

**REVISTA SEMESTRAL DE
DIREITO EMPRESARIAL**

Nº 38

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho
da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Rio de Janeiro
Janeiro / Junho de 2026

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

EDITORES: Sérgio Campinho (Graduação, UERJ, Brasil) e Mauricio Moreira Menezes (Doutor, UERJ, Brasil).

CONSELHO EDITORIAL: Alexandre Ferreira de Assumpção Alves (Doutor, UERJ, Brasil), Ana Frazão (Doutora, UNB, Brasil), Antônio José Avelãs Nunes (Doutor, Universidade de Coimbra, Portugal), Carmen Tiburcio (Doutora, UERJ, Brasil), Fábio Ulhoa Coelho (Doutor, PUC-SP, Brasil), Jean E. Kalicki (Doutor, Georgetown University Law School, Estados Unidos), John H. Rooney Jr. (Doutor, University of Miami Law School, Estados Unidos), Jorge Manuel Coutinho de Abreu (Doutor, Universidade de Coimbra, Portugal), Luiz Edson Fachin (Doutor, UFPR, Brasil), Marie-Hélène Monsérié-Bom (Doutora, Université Paris 2 Panthéon-Assas, França), Paulo Fernando Campos Salles de Toledo (Doutor, USP, Brasil), Peter-Christian Müller-Graff (Doutor, Ruprecht-Karls Universität Heidelberg, Alemanha) e Werner Ebke (Doutor, Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg, Alemanha).

CONSELHO EXECUTIVO: Carlos Martins Neto (Doutor, UERJ, Brasil) e Mariana Pinto (Doutora, UERJ, Brasil) - Coordenadores. Daniela da Costa Fernandes (Mestrado em Andamento, UERJ, Brasil) Guilherme Vinseiro Martins (Doutor, UFMG, Brasil), Leonardo da Silva Sant'Anna (Doutor, FIOCRUZ, Brasil), Livia Ximenes Damasceno (Mestre, Centro Universitário Christus, Brasil), Mariana Campinho (Mestre, Columbia Law School, Estados Unidos), Mariana Pereira (Pós-graduada, UERJ, Brasil), Mauro Teixeira de Faria (Doutor, UERJ, Brasil), e Rodrigo Cavalcante Moreira (Mestre, UERJ, Brasil).

PARECERISTAS DESTES NÚMEROS: Carlos Eduardo Koller (Doutor, PUC-PR, Brasil), Karlo Fonseca Tinoco (Doutor, Université de Strasbourg, França), Erika Ferraz (Mestre, USP, Brasil), Caroline da Rosa Pinheiro (Doutora, IFRJ, Brasil), Tatiana Alves (Doutora, UERJ, Brasil), Felipe Albuquerque (Doutor, UERJ, Brasil), Jacques Labrunie (Doutor, PUC-SP, Brasil), Raphaela Magnino Rosa Portilho (Doutora, UERJ, Brasil), Thalita Almeida (Doutora, UERJ, Brasil), Vitor Willcox (Doutor, UERJ, Brasil), Vitoria Neffa (Mestre, USP, Brasil), Carolina Uzeda (Doutora, UFBA, Brasil) e Gisele Welsch (Doutora, IDP-PR, Brasil).

Contato: Av. Rio Branco, nº 151, grupo 801, Centro – Rio de Janeiro-RJ. CEP: 20.040-006. E-mail: rsde@rsde.com.br ou conselho.executivo@rsde.com.br. Telefone (21) 3479-6100.

PATROCINADORES:



ISSN 1983-5264

CIP-Brasil. Catalogação-na-fonte
Sindicato Nacional dos Editores de Livros, RJ.

Revista semestral de direito empresarial. — n° 38 (janeiro/junho 2026)
. — Rio de Janeiro: Renovar, 2007-.

v.

UERJ
Campinho Advogados
Moreira Menezes, Martins Advogados

Semestral

1. Direito — Periódicos brasileiros e estrangeiros.

94-1416.

CDU — 236(104)



Obra Licenciada em Creative Commons
Atribuição - Uso Não Comercial - Compartilhamento
pela mesma Licença

RETENÇÃO DE LUCROS PARA A REALIZAÇÃO DE PROJETO E INCOMPATIBILIDADE DA DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS COM A SITUAÇÃO FINANCEIRA DA SOCIEDADE: MECANISMOS DE LIMITAÇÃO AO EXERCÍCIO DO DIREITO AOS DIVIDENDOS NAS COMPANHIAS BRASILEIRAS¹

PROFIT RETENTION FOR PROJECT EXECUTION AND INCOMPATIBILITY OF DIVIDEND DISTRIBUTION WITH THE COMPANY'S FINANCIAL SITUATION: MECHANISMS OF LIMITATION OF THE EXERCISE OF DIVIDEND RIGHTS IN BRAZILIAN CORPORATIONS

*Carolina Flores Copetti Leite**

Resumo: A temática dos dividendos no regime das sociedades anônimas revela um inerente conflito de interesses entre (i.) os acionistas minoritários, que visam a obter retorno financeiro do seu investimento, (ii.) a própria companhia, que necessita de recursos para financiar sua atividade e pagar seus credores, e (iii.) a administração e os acionistas controladores, que tendem a priorizar a capitalização dos lucros para aumentar o patrimônio social e o valor de mercado da sociedade. O legislador da Lei das Sociedades Anônimas (Lei n. 6.404/1976), tendo em vista o regime legal anterior do Decreto-Lei n. 2.627/1940 e os abusos praticados em prejuízo dos minoritários, buscou estabelecer a justa medida entre tais interesses. Assim, de um lado, estabeleceu mecanismos que tutelam o direito dos acionistas ao

¹ Artigo recebido em: 26.01.2026 e aceito em: 24.05.2026.

* Mestranda em Direito Privado junto ao Programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRGS. Pós-Graduada em Direito dos Negócios pelo Programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRGS. Graduada em Direito pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRGS. Advogada em Gerson Branco Advogados. E-mail: carolinaleite@gersonbranco.com.br.

recebimento de dividendos e, de outro, estipulou hipóteses específicas de retenção dos lucros e não pagamento de dividendos, como para a realização de projeto pela companhia ou então quando a distribuição for incompatível com a sua situação financeira, as quais serão objeto deste trabalho.

Palavras-chave: Dividendos. Sociedades Anônimas. Acionistas Minoritários. Retenção dos Lucros. Conflito de Interesses.

Abstract: The issue regarding dividend distribution in Brazilian corporations reveals an inherent conflict of interests among (i.) minority shareholders, who seek financial returns on their investment, (ii.) the company itself, which needs resources to finance its activities and pay its creditors, and (iii.) the management and controlling shareholders, who tend to prioritize the capitalization of profits to increase the company's assets and market value. Considering the previous legal regime in Brazil under Decree-Law No. 2,627/1940 and the abuses committed against minority shareholders, the legislator of the Brazilian Corporations Law (Law No. 6,404/1976) sought to establish a fair balance among these conflicting interests. Thus, on one hand, the Law created mechanisms that protect shareholders' rights to receive dividends, and on the other, it established specific circumstances under which profits may be retained and dividends may not be paid, such as for the execution of corporate projects or when distribution is incompatible with the company's financial situation, which constitute the focus of this study.

Keywords: Dividends. Corporations. Minority Shareholders. Profit Retention. Conflict of Interests.

Sumário: Introdução. 1. O Direito do Acionista aos Dividendos nas Sociedades Anônimas Brasileiras. 1.1. Conceituação e Concepção Jurídica dos Lucros e Dividendos. 1.2. Características e Exercício do Direito aos Dividendos. 2. Mecanismos de Limitação ao Exercício do Direito aos Dividendos no Sistema do Anonimato. 2.1. Retenção dos Lu-

ros Sociais para o Desenvolvimento de Projetos pela Companhia. 2.2. Não Distribuição dos Dividendos por Incompatibilidade com a Situação Financeira da Sociedade. Conclusão.

Introdução.

