberem a fonte dos valores a serem aplicados, haverá maior grau de transparência no mercado e os acionistas poderão, na hora de votar o proposto pela administração, tomar uma decisão mais informada.

Ante o exposto acima, resta cristalino que, no tocante a quase metade das companhias integrantes do Ibovespa que apresentaram orçamento de capital nos três últimos exercícios sociais, ainda há um caminho significativo a ser percorrido de forma a garantir a lisura dos orçamentos de capital divulgados. A importância desses avanços deve ser reiterada de maneira eloquente especialmente em relação aos casos em que foram verificadas justificativas genéricas, dado que os já citados efeitos deletérios dessa postura obscurecem a transparência do mercado acionário brasileiro e, conseqüentemente, podem ocasionar a extração de benefícios indevidos pela administração e pelo controlador⁴¹⁷, além de afastar investidores.

417 Na literatura estrangeira, esse fenômeno é denominado de “*tunneling*” e já foi alvo de uma série de estudos. Para um artigo detalhado acerca do conceito, vale a leitura

Finalmente, tem-se as reservas de lucros a realizar. Ao longo dos anos de 2021, 2022 e 2023, foram encontradas 17 (dezesete) reservas desse tipo: 7 (sete) no ano de 2023 e 5 (cinco) em 2022 e 2021. De maneira geral, é possível afirmar que as reservas constituídas estão de acordo com os requisitos determinados pela LSA e pela RCVM 81/22, dado que indicam os valores destinados a ela e os respectivos eventos que as originaram, como fica patente ao observar-se a reserva de lucros a realizar constituída pela CPFL na Proposta da Administração referente ao exercício social de 2023:

Figura 11 – Item 13 da Proposta de Destinação do Lucro Líquido do Exercício Social referente ao ano de 2023 de CPFL S.A.

a. **Informar o montante destinado à reserva de lucros a realizar**

2023 (R\$)
728.097.759,26

b. **Informar a natureza dos lucros não-realizados que deram origem à reserva**

Trata-se de atualização do ativo financeiro da concessão das subsidiárias do segmento de distribuição do Grupo (totalizando R\$ 663.538.759,26) com efeito na Companhia via equivalência patrimonial; adicionado de transação não-caixa da subsidiária Companhia Estadual de Transmissão de Energia Elétrica (R\$ 64.559.000,00).

Em todos os casos analisados, o que levou à constituição da reserva foi o fenômeno da equivalência patrimonial em investidas. Explica-se: quando uma companhia investida por outra auferir lucro, esse montante é refletido na DRE da investidora por meio da contabilização do lucro proporcional à participação que ela possui. Assim, se X possui 30% da companhia Y, que lucra R\$ 10 em determinado exercício social, haverá na DRE de X um resultado líquido positivo de R\$ 3 a título de equivalência patrimonial. Entretanto, a DRE é um demonstrativo que segue o regime de competência, de modo que é possível que a investida registre lucro e não distribua dividendos, o que justifica a necessidade da reserva de lucros a realizar, já que, caso

de artigo do MIT Management Sloan School: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=204868.

ela não existisse, a companhia se veria em uma situação em que teria que distribuir um lucro que ainda não estaria em seu caixa.

Ao observar-se o momento operacional da maior parte das companhias que registraram reservas nesses moldes (Allos, CPFL, Equatorial, Prio), nota-se que elas estão franca expansão. Tal fato é mais um indicativo que demonstra a pertinência das reservas constituídas, pois é esperado que companhias em fase de crescimento realizem aquisições e, portanto, precisem afetar recursos às reservas de lucros a realizar em função do instituto da equivalência patrimonial.

A única companhia que não seguiu os preceitos da LSA no tocante à reserva de lucros a realizar foi a Companhia Energética de Minas Gerais (CEMIG). Apesar de indicar o valor voltado a reserva de lucros a realizar tanto em 2021 como em 2022 e 2023, não consta na Proposta de Administração da companhia, para nenhum dos referidos anos, propósito legítimo que justifique a destinação do montante para a referida reserva.

Figura 12 – Item 13 da Proposta de Destinação do Lucro Líquido do Exercício Social referente ao ano de 2023 de CEMIG S.A.

13. Havendo destinação de resultado para reserva de lucros a realizar.

a. Informar o montante destinado à reserva de lucros a realizar.

R\$834.603 mil

b. Informar a natureza dos lucros não-realizados que deram origem à reserva.

A Reserva de Lucros a Realizar continuará com o saldo de R\$834.603 mil, considerando a reversão da reserva constituída em 2022 e a nova constituição de reserva em 2023 de mesmo valor.

Portanto, apesar do último exemplo de descumprimento da norma, nota-se que houve uma obediência majoritária aos comandos exarados pela lei quanto às reservas de lucro a realizar.

