

O LUCRO E A TRÍPLICE FRONTEIRA ENTRE O DIREITO SOCIETÁRIO, DIREITO TRIBUTÁRIO E A CONTABILIDADE – PARTE I

Luciana Ibiapina Lira Aguiar

Mestre em Direito Tributário pela FGV. Bacharel em Ciências Econômicas e Ciências Contábeis. Advogada.

SUMÁRIO: 1 Introdução 2 Direitos econômicos e as diversas teorias que os cercam 2.1 Políticas de *payout*: finanças, tributação e outros que tais 3 Resultados sociais e sua destinação 3.1 Dividendo mínimo obrigatório: art. 202 da LSA 3.2 Reserva estatutária para equalização de dividendos 3.3 Distribuição de dividendos em períodos inferiores ao exercício social: art. 204 da LSA 3.4 Juros sobre o capital próprio como parte incremental da política de *payout* 3.5 Outras destinações e a distribuição de dividendos a partir de saldos em reservas de lucros 4 Conclusão 5 Referências.

RESUMO: Neste artigo se verá que o estudo sobre a destinação do lucro é um dos significativos exemplos de situação em que conhecer apenas a lei societária ou a lei tributária ou a contabilidade não é o bastante para pensar estrategicamente sobre como atrair e reter uma base de acionistas por meio de política de pagamento de proventos (dividendos e JCP). Neste tema, compreender as inferências que decorrem dessas três áreas e levá-las em consideração propicia condições mais adequadas para o processo decisório no que tange à política de *payout*.

PALAVRAS-CHAVE: Lucro. *Payout*. Finanças. Tributação. Lei 6.404/1976.

1 INTRODUÇÃO

Desde o início de 2008, com a edição da Lei 11.638/2007 temos visto cada vez mais iniciativas que relacionam o Direito e a Contabilidade, campos distintos de conhecimento que se uniram no termo Direito Contábil¹, que dá o nome a esta **Revista**.

1. Conforme Edison Fernandes, coordenador desta **Revista** e autor de **Direito e contabilidade: fundamentos do direito contábil** (São Paulo: Trevisan, 2015), que responde afirmativamente sobre a existência de um Direito Contábil.

Direito Contábil consiste no conjunto de normas jurídicas que disciplinam a escrituração contábil, notadamente, a Lei 6.404/1976² (LSA), o Código Civil³ e as regras infralegais emitidas, a partir de 2008, em função do poder delegado ao Comitê de Pronunciamentos Contábeis⁴ (CPC) e às respectivas autoridades responsáveis por normatizar e fiscalizar a aplicação das regras de elaboração das Demonstrações Financeiras, incluindo a Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Apesar dos movimentos nascidos a partir de 2008, a aproximação do Direito e da Contabilidade não é algo novo. Ao contrário, temos evidências disso nas clássicas obras de José Luiz Bulhões Pedreira⁵, que participou dos projetos da Lei 6.404/1976 e do Decreto-lei 1.598/1977. Os julgados do Conselho Administrativo de Recursos Fiscais (CARF), assim como os precedentes da CVM, também ilustram o que se afirma. Em ambos os casos é possível localizar situações que envolvem a tributação e a Contabilidade ou o Direito Societário e a Contabilidade.

Existe, no entanto, um ponto no qual o Direito Tributário, o Societário e a Contabilidade se encontram: o momento da destinação de resultados sociais. A tríplice fronteira, título deste artigo, é formada precisamente no ponto em que deve haver uma decisão sobre a destinação do lucro gerado por uma companhia, apurado de acordo com as normas contábeis e distribuído de acordo com a legislação societária. A decisão acaba por sofrer influência das normas tributárias, como se verá a seguir.

A parcela dos lucros a ser distribuída em forma de proventos – dividendos e juros sobre o capital próprio (JCP) – dentro dos parâmetros legais está sujeita às deliberações sociais, havendo, portanto, alguma flexibilidade para a elaboração de política de pagamento de proventos da forma julgada mais conveniente, conhecida como “política de *payout*”⁶ e objeto deste estudo.

-
2. Referimo-nos ao Capítulo XV (Exercício Social e Demonstrações Financeiras), que tem início no art. 175 da LSA.
 3. Arts. 1.179 e seguintes.
 4. A Lei 11.638/2007, ao alterar o art. 177 da Lei 6.404/1976, atribuiu à CVM poderes para expedir normas contábeis de observância obrigatória para as companhias abertas, as quais, a partir de então, passaram a ser elaboradas em consonância com os padrões internacionais de contabilidade (IFRS). A CVM, por sua vez, foi autorizada pelo art. 5º da Lei 11.638/2007, a celebrar convênio com entidade que tivesse por objeto o estudo e a divulgação de princípios, normas e padrões de contabilidade e de auditoria, no caso, o CPC.
 5. Referimo-nos às obras **Imposto sobre a renda: pessoas jurídicas** (Rio de Janeiro: Justec, 1979) e **Finanças e demonstrações financeiras da companhia** (Rio de Janeiro: Forense, 1989).
 6. A *payout policy* é termo utilizado para designar as maneiras pelas quais as empresas retornam capital para seus investidores de capital. Conferir: KALAY, Avner; LEMMON, Michael. **Handbook of empirical corporate finance**. Disponível em: <<https://www.sciencedirect.com/topics/social-sciences/payout-policy>>. Acesso em: 11 mar. 2022.