Costuma-se associar a política de dividendos de uma companhia à figura de um quebra-cabeça com peças que parecem não se encaixar.² Isso, porque as sociedades e, em especial, as companhias concentram interesses conflitantes entre si. Os acionistas minoritários são os maiores interessados em ter o lucro apurado distribuído na forma de dividendos para ter o retorno do seu investimento, ao passo que os administradores possuem o interesse de reter e capitalizar os lucros para aumentar o patrimônio social e dar sinais de boa gestão a terceiros.³

À luz disso, as sociedades anônimas podem dar origem a problemas de agência⁴ relacionados à matéria dos dividendos. Na hipó-

2 BLACK, Fischer. *The dividend puzzle*. The Journal of Portfolio Management, Winter, 1976. p. 5.

3 O problema do autofinanciamento muito já foi abordado pela doutrina especializada. Exemplificadamente, Fábio Comparato e Calixto Salomão Filho afirmam que o controlador pode obter sua satisfação pessoal ao não distribuir dividendos, especialmente quando está inserido na direção da sociedade e recebe honorários significativos. Os autores lecionam, ainda, que a não distribuição de dividendos pode ser utilizada como um mecanismo de “congelamento” da minoria para a compelir a vender suas ações a baixo preço. COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014. p. 342.

4 Afirmar-se que as companhias são formadas por partes “representadas”, como acionistas minoritários, e por “representantes”, como os membros da direção ou acionistas controladores. O bem-estar dos representados depende dos representantes, de modo que os problemas de agência surgem quando os agentes atuam no seu interesse próprio em detrimento do interesse dos representados. KRAAKMAN, Reinier *et al.* *A anatomia do direito societário: uma abordagem comparada e funcional*. São Paulo: Editora Singular, 2018. p. 79.

tese de não distribuição dos lucros aos acionistas na forma de dividendos, estes podem ser utilizados pelos acionistas controladores ou administradores de maneira não vantajosa para a companhia ou, até mesmo, em seu exclusivo benefício em detrimento dos interesses dos acionistas.⁵

Na vigência do Decreto-Lei 2.627/1940, era comum a reversão sistemática dos lucros do exercício, seja por meio da constituição de reservas, seja mediante outros mecanismos, sob a justificativa de autofinanciamento, o que desincentivava a aplicação de recursos pelos investidores e, consequentemente, o desenvolvimento do mercado acionário brasileiro.⁶

Isto é, a legislação anterior deixava a total carga da maioria, reunida em assembleia, a tomada da decisão acerca da distribuição dos lucros na forma de dividendos, em razão do que, muitas vezes, estes eram reinvestidos integralmente, de forma excessiva,⁷ por deliberação da administração e dos controladores.⁸ Ainda, observa-se que a ausência de partilha dos lucros ocasionou diversos litígios entre os acionistas minoritários e majoritários.⁹

Dessa forma, o legislador brasileiro, visando a reestruturar o mercado primário de ações, promoveu reforma significativa no ordenamento societário por meio da promulgação da Lei das Sociedades

5 ROBERT, Bruno. *Dividendo mínimo obrigatório nas sociedades por ações brasileiras*: apuração, declaração e pagamento. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 69.

6 MARTINS, Pedro A. Batista. O direito do acionista de participar nos lucros sociais. *Revista da EMERJ*, Rio de Janeiro, v. 1, n. 1, 1998. p. 125.

7 CAMPOS, Luiz Antônio de Sampaio. Algumas notas sobre a utilização do lucro do exercício em curso: dividendo e recompra. In: ADAMEK, Marcelo Vieira Von (org.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 429.

8 ROBERT, Bruno. *Dividendo mínimo obrigatório nas sociedades por ações brasileiras*: apuração, declaração e pagamento. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 62.

9 BARBOSA, Marcelo. Direito de participar dos lucros sociais. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (org.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p. 313.

Anônimas (Lei n. 6.404/1976), a qual, em muito, foi pautada na fixação de regras rigorosas voltadas à proteção dos acionistas minoritários,¹⁰ como, por exemplo, a instituição do dividendo mínimo obrigatório, previsto no art. 202 da Lei, e de regramento robusto e limitações para a constituição das reservas de lucro, previsto em diferentes dispositivos legais, dentre eles no art. 199.

Em 2001, a Lei das Sociedades Anônimas foi alterada pela Lei n. 10.303/2001, que buscou reformar a legislação com o intuito de desenvolver ainda mais o mercado de capitais brasileiro por meio do aumento das garantias dos acionistas minoritários¹¹ ao recebimento de dividendos.¹²

É necessário destacar, no entanto, que o legislador do regime do anonimato, ao promulgar a Lei das SA, visou a equilibrar o direito essencial dos acionistas à participação nos lucros com o interesse da própria companhia de, em determinadas situações, reter os lucros sociais para o desenvolvimento de determinado projeto ou quando a distribuição for incompatível com a sua situação financeira. Ressalva-se que as hipóteses de retenção dos lucros sociais são tratadas no regime do anonimato como medidas excepcionais¹³ para evitar abusos da administração e dos acionistas majoritários que possam prejudicar os acionistas minoritários.

A busca pela justa medida foi, inclusive, referida pelo legislador na exposição de motivos do art. 202 da referida norma, ao esta-

10 MARTINS, Pedro A. Batista. O direito do acionista de participar nos lucros sociais. *Revista da EMERJ*, Rio de Janeiro, v. 1, n. 1, 1998. p. 125.

11 ROBERT, Bruno. *Dividendo mínimo obrigatório nas sociedades por ações brasileiras*: apuração, declaração e pagamento. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 58.

12 EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. v. 3. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 94.

13 PORTO, Marília Sampaio. VIEIRA, Thiago Fiuza Camargos Guelber de Barros. A constituição de reservas: uma ferramenta legítima de destinação de resultados ou violação de direitos de acionistas minoritários? In: SILVA, Izabel Cristina de Lima, FIGUEIREDO, Laura Faria Reis RIBEIRO, Lucas Zauli (Org.). *Estudos Sobre Conflitos Societários*. Belo Horizonte: Editora Expert, 2024. p. 102.

belecer que a distribuição dos lucros por meio dos dividendos encontrará limites na necessidade de preservação da sobrevivência da sociedade: “[...] Daí o Projeto fugir a posições radicais, procurando medida justa para o dividendo obrigatório, protegendo o acionista até o limite em que, no seu próprio interesse, e de toda a comunidade, seja compatível com a necessidade de preservar a sobrevivência da empresa.”¹⁴.

Este artigo, em sua primeira parte, analisará o direito do acionista aos dividendos (ponto 1), com ênfase na conceituação e concepção jurídica dos lucros e dividendos (ponto 1.1.) e nas características e exercício do direito aos dividendos (ponto 1.2.), e, em sua segunda parte, abordará os mecanismos de limitação do direito aos dividendos (ponto 2), especificamente a retenção dos lucros sociais para o desenvolvimento de projetos pela companhia (ponto 2.1.) e não distribuição dos dividendos por incompatibilidade com a situação financeira da sociedade (ponto 2.2.).

1. O direito do acionista aos dividendos nas sociedades anônimas brasileiras.

O direito à participação nos lucros sociais é um direito essencial dos acionistas no regime do anonimato brasileiro, do qual não poderão os sócios ser privados por qualquer deliberação assemblear ou disposição estatutária. Uma das formas de exercício do referido direito é por meio do recebimento de dividendos, de modo que, após a deliberação, em Assembleia Geral Ordinária, do pagamento de dividendos, a parcela de lucro a eles referente deixa de ser de titularidade da sociedade e passa a ser dos sócios, formando-se uma relação

14 BRASIL. Exposição de Motivos n.º 196, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda. Projeto de lei das sociedades por ações (Lei 6.404/76). Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/aceso-a-informacao-cvm/institucional/sobre-a-cvm/EM196Lei6404.pdf>. Acesso em: 11 nov. 2025.

obrigacional em que os acionistas passam a ser credores da obrigação de pagamento dos dividendos da qual a companhia é devedora.

Neste ponto do trabalho, será proposta uma conceituação e distinção entre os lucros e dividendos, bem como será promovida a sua qualificação jurídica dentre os institutos de direito privado existentes (ponto 1.1.). Além do mais, será apresentada a forma de exercício do direito aos dividendos no ordenamento jurídico brasileiro (ponto 1.2.).

