

São Paulo, 05 de dezembro de 2022.

À

**Secretaria de Acompanhamento Econômico da Secretaria Especial de Produtividade e Competitividade do Ministério da Economia – SEAE/ME**

Envio via: <https://www.gov.br/participamaisbrasil/me/seae/ts/flexdivid>

Ref.: TOMADA DE SUBSÍDIOS SEAE/SEPEC/ME Nº 2/2022

## **ESCLARECIMENTOS SOBRE O DIVIDENDO MÍNIMO OBRIGATÓRIO**

A APIMEC Brasil - ASSOCIAÇÃO DOS ANALISTAS E PROFISSIONAIS DE INVESTIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS DO BRASIL é uma associação civil, sem fins lucrativos, formada por analistas e profissionais de investimentos do Mercado de Capitais e Financeiro, com atuação em todo o território nacional.

Apresentamos a nossa posição acerca do Parecer SEI nº 13.665, de 2022, editado pela Secretaria de Acompanhamento Econômico do Ministério da Economia – SEAE/ME, no sentido da possível flexibilização da política (ainda, legal) de dividendo mínimo obrigatório, sob, resumidamente, os seguintes fundamentos: (i) houve redução nas últimas décadas das companhias que pagam (constantemente) dividendos; (ii) a destinação obrigatória de dividendos afeta o reinvestimento do lucro auferido no exercício; (iii) a política tributária de isenção de dividendos é por si só atrativa; (iv) a soma desses fatores torna o ingresso no País menos atrativo.

Apesar de instigantes e bem estruturados, esses argumentos podem ser contrapostos tanto pelo panorama no qual a edição da Lei nº 6.404 se deu quanto pelas situações de pagamento de dividendos verificadas atualmente.

Para que seja possível um estudo minimamente apurado sobre o dividendo mínimo obrigatório, faz-se necessário, inicialmente, ter ciência do panorama jurídico anterior à edição da Lei nº 6.404, de 1976, de modo a compreender a razão dessa espécie de dividendo.

Dessa forma, o Decreto-lei nº 2.627, de 1940, estabelecia concomitantemente o direito irrevogável do acionista a participar do lucro da companhia (via dividendo), sem que estabelecesse quaisquer parâmetros quanto ao valor de sua participação.

Literalmente, o artigo 131 do citado decreto-lei determinava que se os estatutos não fixassem o dividendo a ser distribuído aos acionistas ou a maneira de se distribuírem os lucros líquidos, à assembleia geral, por proposta da diretoria, e ouvido o conselho fiscal, caberia determinar o respectivo montante.

Em razão da omissão legislativa quanto ao critério de dividendos mínimos, houve à época um embate entre duas correntes no que tange ao valor da participação do sócio no lucro: enquanto Miranda Valverde defendia a destinação integral do lucro ao acionista, Cunha Peixoto sustentava caber à assembleia a deliberação do valor a ser destinado.<sup>1</sup>

Como o próprio texto de lei atribuía competência à assembleia, prevalecia a corrente no sentido da competência da assembleia para o arbitramento do valor, de modo que, na prática, sobressaía a vontade do acionista majoritário, em detrimento dos minoritários.

Não à toa, a Lei nº 6.404, de 1976, impôs uma inovação em relação à omissão legislativa anterior, de sorte que, ao comentá-la, Tavares Borba assim a descreve:

Representa a instituição do dividendo obrigatório a mais significativa alteração operada, pela atual lei das sociedades anônimas, em relação ao regime anterior.

Para o acionista, principalmente o minoritário, a finalidade precípua da participação acionária é a pretensão ao dividendo. Algumas sociedades acumulavam e capitalizavam lucros, por anos a fio, sem que promovessem qualquer distribuição ao acionista. O dividendo obrigatório vem coibir práticas dessa natureza, ao mesmo tempo em que traz uma motivação maior ao investidor não especulativo, isto é, àquele que vê a ação como título de renda.

Corresponde o dividendo obrigatório a uma espécie de compromisso mínimo, exprimindo a parcela do lucro que não poderá a sociedade deixar de distribuir.

Estabeleceu o legislador, de forma imperativa, a necessidade de um dividendo obrigatório, cujo disciplinamento caberia em princípio ao estatuto, mas, desde logo, através de norma supletiva, ficou assentado que, na omissão, metade do lucro líquido ajustado seria objeto de distribuição aos acionistas (artigo 202).

---

<sup>1</sup> CARVALHOSA, Modesto. Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Vol. 3. 2ª edição revista e atualizada. São Paulo: Saraiva, 1998. p. 688-689.