CONCLUSÃO

Todos os passos da pesquisa empírica descrita acima foram realizados com o fito de testar a hipótese delineada no princípio do presente estudo: as reservas de lucro previstas pelas companhias do

Ibovespa estão em desacordo com os ditames da LSA. Isso porque os referenciais teóricos apresentados no início da pesquisa, aliados aos julgados da CVM e ao texto legal, asseveram de maneira incisiva que as reservas não podem ser constituídas à esmo e sem motivo específico, postura que, de acordo com a hipótese inicial, seria adotada por muitas empresas do Ibovespa.

Assim, a partir dos referenciais teóricos apresentados e da pesquisa empírica confeccionada no âmbito das companhias listadas no Ibovespa, verificou-se que as reservas obrigatória, de incentivos fiscais e de lucros a realizar obedeceram, em sua maioria, aos ditames da LSA. Em contrapartida, ficou nítido que há um descumprimento da lei quando se trata das reservas estatutárias e dos orçamentos de capital, que são os tipos de reservas que atribuem aos administradores maior flexibilidade no momento de criação e alocação dos recursos, sendo as ferramentas mais utilizadas atualmente.

Tal constatação demonstra que, apesar do esforço do legislador para tornar a lei societária clara no sentido de que todo o lucro não destinado deve obrigatoriamente ser distribuído, por meio da inserção do §6º no art.202 e da exclusão do conceito de “lucros acumulados” presente no §2º do antigo art.178, ainda há muitos abusos perpetrados por administradores das companhias do Ibovespa. Ao longo da análise empírica, tais abusos foram notados principalmente por meio de duas ferramentas: (i) constituição de reservas estatutárias com objetos genéricos e cláusulas móveis desacompanhadas da transparência adicional exigida nesses casos, conforme o voto dos Diretores Marcelo Trindade e José Luiz Osório de Almeida no Processo CVM nº RJ 2001/3270 e (ii) orçamentos de capital com justificativas pífias e sem qualquer especificidade, de modo a ignorar a necessidade de descrição de projetos específicos.

Diante desse cenário, o questionamento natural que surge é: qual é a alternativa mais eficaz para coibir esses atos? Mesmo após uma série de reformas legislativas voltadas a tutelar os acionistas minoritários e a lisura do mercado de capitais, os abusos persistiram, tendo os administradores concatenado novas maneiras de burlar

o regime societário das reservas, de tal sorte que não parece ser a melhor solução idealizar um novo arcabouço jurídico para a matéria ou mesmo realizar novas reformas na lei.

O melhor caminho a ser seguido reside na atividade sancionadora da CVM, a quem cabe a aplicação de advertências, multas, inabilitações, suspensões e proibições, nos termos do art.11 da Lei 6.385. Nos últimos processos administrativos julgados acerca da matéria, a autarquia aplicou apenas advertências e multas pecuniárias de baixo valor⁴¹⁸ (da ordem de milhares de reais) aos infratores do regime de reservas consubstanciado entre os arts.193 e 197 da LSA, punições que não têm o condão de produzir qualquer impacto relevante quanto à atuação dos malfeitores. Entretanto, a recém-editada Resolução CVM 45, que prevê a possibilidade de as multas relacionadas à destinação e à retenção de lucros nas companhias abertas alcançarem até R\$ 3.000.000,00 (três milhões de reais) e classifica as infrações ao §6º do art.202 como graves (o que dá azo à aplicação de penalidades mais severas do que apenas multas, como inabilitações, suspensões e até mesmo proibições) pode mudar esse cenário, ao provocar um temor maior nos agentes de mercado no momento de agir em contrariedade ao diploma societário e às resoluções normativas da CVM.

Por fim, entendo ser essencial encerrar este artigo com a reiteração de que o presente trabalho não buscou, em nenhum momento, defender a distribuição de dividendos a qualquer custo. Muito pelo contrário, os referenciais teóricos trazidos inicialmente são inequívocos ao aduzir que a distribuição de dividendos não é uma ciência exata, e que a depender do ciclo de vida da companhia, pode corresponder a uma parcela maior ou menor do lucro auferido, de modo que há uma miríade de conjecturas nas quais inclusive é mais proveitoso para o investidor ver os lucros do empreendimento reinvestidos. Entretanto, o que se defende é que, independentemente de qual seja o destino atribuído aos lucros auferidos, tal destino seja fundamentado de maneira sólida e calcado na razoabilidade,

418 PAS RJ2014/2426, Rel. Dir. Henrique Machado, j. em 04.12.2018; PAS RJ2012/3110, Rel. Dir. Pablo Rentería, j. em 14.02.2017.

por ser inadmissível a destinação genérica e que tenha por objetivo exclusivamente a extração de benefícios escusos por administradores e controladores.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AMARAL, Paulo Afonso de Sampaio. **“Aspectos do Lucro e sua Distribuição na Lei 6.404/76”**. Revista de Direito Mercantil, nº 31, 1978.
MENEZES CORDEIRO, Antônio. **Direito das Sociedades** - I. Parte Geral. 3ª Edição. Coimbra: Almedina, 2011

ARBEX, Pedro. **“Enauta e 3R alinham fusão; produção combinada é quase uma Prio.”** Disponível em: <https://braziljournal.com/breaking-enauta-e-3r-alinham-fusao-producao-combinada-e-quase-uma-prio/>. Acesso em setembro de 2024.