1.1. Conceituação e concepção jurídica dos lucros e dividendos.

A finalidade lucrativa é da essência das sociedades anônimas e constitui um de seus elementos caracterizadores.¹⁵ Isto é, a busca pelo lucro é o objetivo mediato de todas as sociedades anônimas.¹⁶ Nessa linha, a essencialidade do fim lucrativo é tanta que a atividade fiscalizatória da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) deve ser priorizada e voltada às companhias que não apresentam lucro em balanço.¹⁷

Afirma-se que a causa do contrato de sociedade tem origem na sua função econômica e natureza dúplice, qual seja a realização dos lucros e a sua distribuição entre os sócios.¹⁸ A aquisição da situa-

15 EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. v. 3. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 17. A essencialidade da finalidade lucrativa das companhias pode ser verificada no art. 2 da Lei das Sociedades Anônimas, segundo o qual “pode ser objeto da companhia qualquer empresa de fim lucrativo, não contrário à lei, à ordem pública e aos bons costumes.”.

16 TRINDADE, Marcelo Fernandez. Distribuição de dividendos ao alienante anteriormente à transferência das ações. In: GOUVÊA, Carlos P.; PARGENDLER, Mariana; LEVI-MINZI, Maurizio (Org.). *Fusões e aquisições: pareceres*. São Paulo: Grupo Almedina, 2022. p. 226.

17 Conforme art. 8º, inc. V, da Lei n. 6.385/76, compete à CVM “V - fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório.”.

18 EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. v. 3. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 18.

ção jurídica de sócio faz surgir ao acionista um feixe de direitos e obrigações, incluindo o direito de participar nos lucros sociais.¹⁹

Embora similares, os “lucros” e “dividendos” não devem ser tratados como sinônimos. Os lucros podem ser definidos como “toda a vantagem ou utilidade que alguém pode tirar de uma coisa ou de um negócio”²⁰ ou, sob uma perspectiva técnica-mercantil, como os frutos decorrentes do capital investido pelos acionistas, sendo aferido a partir da dedução, das despesas, da receita gerada por determinada atividade.²¹ Ainda, o lucro pode ser relativo ao resultado positivo de uma operação isolada ou de determinado período, qual seja o exercício social.²²

Já os dividendos representam o lucro distribuído aos acionistas.²³ Em outras palavras, os dividendos consistem no quociente do lucro dividido pelo número de ações detidas por cada acionista,²⁴ devendo o dividendo ser igual para todos os sócios pertencentes a uma mesma categoria.²⁵ Também, pode-se afirmar que a forma gerundiva

19 ROBERT, Bruno. *Dividendo mínimo obrigatório nas sociedades por ações brasileiras*: apuração, declaração e pagamento. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 37.

20 MARTINS, Fran. *Comentários à lei das sociedades anônimas: lei n.º 6.404*, de 15 de dezembro de 1976, volume 2, tomo II: artigos 166 a 205. Rio de Janeiro: Forense, 1984. p. 652.

21 *Ibidem*. p. 653.

22 CAMPOS, Luiz Antônio de Sampaio. Algumas notas sobre a utilização do lucro do exercício em curso: dividendo e recompra. In: ADAMEK, Marcelo Vieira Von (org.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 428. O autor, ainda, refere que, na Lei das Sociedades Anônimas, o termo “lucro” é empregado para se referir ao resultado positivo do exercício social ou exercício anterior, sendo apenas, de forma excepcional, utilizado para se referir a períodos mais curtos do que o exercício social, como, por exemplo, o previsto no art. 204 da Lei, que trata sobre a distribuição de dividendos intermediários.

23 CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. v. 2, arts. 75 a 137. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 394.

24 LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Do direito do acionista ao dividendo*. São Paulo: Obelisco, 1969. p. 309.

25 VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações*. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1959. p. 400.

da palavra “dividendo” denota que o termo corresponde ao lucro a ser repartido entre os sócios.²⁶

A centralidade da finalidade lucrativa das companhias e da distribuição dos lucros na forma de dividendos foi apontada no Recurso Especial n. 1.321.263, julgado em 2016 pela Terceira Turma do Superior Tribunal de Justiça, sob relatoria do Ministro Moura Ribeiro.²⁷

Neste caso, analisou-se uma companhia fechada que, em doze exercícios sociais, teve resultado positivo apenas em três exercícios e, em apenas um deles, deliberou pela distribuição de dividendos aos seus acionistas. Por conta disto, foi requerida a dissolução parcial da sociedade por não atingimento do seu fim, com fundamento no art. 206, II, “b” da Lei das AS.²⁸ Em seu voto, o ministro relator pontuou que o fim visado pelas sociedades é o lucro, de modo que, na sua inexistência, na ocorrência de prejuízos constantes e na ausência de distribuição de dividendos aos sócios, quaisquer dos acionistas podem pleitear a sua dissolução.

No que tange à sua natureza jurídica, os dividendos são considerados frutos civis. Os frutos são utilidades produzidas periodicamente pelo bem principal, sendo os frutos civis aqueles provenientes da utilização da coisa por pessoa distinta do seu proprietário, como, por exemplo, juros e aluguéis.²⁹ Logo, os dividendos são os frutos civis oriundos do rendimento normal de cada ação.³⁰ Assim, os

26 COMPARATO, Fábio Konder. A constituição da reserva de lucros a realizar e o dividendo obrigatório. In: _____. *Novos ensaios e pareceres de direito empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981. p. 151

27 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (Terceira Turma). Recurso Especial n. 1.321.263/PR. Relator: Ministro Moura Ribeiro. *Diário de Justiça Eletrônico*, Brasília, 06 dez. 2016.

28 Conforme o referido dispositivo legal, tem-se que: “Dissolve-se a companhia: [...] II - por decisão judicial: [...] b) quando provado que não pode preencher o seu fim, em ação proposta por acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social; [...]”.

29 AMARAL, Francisco. *Direito civil: introdução*. 10. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2018. p. 448-449.

30 VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações*. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1959. p. 401.

dividendos são os frutos provenientes da exploração econômica da coisa³¹ ou, sob outra perspectiva, dos investimentos de cada sócio na companhia e da sua submissão aos riscos oriundos da atividade empresarial exercida pela sociedade.³²

Os frutos, em sua origem, são coisas acessórias da principal, mas, dela, ganham autonomia após o seu nascimento,³³ podendo ser objeto de disposição mesmo antes da sua separação.³⁴ Ainda, observa-se que os frutos pertencem ao titular do bem principal, salvo ajuste diverso entre as partes.³⁵

A Lei das Sociedades Anônimas reconhece a natureza jurídica dos dividendos enquanto “frutos”, tendo em vista que determina, em seu art. 205, que os dividendos serão pagos ao acionista que, no momento da declaração do dividendo, estiver inscrito como proprietário ou usufrutuário da ação.³⁶ Assim, conclui-se que, no sistema do anônimo, os dividendos ganham autonomia quando declarados e a titularidade das ações determinará a quem devem ser pagos – se ao acionista ou ao usufrutuário.³⁷

31 TRINDADE, Marcelo Fernandez. Distribuição de dividendos ao alienante anteriormente à transferência das ações. In: GOUVÊA, Carlos P.; PARGENDLER, Mariana; LEVI-MINZI, Maurizio (Org.). *Fusões e aquisições: pareceres*. São Paulo: Grupo Almedina, 2022. p. 228.

32 ROBERT, Bruno. *Dividendo mínimo obrigatório nas sociedades por ações brasileiras*: apuração, declaração e pagamento. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 45.

33 CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. v. 2, arts. 75 a 137. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 229.

34 Assim está disposto no art. 95 do Código Civil, segundo o qual “Apesar de ainda não separados do bem principal, os frutos e produtos podem ser objeto de negócio jurídico.”.

35 O art. 1.232 determina que “Os frutos e mais produtos da coisa pertencem, ainda quando separados, ao seu proprietário, salvo se, por preceito jurídico especial, couberem a outrem”.

36 Conforme art. 205 “A companhia pagará o dividendo de ações nominativas à pessoa que, na data do ato de declaração do dividendo, estiver inscrita como proprietária ou usufrutuária da ação.”

37 TRINDADE, Marcelo Fernandez. Distribuição de dividendos ao alienante anteriormente à transferência das ações. In: GOUVÊA, Carlos P.; PARGENDLER, Mariana; LEVI-MINZI, Maurizio (Org.). *Fusões e aquisições: pareceres*. São Paulo: Grupo Almedina, 2022. p. 230.