A fixação estatutária do critério determinador do dividendo obrigatório, na constituição da sociedade, é inteiramente livre, admitindo-se a estipulação de qualquer formulação, desde que observadas as exigências legais de precisão e minúcia. O dividendo obrigatório pode até ser irrisório, contanto que esteja claramente definido, de modo a afastar, na sua determinação, o poder de decisão dos controladores ou órgãos de administração. [...]²

Essa inovação teria atendido a duas necessidades prementes às sociedades anônimas: a proteção do sócio minoritário³, e, dessa forma, incentivar o mercado de capitais, por reduzir a incerteza e a insegurança quanto ao recebimento de remuneração para os acionistas sem poder de controle, e o incentivo ao autofinanciamento como uma das fontes para o crescimento da companhia. Sobre essa segunda necessidade, Ricco Harbich aduz que:

A fixação do percentual de 25%, do art. 202, parece-nos quantitativamente sensata, mormente tendo em vista a conceituação do lucro participável após as deduções em “cascata” já mencionadas. A fixação em 50%, prevista no primeiro anteprojeto, considerou-se exagerada, por não atender ao princípio da necessidade de autofinanciamento. Com muita razão, os empresários, ao discutir o primeiro anteprojeto, rebelaram-se contra a distribuição obrigatória da metade do lucro, quando então vingou o percentual ora contido na lei. Nada impede, é óbvio, a empresa distribuir percentual maior, quando compatível com sua situação particular. O crescimento da empresa, do qual o autofinanciamento é fonte importante, pode conduzir a um volume maior de lucros: pode ser melhor participar com 25% sobre um volume maior do que com 50% sobre um volume reduzido.<sup>4</sup>

Além do mais, quando da discussão do projeto de lei que resultou na Lei nº 6.404, a estipulação de um percentual do lucro como dividendo obrigatório (mínimo) buscou atender, de um lado, a proteção de que o acionista seria remunerado pelo lucro da

---

<sup>2</sup> BORBA, José Edwaldo Tavares. Direito societário. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1986. p. 347.

<sup>3</sup> Também nesse sentido: VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. Direito comercial. Vol. 3. 3ª edição revista, atualizada e ampliada. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014. p. 589.

<sup>4</sup> HARBICH, Ricco. Conceito e destinação do lucro na nova lei das sociedades por ações. 2ª edição. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1980. p. 46.

companhia, e, de outro, a tendência de autofinanciamento (reinvestimento) das companhias, tendência desde então mantida e reforçada pelas possibilidades de constituição de reservas de fins específicos e de não pagamento de dividendos, a depender da efetiva situação da companhia e do fato de os lucros estarem ou não realizados.

Paralelamente à seara societária, a ainda vigente isenção de dividendos parece caminhar para o seu fim, dado que tanto o atual<sup>5</sup> Chefe do Executivo quanto o futuro<sup>6</sup> dão sinais de que a tributação de dividendos deve ser uma das fontes para a manutenção de gastos voltados às políticas sociais. Essa tributação de dividendos pode reforçar a indução de que as companhias deixem de distribuir lucros aos acionistas, caso não haja a garantia de um percentual mínimo para os dividendos.

Finalmente, as razões acima podem ser associadas à elevação da taxa de juros, que é um fator para o movimento de capitais, de sorte que, elevada a taxa, aumenta-se a atratividade do país para o recebimento de capitais estrangeiros<sup>7</sup>, e a consequente remuneração dos investidores (acionistas) por meio da distribuição de dividendos.

No Brasil é diferente do mercado americano em todos os sentidos. Aqui, o mercado espera por distribuição de dividendos e as companhias e o próprio mercado, têm características bem diferentes, no geral, das americanas.

Entendemos que quando a administração informa e detalha na AGO que tem necessidade dos recursos para investimentos, os acionistas podem aprovar o não pagamento de dividendos. Se essas companhias conseguirem mostrar a sua necessidade de recursos para o crescimento esperado, podem aprovar em AGO o não pagamento ou o pagamento menor, ou ainda, pagar o dividendo e fazer uma subscrição para a recomposição, como fazem algumas companhias, deixando que o investidor decida se usa esse recurso em outra opção ou reaplica na própria companhia.

O crescimento das companhias brasileiras não tem sido prejudicado na sua grande maioria, inclusive elas pagam, em muitos casos, mais que os 25% e continuam a crescer de acordo com os seus planejamentos, se financiando também por outras formas.

---

<sup>5</sup> Disponível em: <<https://www.cnnbrasil.com.br/business/bolsonaro-diz-que-conversou-com-lira-sobre-taxar-dividendos-para-bancar-auxilio/>>; acesso em 24 de nov. de 2022.

<sup>6</sup> Disponível em: <<https://www.cnnbrasil.com.br/politica/lula-volta-a-defender-taxacao-de-dividendos-de-empresas-e-reajuste-do-ir/>>; acesso em 24 de nov. de 2022.

<sup>7</sup> LOPES, Luiz Martins; DE VASCONCELLOS, Marco Antonio Sandoval [coord.]. Manual de macroeconomia: básico e intermediário. 3ª edição. São Paulo: Atlas, 2008. p. 239 e ss.

Lembramos que o capital integralizado de investidores tem custo sim, e não é só por conta do dividendo.  $\text{Custo de Capital Próprio} = \text{Taxa Risk Free} + \text{Prêmio de Risco de Mercado} + \text{Risco da Companhia em Relação ao Mercado}$ . O Custo de Capital Próprio é maior que o de Capital de Terceiros e muitas companhias se financiam com parte de Capital de Terceiros para se alavancarem. Portanto, cada companhia administra a proporção de Capital Próprio e de Terceiros, de acordo com sua visão de alavancagem adequada ao seu conforto.

Dessa forma, a política legal de dividendo obrigatório não parece ser um entrave à evolução do mercado de capitais, muito ao contrário. Aliás, é notória a intenção da Lei nº 6.404, de 1976, em fortalecer o mercado de capitais, e a previsão de dividendo mínimo obrigatório, como visto, foi um dos instrumentos previstos para esse fortalecimento.