BRIGHAM, Eugene F.; EHRHARDT, Michael C. **Administração Financeira: Teoria e prática** - Tradução da 14ª edição norte-americana: Cengage Learning Brasil, 2016.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C.; ALLEN, Franklin. **Princípios de Finanças Corporativas**. Ed. Bookman, 10ª ed., 2013, p.379.

CAMPINHO, Sérgio. **“Reserva de lucros a realizar”**. In: COELHO, Fábio Ulhoa (Coord.). Lei das Sociedades Anônimas comentada. 3. ed. rev. atual. Rio de Janeiro: Forense, 2024.]

CAMPINHO, Sérgio. **“Reservas criadas pelo estatuto”**. In: COELHO, Fábio Ulhoa (Coord.). Lei das Sociedades Anônimas comentada. 3. ed. rev. atual. Rio de Janeiro: Forense, 2024.

CAMPINHO, Sérgio. **“Reservas de Incentivos Fiscais”**. In: COELHO, Fábio Ulhoa (Coord.). Lei das Sociedades Anônimas comentada. 3. ed. rev. atual. Rio de Janeiro: Forense, 2024.

CAMPINHO, Sérgio. **“Reservas para Contingências”**. In: COELHO, Fábio Ulhoa (Coord.). Lei das Sociedades Anônimas comentada. 3. ed. rev. atual. Rio de Janeiro: Forense, 2024, p.815.

CAMPOS, Luiz Antônio de Sampaio. **“Notas sobre Destinação do Lucro do Exercício: A Reserva de Lucros a Realizar e a Destinação a ela do Lucro Excedente do Dividendo Obrigatório”**. In: Lei das S.A. em seus 40 anos, Coord. Alberto Venancio Filho, Carlos Augusto da Silveira Lobo, e Luiz Alberto Colonna Rosman. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p.413.

CARVALHOSA, Modesto; LATORRACA, Nilton. **Comentários à Lei das sociedades anônimas**. Vol III. São Paulo: Saraiva, 1997, pp.669/670.

DAMODARAN, Aswath. **Finanças Corporativas – Teoria e Prática**, p.544. Ed. Bookman, 2ª Edição, 2004. De ANGELO, Harry; De ANGELO, Linda; SKINNER, Douglas J. **Corporate Payout Policy**. Foundations and Trends in Finance, Vol. 3, Nos. 2-3 (2008), pp. 95-287.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Editora Quartier Latin, 3ª edição, 2021, p.567.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A comentada: artigos 1 ao 79**. 3. ed. rev. atual. ampl. São Paulo: Quartier Latin, 2021, v.1, p.44-47.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. **Das sociedades anônimas no direito brasileiro**. São Paulo: José Bushatsky, 1979, v.2, p.567.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. **Sociologia do Poder na Sociedade Anônima**. Revista de Direito Mercantil (RDM), n. 77, 1990.

HAI MUSSI, Luiz Daniel. **“Direito de participação nos lucros sociais”**. In: Lei das Sociedades Anônimas Comentada, Coord. Alfredo de Assis Gonçalves Neto, p.496, 2023.

JOHNSON, Simon. **“Tunneling”**. Massachusetts: Harvard Institute of Economic Research, 2000. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=204868.

LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. **“Lei das S.A. – Comentada e Anotada”**, 2024.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A Lei das S.A.** Rio de Janeiro: Forense, 1992.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009, v.1, p.109.

LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades anônimas: comentários à Lei (arts. 1 a 120)**. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, v.1, p.53.

MARTINS, Fran. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas: artigo por artigo**. 4. ed. rev. atual. Rio de Janeiro: Forense, 2010, p.834.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. **“Dividend policy growth and the valuation of shares”**. In: Journal of Business, outubro de 1961, v. XXXIV, pp. 411-433.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. **“Dividendo Obrigatório”**. In: Lei das Sociedades Anônimas Comentada, Coord. Alfredo de Assis Gonçalves Neto, p.497, 2023.

ROBERT, Bruno. **“A Questão das Reservas Estatutárias e as Idiossincrasias do Mercado de Ações Brasileiro”**. Revista de Direito Mercantil, Editora Malheiros, 2011.

ROBERT, Bruno. **Direito do Acionista de Participação nos Resultados**. In: Tratado de Direito Comercial, Coord. Fábio Ulhoa Coelho. São Paulo: Saraiva, 2015, p.253.

ROBERT, Bruno. **Reservas e Retenção de Lucros**. In: Tratado de Direito Comercial, Coord. Fábio Ulhoa Coelho. São Paulo: Saraiva, 2015, p.313.

SAMOR, Geraldo. **“Clearsale em negociações finais com a Serasa”**. São Paulo: Brazil Journal, 2024. Disponível em: <https://braziljournal.com/exclusivo-clearsale-em-negociacoes-finais-com-a-serasa/>. Acesso em setembro de 2024.