1.2. Características e exercício do direito aos dividendos.

Além de compreender a distinção entre os lucros e dividendos e sua natureza jurídica, é necessário, igualmente, tratar sobre as características do direito dos acionistas aos dividendos e sua forma de exercício estabelecida na Lei das Sociedades Anônimas, o que passa a ser objeto deste ponto.

Inicialmente, destaca-se que os acionistas possuem o direito essencial de participar dos lucros sociais, conforme disposto no art. 109, inciso I, da Lei das SA.³⁸⁻³⁹ Tal direito é irrenunciável pelo seu titular⁴⁰ e inderrogável pelo estatuto social ou por deliberação da Assembleia Geral.⁴¹ Em que pese a principal participação do acionista nos lucros sociais ocorra por meio dos dividendos, não é a única.

Assim, de acordo com o artigo mencionado anteriormente, é correto afirmar que o acionista possui um direito genérico de participar nos lucros sociais, consistente em não ser privado do benefício econômico oriundo da apuração dos lucros da companhia⁴². Esta “não privação” concretiza-se no recebimento de dividendos, mas também, por exemplo, no aumento do valor patrimonial das suas ações.⁴³ Vê-se, dessa forma, uma primeira característica do direito aos

38 Na forma do art. 109, inciso I: art. 109. Nem o estatuto social nem a assembléia-geral poderão privar o acionista dos direitos de: I - participar dos lucros sociais;”.

39 No regime legal anterior, encabeçado pelo Decreto-Lei n. 2.627/1940, os acionistas já tinham o direito ao dividendo, pois, conforme previsão do seu art. 78, nem os estatutos, nem as deliberações assembleares, poderiam privar o sócio de participar dos lucros sociais.

40 CAMILO JUNIOR, Ruy Pereira. A distribuição diferenciada dos dividendos por decisão assemblear em companhias. *Revista do Advogado*, n. 152, dez. 2021, p. 141.

41 EIZIRIK, Nelson. Dividendos intercalares. Prazo para pagamento. Interpretação do artigo 205, §3º, da Lei das S.A. In: _____. *Temas de direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

42 COMPARATO, Fábio Konder. A constituição da reserva de lucros a realizar e o dividendo obrigatório. In: _____. *Novos ensaios e pareceres de direito empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981. p. 152.

43 A título comparativo, refere-se que, no direito societário estadunidense, inexistia a figura dos dividendos obrigatórios como no Brasil. Desse modo, fica a critério da direção das com-

dividendos: decorre do direito essencial à participação nos lucros sociais (genérico), mas com ele não se confunde.

Uma segunda característica do direito aos dividendos é de que o seu exercício depende da existência de lucro líquido do exercício na forma do art. 191 da Lei das AS.⁴⁴ Do resultado do exercício, devem ser deduzidos os prejuízos acumulados e provisão para imposto de renda (art. 189 da Lei)⁴⁵ e, após, as participações de empregados, administradores e partes beneficiárias (art. 190 da Lei).⁴⁶ Do saldo, restará o lucro líquido do exercício.

panhias (e não da Assembleia Geral, como conhecemos) a decisão acerca do pagamento ou não dos dividendos aos seus acionistas. No estado de Delaware, por exemplo, o Delaware General Corporation Law, em seu §170(a), determina que os diretores podem, a seu critério, declarar e pagar dividendos. Por conta disto, a elaboração das políticas de dividendos e a definição da *payout ratio* costumam ser objeto de intensos debates em tal contexto. Os economistas Franco Modigliani e Merton Miller criaram a teoria da irrelevância do dividendo, segundo a qual o recebimento de dividendos é indiferente para os acionistas, tendo em vista que sua satisfação pode advir do aumento do valor das suas ações por meio do reinvestimento dos lucros e a posterior de revenda das ações a terceiros a qualquer tempo. MILLER, Merton H.; MODIGLIANI, Franco. *Dividend policy, growth, and the valuation of shares*. The Journal of Business, v. 34, n. 4, p. 411-433, out. 1961. A teoria de Modigliani e Miller foi criticada pela “*bird in the hand preference theory*”, teoria segundo a qual os acionistas tendem a preferir a obter o retorno do seu investimento por meio de dividendos em detrimento do lucro reinvestido, tendo em vista que a capitalização dos lucros pode ter algumas desvantagens e representar riscos aos acionistas, como, por exemplo, a companhia pode perder seu valor de mercado e cair o preço das ações, havendo, ainda, vantagem tributária dos dividendos em comparação com o ganho de capital, dentre outras. ROBERT, Bruno. *Dividendo mínimo obrigatório nas sociedades por ações brasileiras*: apuração, declaração e pagamento. São Paulo: Quartier Latin, 2011. 197. p. 66.

44 Conforme o art. 191 da Lei das Sociedades Anônimas: “Lucro líquido do exercício é o resultado do exercício que remanescer depois de deduzidas as participações de que trata o artigo 190.”.

45 Conforme o art. 189 da Lei das Sociedades Anônimas: “Do resultado do exercício serão deduzidos, antes de qualquer participação, os prejuízos acumulados e a provisão para o Imposto sobre a Renda.”.

46 Conforme o art. 190 da Lei das Sociedades Anônimas: “As participações estatutárias de empregados, administradores e partes beneficiárias serão determinadas, sucessivamente e nessa ordem, com base nos lucros que remanescerem depois de deduzida a participação anteriormente calculada.”.

Ainda que existente lucro líquido do exercício, para que os acionistas possam exercer o seu direito aos dividendos, deve a administração formular proposta de destinação do lucro para tanto, em observância ao art. 192 da Lei das Sociedades Anônimas.⁴⁷ A proposta elaborada pelos órgãos da administração será submetida para deliberação da assembleia geral ordinária subsequente ao exercício social retratado nas contas da administração. Serão pautas da AGO a destinação do lucro do exercício, conforme proposta apresentada pelos administradores, e a distribuição dos dividendos na forma do art. 132, inciso II da Lei das SA.⁴⁸

Tendo em vista as condicionantes ao exercício do direito aos dividendos, costuma-se classificá-lo sob uma perspectiva bipartite: direito *expectativo* do dividendo a deliberar e o direito *expectado* do dividendo deliberado.

Diferente de uma expectativa de direito, fato fora do mundo jurídico, o direito expectativo já é tutelado juridicamente,⁴⁹ tendo adqui-

47 Conforme o art. 190 da Lei das Sociedades Anônimas: “Juntamente com as demonstrações financeiras do exercício, os órgãos da administração da companhia apresentarão à assembleia geral ordinária, observado o disposto nos artigos 193 a 203 e no estatuto, proposta sobre a destinação a ser dada ao lucro líquido do exercício.”. Ainda, destaca-se que o art. 176, § 3º da Lei determina que: “As demonstrações financeiras registrarão a destinação dos lucros segundo a proposta dos órgãos da administração, no pressuposto de sua aprovação pela assembleia geral.”.

48 Conforme art. 132, inciso II da Lei das Sociedades Anônimas: “Anualmente, nos 4 (quatro) primeiros meses seguintes ao término do exercício social, deverá haver 1 (uma) assembleia geral para: [...] II - deliberar sobre a destinação do lucro líquido do exercício e a distribuição de dividendos; [...]”.

49 Distingue-se o direito expectativo ao dividendo de um direito condicional ou eventual. CARVALHOSA afirma que os direitos condicionais ou eventuais não são adquiridos até que o evento que os condiciona venha a acontecer, de modo que, na não ocorrência do evento, o direito condicional/eventual é extinto. Diferentemente, no direito expectativo ao dividendo, mesmo que a companhia não venha a distribuir dividendos aos acionistas em determinado exercício, o direito ao dividendo segue intangível e podendo ser exercido em relação ao lucro apurado nos exercícios seguintes. CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. v. 2, arts. 75 a 137. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 389.

rido “foros de cidadania no mundo do direito”.⁵⁰ Havendo (i.) a existência de lucro líquido de exercício e (ii.) a deliberação pela distribuição de dividendos, o direito expectativo deixa de existir e faz nascer o direito expectado ao dividendo. Em outras palavras, o direito expectativo aos dividendos habilita o acionista à aquisição de outro direito sucessivo, consistente no direito expectado aos dividendos.⁵¹

Assim que surgido o direito expectado ao dividendo, o acionista passa a ter um direito de crédito perante a companhia, constituindo-se uma relação de natureza obrigacional, na qual o sócio é credor da obrigação de pagar os dividendos pela sociedade devedora.⁵² Por ser um direito de crédito, é disponível, podendo ser cedido pelo acionista a terceiros ou então objeto de renúncia pelo sócio.

Uma vez deliberada a distribuição de dividendos,⁵³ seu pagamento será promovido no prazo estipulado pela assembleia geral, sendo que, na ausência de deliberação com essa finalidade, este deverá ocorrer em até sessenta dias, desde que dentro do exercício so-

50 LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Do direito do acionista ao dividendo*. São Paulo: Obelisco, 1969. p. 310. O autor afirma que há diferentes “graus de espera” daquele que expecta. Às vezes, nascerá para quem expecta um direito ou pretensão – como os acionistas e o direito aos dividendos, outras vezes não, como é o caso do herdeiro que tem uma mera expectativa de direito à herança, que somente se tornará um direito após o falecimento do terceiro.

51 TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. São Paulo: Bushatsky, 1979. p. 588.

52 LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas: comentários à lei* (arts. 189 a 300). v. 3. Rio de Janeiro: Renovar, 2012. p. 80.

53 Observa-se que o art. 204 da Lei das Sociedades Anônimas autoriza as companhias a apurarem o lucro e distribuir dividendos em períodos inferiores (semestral ou menor) ao exercício social, que possui duração de 12 meses. Tratam-se dos dividendos intermediários e intercalares. Os *dividendos intermediários* são aqueles pagos em determinado exercício a partir de lucros acumulados de exercício anterior – ou seja, sua distribuição é embasada em balanço já aprovado. Por outro lado, os dividendos intercalares são distribuídos com base em balanço levantado durante o exercício, ainda não aprovado pela AGO. Tanto os dividendos intermediários quanto os intercalares têm origem estatutária e a decisão acerca da sua distribuição é de competência restrita dos órgãos da administração. EIZIRIK, Nelson. Dividendos intercalares. Prazo para pagamento. Interpretação do artigo 205, §3º, da Lei das S.A. In: _____. *Temas de direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 117-118.

cial, conforme previsto no art. 205, §3º da Lei das SA.⁵⁴ Tendo em vista se tratar de um crédito do acionista, na ausência de pagamento dentro do prazo, poderá ele ajuizar ação de cobrança em face da sociedade.⁵⁵

Em relação ao momento de nascimento do direito expectado, tribunal arbitral da Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM – B3) entendeu que, uma vez declarado o lucro líquido do exercício e deliberada a sua distribuição na forma de dividendos aos acionistas, este passa a ser dos sócios e não mais da sociedade, razão pela qual não pode a companhia dispor sobre o lucro já deliberado.⁵⁶

Neste caso, foi determinada em Assembleia Geral Ordinária a distribuição dos dividendos mínimos obrigatórios relativos ao exercício anterior. Posteriormente, foi realizada Assembleia Geral Extraordinária, com presença de aproximadamente 70% do capital votante e aprovação de pouco mais de 50%, na qual os acionistas deliberaram por suspender o pagamento dos dividendos em decorrência de alteração drástica da situação financeira da sociedade, com fundamento no art. 202, §4º da Lei das SA.

Os acionistas dissidentes ingressaram com a arbitragem junto ao CAM-B3 em face da companhia e, ao final do procedimento, os árbitros julgaram que o permissivo legal, constante no dispositivo recém mencionado, constitui exceção à regra geral e deve ser utilizado anteriormente à deliberação, em AGO, da destinação do lucro líquido

54 Conforme art. 205, §3º da Lei das Sociedades Anônimas: “[...] § 3º O dividendo deverá ser pago, salvo deliberação em contrário da assembléia-geral, no prazo de 60 (sessenta) dias da data em que for declarado e, em qualquer caso, dentro do exercício social.”

55 EIZIRIK, Nelson. Dividendos intercalares. Prazo para pagamento. Interpretação do artigo 205, §3º, da Lei das S.A. In: _____. *Temas de direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.p. 136.

56 CÂMARA DE ARBITRAGEM DO MERCADO. Ementa n. 40.1.3.2020, publicada na 7ª Edição do Ementário de Sentenças Arbitrais., Societário, Sentença Arbitral Final, proferida em 28 ago. 2019, nos termos do item 7.10. do Regulamento de Arbitragem. São Paulo, 20 dez. 2024. Disponível em: <https://www.camaradomercado.com.br/pt-br/ementario.html>

apurado. Ainda, entendeu-se que a declaração do lucro líquido do exercício e a sua destinação ao pagamento de dividendos aos acionistas representam o momento em que os valores referentes aos dividendos deixam de pertencer ao ativo da sociedade para ingressar no patrimônio dos sócios.

2. Mecanismos de limitação ao exercício do direito aos dividendos no sistema do anonimato.

Em que pese a Lei das Sociedades Anônimas e suas reformas subsequentes tenham, em muito, visado a tutelar o direito dos acionistas minoritários ao recebimento dos seus dividendos por meio da criação de diferentes mecanismos legais, como o dividendo mínimo obrigatório e o extenso regramento relacionado aos limites para criação de reservas, as companhias podem, em hipóteses restritas, capitalizar o lucro líquido do exercício e, conseqüentemente, não distribuir dividendos aos acionistas.

Assim, este capítulo abordará duas das referidas hipóteses, quais sejam a retenção de lucros sociais para o desenvolvimento de projetos pela companhia com base em orçamento de capital (ponto 2.1.) e a não distribuição de dividendos por incompatibilidade com a situação financeira da sociedade anônima (ponto 2.2.).

2.1. Retenção dos lucros sociais para o desenvolvimento de projetos pela companhia.

O artigo 196 da Lei das Sociedades Anônimas prevê a possibilidade de a Assembleia Geral Ordinária, por proposta da administração, deliberar pela retenção de parcela dos lucros com base em orçamento de capital,⁵⁷ sendo que o saldo deve ser distribuído na forma

57 Conforme art. 196 da Lei das Sociedades Anônimas: “A assembléia-geral poderá, por proposta dos órgãos da administração, deliberar reter parcela do lucro líquido do exercício prevista

de dividendos. Posto de outra forma, pode a companhia reter parte dos lucros - e não distribuir dividendos - para a realização de determinado projeto.

Em determinados casos, a distribuição de dividendos pode ir de encontro com os interesses da própria companhia de se autofinanciar.⁵⁸ Isto é, destinar parte dos lucros ao pagamento de dividendos pode comprometer o caixa da sociedade e os recursos disponíveis necessários à sua operação. Além do mais, a necessidade de obtenção de crédito pode resultar na contratação, pela companhia, de operações de endividamento, com incidência de taxas de juros e necessidade de apresentação de garantias, como, por exemplo, constituição dos diretores como fiadores.⁵⁹ Esta é uma clara situação de confronto entre os interesses dos acionistas e os interesses da sociedade.

Tendo em vista o alto risco de geração de conflitos, relacionados ao autofinanciamento, entre os acionistas minoritários e a sociedade anônima, a Lei das Sociedades Anônimas estipulou o regramento aplicável aos casos em que as companhias desejam manter o lucro em caixa para determinada finalidade. Para que tal faculdade seja autorizada, é necessário que a sociedade, por meio da Assembleia Geral, aprove orçamento de capital que fundamente a retenção de lucros. Diferentemente das hipóteses referidas no art. 199 da Lei,⁶⁰ a

em orçamento de capital por ela previamente aprovado.”.

58 PERLMAN, Marcelo Giovanni. Repensando os dividendos obrigatórios. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, v. 29, p. 118-132, jul./set. 2005.

59 Pedro Batista Martins refere outros argumentos utilizados pelos defensores do autofinanciamento das companhias (dos quais não é partidário), como, por exemplo, a utilização do próprio capital pelas sociedades evita a ingerência de credores em assuntos sociais e preserva-se a sua liberdade de condução dos negócios. MARTINS, Fran. *Comentários à lei das sociedades anônimas: lei n.º 6.404*, de 15 de dezembro de 1976, volume 2, tomo II: artigos 166 a 205. Rio de Janeiro: Forense, 1984. p. 127.

60 Conforme art. 199 da Lei das Sociedades Anônimas: “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 assembléia deliberará sobre aplicação do excesso na

retenção do art. 196 não se submete ao limite no valor do capital social, mas sim ao orçamento de capital.⁶¹ Todavia, não poderá ser aprovada a retenção em prejuízo da distribuição do dividendo obrigatório, conforme art. 198.⁶²

O artigo em comento não estabelece detalhamento significativo acerca do orçamento de capital, mas determina, em seu parágrafo primeiro, alguns requisitos, quais sejam: (i.) o orçamento deve prever as fontes de recursos e aplicações de capital fixo ou circulante, (ii.) o orçamento deve ter prazo de duração de até cinco exercícios, exceto se a execução do projeto subjacente tenha prazo superior.⁶³

integralização ou no aumento do capital social ou na distribuição de dividendos.”. O referido dispositivo legal regra que eventual saldo das reservas de lucros, com exceção das reservas de contingências, incentivos fiscais e lucros a realizar, não deve ser superior ao capital social da companhia, mas, em sendo, deve haver deliberação da AG para aplicar o excedente na integralização do capital, no aumento do capital social ou na distribuição do valor entre os acionistas na forma de dividendos. O art. 199 consiste em verdadeira tentativa do legislador de criação de barreiras à excessiva retenção dos lucros pelas SA na forma de reservas de lucros. EIZIRIK, Nelson. Dividendos intercalares. Prazo para pagamento. Interpretação do artigo 205, §3º, da Lei das S.A. In: _____. *Temas de direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 73. Marcelo Barbosa elenca o art. 199 da Lei dentre os diferentes comandos do legislador que reforçam o direito dos acionistas à participação nos lucros sociais, incluindo, mas sem se limitar a, o art. 199 (diferentes requisitos para a criação de reservas de lucros), o art. 198 (vedação da destinação de lucros à constituição de reservas estatutárias ou retenção em prejuízo à distribuição do dividendo obrigatório), e o art. 202, §6º (previsão de distribuição dos lucros na forma de dividendos que não tenham sido destinados às reservas legais, estatutárias, de contingências e de lucros a realizar nem retidos conforme art. 196). BARBOSA, Marcelo. Direito de participar dos lucros sociais. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (org.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p. 312-313.

61 EIZIRIK, Nelson. Dividendos intercalares. Prazo para pagamento. Interpretação do artigo 205, §3º, da Lei das S.A. In: _____. *Temas de direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 63.

62 Conforme art. 198 da Lei das Sociedades Anônimas: “A destinação dos lucros para constituição das reservas de que trata o artigo 198 e a retenção nos termos do artigo 196 não poderão ser aprovadas, em cada exercício, em prejuízo da distribuição do dividendo obrigatório (artigo 202).”.

63 Conforme art. 196, §1º da Lei das Sociedades Anônimas: “O orçamento, submetido pelos órgãos da administração com a justificação da retenção de lucros proposta, deverá compreender todas as fontes de recursos e aplicações de capital, fixo ou circulante, e poderá ter a duração

Em sede doutrinária, defende-se que, adicionalmente ao previsto em tal dispositivo legal, o orçamento de capital deve ter uma especificação de diferentes aspectos do projeto, como, por exemplo, “cronograma das etapas do investimento”,⁶⁴ “recursos financeiros a serem realizados pela sociedade na aquisição, formação e construção de ativos imobilizados ou diferidos e em investimentos que contribuirão para a melhoria da gestão empresarial”.⁶⁵

Além do mais, o parágrafo segundo estabelece que o orçamento de capital deve ser revisto anualmente caso tenha prazo de duração superior ao exercício social.⁶⁶ A obrigatoriedade de revisão anual do orçamento de capital evita que sejam retidos, de forma indefinida,⁶⁷ lucros excedentes ao que seja efetivamente necessário para a realização do projeto pretendido pela sociedade.

Na Apelação Cível nº 1002549-61.2016.8.26.0565, julgada em outubro de 2019, sob relatoria do Desembargador Grava Brazil, a 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo analisou a legalidade de retenções dos lucros efetuadas por sociedade anônima diante do disposto no art. 196.⁶⁸

de até 5 (cinco) exercícios, salvo no caso de execução, por prazo maior, de projeto de investimento.”.

64 MARTINS, Fran. *Comentários à lei das sociedades anônimas: lei n.º 6.404*, de 15 de dezembro de 1976, volume 2, tomo II: artigos 166 a 205. Rio de Janeiro: Forense, 1984. p. 129.

65 CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. v. 3, arts. 138 a 205. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 904.

66 Conforme art. 196, §2º da Lei das Sociedades Anônimas: “O orçamento poderá ser aprovado pela assembléia-geral ordinária que deliberar sobre o balanço do exercício e revisado anualmente, quando tiver duração superior a um exercício social.”.

67 EIZIRIK, Nelson. Dividendos intercalares. Prazo para pagamento. Interpretação do artigo 205, §3º, da Lei das S.A. In: _____. *Temas de direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 65.

68 BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo (2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial). Apelação Cível nº 1002549-61.2016.8.26.0565. Relator: Desembargador Grava Brazil. *Diário de Justiça Eletrônico*, São Paulo, 22 out. 2019.

Acionista minoritária ingressou com ação declaratória de nulidade de deliberações assembleares, cumulada com obrigação de fazer, consistente no pagamento de dividendos pela companhia, sob o argumento de que estes teriam sido indevidamente retidos. O objeto da ação gira em torno de deliberações oriundas de AGOE realizada em abril de 2016, quais sejam: (i.) retenção integral dos lucros do exercício pela companhia do exercício de 2015, (ii.) aumento de capital e (iii.) pagamento de bônus aos diretores com origem dos lucros retidos.

Assim, a acionista minoritária ajuizou a ação com, essencialmente, quatro pedidos, quais sejam: (i.) declaração de nulidade das deliberações, (ii.) determinação do pagamento de dividendos pela companhia, (iii.) em sede liminar, suspensão das deliberações até o encerramento da demanda⁶⁹ e (iv.) reconhecimento do abuso do poder de controle da acionista controladora.

Em relação ao pedido de declaração de nulidade das deliberações, o Tribunal anulou as deliberações relativas ao pagamento de bônus à diretoria por entender estar configurado abuso de poder de controle, bem como anulou o aumento de capital social e a retenção dos lucros do exercício de 2015, restringindo-a a 50% do montante apurado.⁷⁰ Quanto ao pedido de determinação do pagamento de dividendos, os julgadores determinaram a distribuição de 50% dos lucros do exercício de 2015. No tocante ao pedido de reconhecimento do abuso de poder de controle, o Tribunal reconheceu parcialmente ter havido abuso especificamente na deliberação que determinou o pagamento de bônus à diretoria a partir dos lucros retidos.

69 A tutela liminar pleiteada não foi concedida em 1º grau, tendo a autora interposto agravo de instrumento que foi parcialmente provido em 2º grau. O julgamento do agravo determinou a retenção, pela companhia, de apenas 50% do lucro líquido do exercício de 2015 e estabeleceu que o restante deveria ser distribuído aos acionistas na forma de dividendos.

70 A restrição de 50% das retenções consolidou a limitação determinada em sede de julgamento da tutela liminar requerida, objeto de julgamento de agravo de instrumento.

Especificamente em relação à legalidade das retenções efetuadas, com fundamento no art. 196 da Lei, os desembargadores votaram em sentidos opostos.

O relator, Grava Brazil, entendeu que a formalidade do referido artigo legal foi cumprida, tendo sido apresentados orçamento de capital, projeto de investimentos e parecer econômico-financeiro aptos a justificar as retenções entre os exercícios de 2015-2017.⁷¹ O julgador, ainda, amparou a legalidade das retenções na prova pericial produzida nos autos, que apontou ter havido expressiva valorização das ações da sociedade entre os anos de 2008 e 2015, o que reforçaria que as retenções e destinação do lucro às atividades da companhia foram realizadas no interesse social, em seu benefício e, consequentemente, em prol dos acionistas.

Os desembargadores Ricardo Negrão e Sérgio Shimura apresentaram votos divergentes ao relator. Para o primeiro, não houve qualquer projeto de pesquisa ou de investimento aprovado pela companhia desde 2009 de modo a embasar as retenções. Por tais motivos, o referido julgador votou por dar total provimento ao recurso da acionista minoritária e determinar a redistribuição de todos os lucros retidos desde 2009.

Já o desembargador Shimura entendeu que não houve, no caso julgado, qualquer orçamento de capital, tampouco prova de projeto de investimento em pesquisa ou financiamento e que, nesse sentido, foi demonstrado em prova pericial que nunca houve registro contábil de projeto. Ainda, pontuou que não havia indicativo de eventual crise de liquidez apta a fundamentar as retenções e que o orçamento apresentado para o triênio 2015-2017 constituiu mera for-

71 Ainda que a controvérsia girasse em torno das retenções de lucro referentes ao exercício de 2015, as retenções referentes aos exercícios anteriores também foram objeto de análise para verificar eventual abuso de poder de controle pela acionista controladora. Neste caso, a companhia, comprovadamente, desde 2009 reteve lucros, aumentou o capital e pagou bônus aos diretores. Não foram apresentados orçamentos de capital relativos às retenções de 2013-2014, mas sim apenas do triênio 2015-2017.

malidade, tendo em vista que não foram preenchidos os requisitos mínimos estabelecidos na legislação.⁷²

O desembargador, por tais motivos, entendeu estar configurada situação de abuso de poder de controle pela acionista controladora em prejuízo à acionista minoritária, afirmando que o abuso ocorre não apenas na malversação dos recursos da companhia, mas também quando a sociedade paga aos minoritários apenas os dividendos mínimos obrigatórios de modo a obstar a sua participação na integralidade dos lucros. Assim, o desembargador votou pelo provimento integral do recurso.

2.2. Não distribuição dos dividendos por incompatibilidade com a situação financeira da sociedade.

A segunda possibilidade de retenção dos lucros e não distribuição aos sócios por meio de dividendos ocorre quando houver incompatibilidade com a situação financeira da companhia, conforme previsão do artigo 202, §4º da Lei das Sociedades Anônimas.⁷³ Tal hipótese retrata, novamente, um conflito de interesses flagrante entre os interesses dos acionistas (principalmente minoritários) e da própria companhia.

72 Como exemplo de requisitos, o desembargador Sérgio Shimura referiu “fontes de recursos, planilhas de custos ou objeto de pesquisa”. Ainda, observou que devem ser apresentadas justificativa e explicação detalhada do projeto de investimento ou pesquisa aptos a embasar a análise, pelos acionistas e conselho fiscal, da conveniência, utilidade e necessidade da retenção dos lucros.

73 Conforme art. 202, §4º da Lei das Sociedades Anônimas: “O dividendo previsto neste artigo não será obrigatório no exercício social em que os órgãos da administração informarem à assembléia-geral ordinária ser ele incompatível com a situação financeira da companhia. O conselho fiscal, se em funcionamento, deverá dar parecer sobre essa informação e, na companhia aberta, seus administradores encaminharão à Comissão de Valores Mobiliários, dentro de 5 (cinco) dias da realização da assembléia-geral, exposição justificativa da informação transmitida à assembléia.”.

O referido dispositivo está inserido no art. 202 da Lei, que trata sobre a figura do dividendo mínimo obrigatório,⁷⁴ relevante inovação introduzida pelo legislador da Lei n. 6.404/1976 com o intuito de tutelar o direito dos acionistas minoritários a participar dos lucros sociais por meio do recebimento de dividendos.⁷⁵ Apesar de parecer

74 O art. 202 da Lei das SA trouxe ao ordenamento jurídico brasileiro o instituto do dividendo mínimo obrigatório, que estabelece que, havendo lucro líquido, as companhias devem, necessariamente, destinar parte aos acionistas por meio de dividendos (observadas algumas exceções previstas em Lei, inclusive aquela objeto do item 2.1. anterior). EIZIRIK, Nelson. Dividendos. Pagamento *in natura* ou parcelado em moeda corrente. In: _____. Temas de direito societário. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 257. O art. 202 da Lei das Sociedades Anônimas estipula que o estatuto social pode fixar livremente as regras sobre a distribuição do dividendo obrigatório, podendo consistir em porcentagem do lucro ou capital social ou então outros critérios regrados com precisão e minúcia. Em caso de omissão estatutária, devem ser pagos dividendos obrigatórios sobre 50% do lucro líquido do exercício, reduzidas reserva legal (art. 193) e reserva de contingências (art. 195) e acrescida de reversão da reserva de contingências e lucros a realizar. Sobre a regra *default*, Marcos Paulo de Almeida Salles aponta que esta é “contornável” por meio da instituição no estatuto, no ato instituidor da sociedade, de qualquer outro valor determinado ou percentual, já que o art. 202 prioriza a liberdade estatutária para estipulação das regras para aferição do dividendo obrigatório. SALLES, Marcos Paulo de Almeida. Política de dividendos. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, v. 14, p. 79, out. 2001. Ainda, o art. 202 estabelece que caso o estatuto seja omissivo e a assembleia geral delibere por incluir normas sobre o tema, o dividendo obrigatório não poderá ser inferior a 25% do lucro líquido ajustado (aferido conforme o inciso I do art. 202). Ainda, aponta-se que, havendo redução do dividendo mínimo obrigatório, poderá o acionista retirar-se da sociedade mediante reembolso do valor das suas ações, conforme previsto no art. 137 c/c art. 136, III da Lei das SA. ROBERT, Bruno. *Dividendo mínimo obrigatório nas sociedades por ações brasileiras*: apuração, declaração e pagamento. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 59.

75 Para Bruno Robert, a inclusão do dividendo mínimo obrigatório na Lei das SA consistiu em “reação urgente e incisiva” do legislador para desenvolver o mercado de capitais brasileiro e conquistar novamente a confiança dos acionistas. O autor, ainda, aponta que o mecanismo do dividendo mínimo obrigatório opera por meio da redução da autonomia dos administradores e da maioria assemblear para decidir sobre a alocação dos lucros sociais. ROBERT, Bruno. *Dividendo mínimo obrigatório nas sociedades por ações brasileiras*: apuração, declaração e pagamento. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 73-74. Marcelo Martins Moura aponta que a contribuição do legislador, com a inclusão na lei do dividendo mínimo obrigatório, foi de, ao atribuir competência para o estatuto social fixar as regras relacionadas, possibilitar que todos os acionistas tenham prévio acesso ao *quantum* mínimo do lucro social que será distribuído a cada exercício na forma de dividendos. Deslocou-se o momento de definição das regras pertinentes ao dividendo mínimo obrigatório da AGO anual para a assembleia de constituição da companhia que aprova o seu estatuto social. MOURA, Marcelo Martins. Direito de escolha da

paradoxal a escolha do legislador de incluir uma hipótese de não pagamento de dividendos no dispositivo legal que trata, especificamente, sobre a obrigatoriedade de pagamento de dividendos, inexistente contradição. Constitui, em realidade, uma tentativa do legislador de contrabalancear a obrigatoriedade de pagamento de dividendos com a preservação da empresa.⁷⁶

Ainda que, em determinado exercício, sejam declarados lucros do exercício pela AGO da companhia, podem os órgãos da administração informar à Assembleia que o pagamento de dividendos é incompatível com a situação financeira da sociedade.⁷⁷ Para tanto, é necessário que o conselho fiscal da companhia, caso esteja em funcionamento, emita parecer sobre tal questão. Adicionalmente, os administradores das companhias abertas devem, no prazo de cinco dias da data de realização da AGO, encaminhar comunicado à Comissão de Valores Mobiliários com exposição justificativa da proposta de não distribuição de dividendos apresentada à Assembleia.

Observa-se que a decisão acerca do não pagamento de dividendos, sob o fundamento de incompatibilidade com a situação financeira da companhia, deve ser tomada no âmbito da AGO que apreciar as contas e proposta de destinação dos lucros apresentada pelos órgãos da administração. Isto é, após a realização da AGO e tendo sido deliberada a distribuição de dividendos aos acionistas, não pode a companhia “arrepender-se” da decisão e convocar nova Assembleia para revogar a deliberação anterior. Isso, porque, conforme exposto no item 1.2. *supra* deste trabalho, tendo sido tomada a decisão de distribuição de dividendos em AGO, a titularidade dos lu-

forma de participação no lucro social: uma proposta alternativa ao dividendo mínimo obrigatório. 2021. Dissertação (Mestrado em Direito) – Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2021. p. 61-62.

76 EIZIRIK, Nelson. Dividendos. Pagamento *in natura* ou parcelado em moeda corrente. In: _____. *Temas de direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 257.

77 Nesse sentido, remete-se ao caso julgado pelo CAM B3, em que, em decorrência de alteração na situação financeira da sociedade, foi deliberada a retenção dos lucros em alteração à deliberação anterior tomada em AGO – que havia determinado o pagamento de dividendos. O referido caso está melhor exposto no item 1.2. *supra*.

croos (já na forma de dividendos) passa a ser dos acionistas,⁷⁸ não estando mais no campo de disponibilidade da sociedade.⁷⁹

Para haver a regularidade da retenção, o §5º do art. 202 determina que deverá ser constituída reserva especial para registro dos lucros não distribuídos, cuja finalidade será, primordialmente, a absorção de prejuízos em exercícios futuros e, não havendo prejuízos, o pagamento de dividendos assim que houver compatibilidade com a situação financeira da sociedade.⁸⁰

O legislador não definiu, no dispositivo em análise, em que situações haveria “incompatibilidade” da distribuição de dividendos com a situação financeira da companhia. Assim, pode-se entender que esta será verificada toda vez que a sociedade não possuir liquidez, isto é, caixa para pagar os dividendos, ainda que apresente boa situação econômica.⁸¹ Pode-se, ainda, pensar que tal incompatibilidade ocorrerá em caso de insolvência da sociedade, por conta de condições contratuais assumidas pela companhia (por exemplo, contratos com terceiros que exijam que a sociedade tenha nível mínimo de recursos próprios) ou então caso a sociedade esteja em fase de expansão e necessite reinvestir internamente as receitas geradas no exercício.⁸²

78 GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. *Manual das companhias ou sociedades anônimas*. 3. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2013. p. 131.

79 Nelson Eizirik afirma existir lacuna legal em relação à hipótese em que, após a deliberação de pagamento de dividendos, houver deterioração da situação financeira da companhia que torne impraticável a distribuição. Para o jurista, neste caso, os administradores, agindo no interesse da sociedade, poderiam suspender o pagamento dos dividendos mediante deliberação com aprovação por, pelo menos, maioria dos acionistas em sede de AGE. EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. v. 3. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 138.

80 Conforme art. 202, §5º da Lei das Sociedades Anônimas: “Os lucros que deixarem de ser distribuídos nos termos do § 4º serão registrados como reserva especial e, se não absorvidos por prejuízos em exercícios subseqüentes, deverão ser pagos como dividendo assim que o permitir a situação financeira da companhia.”.

81 EIZIRIK, Nelson. Dividendos. Pagamento *in natura* ou parcelado em moeda corrente. In: _____. *Temas de direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 259.

82 PERLMAN, Marcelo Giovanni. Repensando os dividendos obrigatórios. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, v. 29, p. 118-132, jul./set. 2005.

No processo sancionador n. RJ2013/5634, julgado pela Comissão de Valores Mobiliários em outubro de 2014, acionista minoritário pleiteou a responsabilização dos administradores de sociedade anônima sob distintos fundamentos, dentre eles o não pagamento de dividendos declarados em AGO relativos a diferentes exercícios sociais, afirmando ter havido violação ao artigo 205, §3º, da Lei nº 6.404/76.⁸³

Neste caso, a sociedade comprometeu-se a pagar aos minoritários os dividendos referentes ao exercício de 2009 durante o exercício de 2010 no mês de abril. Diante da mora, a companhia comunicou, em 2012, que a sociedade detinha lucros, ainda não realizados inteiramente, que seriam destinados ao pagamento dos dividendos e que, por conta da lenta realização dos recursos em seu caixa, a sociedade teve que destinar os valores disponíveis ao custeio da operação da empresa para que esta permanecesse viável.

Posteriormente, em 2013, a sociedade informou que o atraso no pagamento dos dividendos perdurava em decorrência de problemas financeiros por ela vivenciados, os quais teriam culminado em pedido de recuperação judicial pela companhia. Ainda, a sociedade, em defesa, afirma que a crise financeira ocasionou a desvalorização das suas ações e isto teria inviabilizado acordo com terceiro que resultaria em aporte de capital.

A CVM entendeu pela procedência do pedido de responsabilização dos administradores por conta da não distribuição de dividendos, tendo o relator, em seu voto, pontuado que o sistema da Lei n. 6.404/1976 prioriza o direito dos acionistas de receber os dividendos de cada exercício social, no entanto faculta a sua distribuição quando for incompatível com a situação financeira da companhia. O relator entendeu que, apesar de a Lei oferecer mecanismos autorizadores do não pagamento de dividendos nas situações específicas nela delimi-

83 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador n. RJ2013/5634. Relator: Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes. Rio de Janeiro, 21 de outubro de 2014.

tadas, como o art. 202, §4º, a companhia não se utilizou das referidas ferramentas normativas.

Dessa forma, definiu o julgador que não deve ser considerado o argumento de que a crise financeira teria impactado na distribuição de dividendos, pois tanto a não realização do acordo com o terceiro, quanto o pedido de recuperação judicial ocorreram anos após a AGO que deliberou pelo pagamento dos dividendos. Entende-se que o julgado é interessante para demonstrar que, ainda que a companhia enfrente, de forma comprovada, crise financeira que impacte a sua liquidez, tal fato, por si só, não é suficiente para impedir a distribuição de dividendos já deliberados, devendo ser observado, integralmente, o preceito legal estabelecido no art. 202, §4º da Lei das S.A.

Conclusão.

A matéria envolvendo os dividendos no regime do anônimato concentra um verdadeiro conflito de interesses entre os acionistas minoritários, a própria companhia, os órgãos da administração e os acionistas majoritários. De um lado, tem-se os acionistas com participação minoritária, ansiando obter retorno do seu investimento realizado. De outro, tem-se a companhia com necessidade de manutenção em recursos em caixa para o custeio da sua atividade, bem como os órgãos da administração e os acionistas majoritários com estratégias de capitalização dos lucros sociais para aumentar o patrimônio e, consequentemente, o valor de mercado da companhia.

É inegável que a Lei das Sociedades Anônimas privilegia o direito dos acionistas à participação nos lucros sociais por meio da distribuição de dividendos. O legislador de 1976 e, posteriormente, o de 2001, com o intuito de fomentar o desenvolvimento do mercado nacional de capitais, estabeleceu diferentes mecanismos legais com vistas a evitar retenções e capitalizações indevidas dos lucros sociais pelos órgãos da administração e por deliberação dos acionistas controladores em sede assemblear.

Alguns dos referidos mecanismos são, exemplificativamente, regras robustas para a criação de reservas de lucros (arts. 193 a 200), com a previsão expressa de que as reservas e retenções não podem ser aprovadas em prejuízo do dividendo mínimo obrigatório (art. 198), e, principalmente, a instituição da figura do dividendo mínimo obrigatório (art. 202), segundo o qual as companhias são livres para prever em seus estatutos a parcela de lucros a ser destinada ao pagamento de dividendos aos acionistas e, na ausência de disposição estatutária nesses termos, aplicam-se as diretrizes do art. 202.

Entretanto, observa-se que o legislador, igualmente, buscou contrabalancear os interesses conflitantes relacionados aos dividendos e estabeleceu algumas hipóteses que autorizam a retenção do lucro e a sua não distribuição na forma de dividendos. A primeira delas, analisada neste trabalho, é a retenção para o desenvolvimento de projeto pela sociedade com base em orçamento de capital (art. 196), segundo a qual os lucros podem ser destinados a uma finalidade determinada definida pela companhia por prévia proposta da administração e aprovação da assembleia geral.

Já a segunda situação é a de não distribuição de dividendos quando esta for incompatível com a situação financeira da sociedade anônima (art. 202, §4º), desde que mediante prévia comunicação da administração com parecer do conselho fiscal (se estiver em funcionamento), devendo, ainda, ser constituída reserva especial no valor dos lucros que deixaram de ser distribuídos na forma de dividendos.