Importante destacar que, pelo fato de o tema ser muito abrangente e ao mesmo tempo ter diversos aspectos que merecem atenção, o estudo está dividido em duas partes. Este artigo é a primeira delas, na qual serão apresentadas as teorias sobre direitos econômicos de acionistas e onde serão analisadas as principais alternativas legais que contribuem para que uma política de pagamento de proventos seja feita de maneira mais eficiente, considerando o cenário de companhias abertas.

2 DIREITOS ECONÔMICOS E AS DIVERSAS TEORIAS QUE OS CERCAM

Um investidor pode escolher entre investir no Brasil ou no exterior. Dentro do Brasil, no entanto, ele também pode escolher comprar títulos públicos, títulos privados, ações, cotas de fundos de investimento, entre outras possibilidades no mercado financeiro e no mercado de capitais, ou, até mesmo, atuar fora desses mercados, investindo em imóveis, por exemplo. Há, portanto, uma espécie de concorrência pela alocação de recursos.

Sabendo disso, as companhias buscam elaborar políticas de pagamento de proventos que contribuam para atrair e manter uma sólida base de acionistas. Por essa razão, alguns indicadores relacionados aos dividendos são acompanhados por investidores que elegem como alocar seus recursos utilizando essas informações. Citam-se: (i) o *dividend yield*, que representa a porcentagem de ganho em relação ao preço da ação (dividendo por ação/preço da ação); e (ii) o *dividend payout*, que demonstra o quanto do lucro líquido foi distribuído aos acionistas (dividendos totais/lucro líquido ou dividendo por ação/lucro por ação).

Os estudos sobre políticas de remuneração aos acionistas mostram que o retorno líquido esperado e os riscos inerentes a cada tipo de investimento são elementos importantes na definição da alocação de capital por um investidor, principalmente no caso de investimentos financeiros. A incidência tributária sobre os retornos brutos é parte dessa equação. Além da visão do investidor, a proposta de dividendos requer que seja decidido quanto do lucro gerado por uma sociedade deve ser distribuído a seus acionistas e quanto deve ser retido para financiar as suas atividades⁷⁻⁸, por isso, a estratégia de distribuição precisa ser harmônica com os planos da companhia, como se verá adiante.

7. LOSS, L.; SARLO NETO, A. Política de dividendos, na prática, é importante? **Revista de Contabilidade e Finanças**, edição comemorativa, p. 39-53, 2003.

8. BUENO, A. F. **Análise empírica do *dividend yield* das ações brasileiras**. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2000. p. 23.

2.1 Políticas de *payout*: finanças, tributação e outros que tais

A política de *payout* é um dos instrumentos utilizados para reduzir o conflito de agência⁹, tema seminal da governança corporativa. De acordo com a literatura, o pagamento de dividendos pode reduzir os conflitos de agência entre os gestores (agentes) e os acionistas (principais), partindo da premissa de que uma menor retenção de lucros sociais reduz os fundos discricionários à disposição dos administradores e, por consequência, a possibilidade de uso desses fundos em projetos que não atendam aos interesses dos acionistas¹⁰.

O mesmo raciocínio se aplica a empresas com elevada concentração da propriedade e do controle, cenário muito comum no Brasil. Nessa relação, o conflito se dá entre acionista controlador e minoritários. Mas não é só sobre governança. Os estudos sobre política de *payout* se originam em escolas de finanças, de contabilidade e de direito, sob enfoques distintos e complementares. A seguir alguns tópicos que ilustram isso.

• A influência do *payout* na percepção de valor da companhia

Uma pesquisa sobre o impacto da política de dividendos no valor das empresas portuguesas¹¹ evidenciou que uma política mais generosa tem impacto positivo sobre o valor de mercado das ações, razão para que o *dividend yield* por ação seja uma variável importante para explicar o valor da empresa. Os resultados associados dessa e de diversas outras pesquisas¹² permitem concluir que as companhias que pagam menos dividendos tendem a perder valor e atratividade para a negociação no mercado de capitais.

-
9. Jensen e Meckling definem uma relação de agência como um contrato no qual uma pessoa (ou mais), o principal, emprega outra pessoa (ou mais de uma), o agente, para executar em seu nome um serviço que implica a delegação de algum poder de decisão do principal ao agente.
 10. Encampam essa tese: Jensen; Meckling; Easterbrook; Lang; Litzenbarger entre outros citados por RODRIGUES, Regiane Lopes; AMBROZINI, Marcelo Augusto. Teoria de agência e política de dividendos: evidências nas empresas brasileiras de capital aberto no período de 2000 a 2013. Disponível em: <https://www.anpec.org.br/encontro/2015/submissao/files_/i8-f90911134fba2873b10acdef2d32bbe.pdf>. Acesso em: 14 mar. 2022.
 11. PIRES, José Antônio Macedo Veiga. Impacto da política de dividendos no valor das empresas portuguesas do índice PSI20. Disponível em: <<https://sapientia.ualg.pt/bitstream/10400.1/8044/1/TESE%20DE%20MESTRADO.%20Jpires%20%282%29.pdf>>. Acesso em: 14 mar. 2022.
 12. Nesse sentido, cita-se a título de exemplo: POTERBA, James M.; SUMMERS, Lawrence H. Dividend taxes, corporate investment, and "Q". **Journal of Public Economics**, v. 22, n. 2, p. 135-167, Nov. 1983.

- Influência da tributação nas escolhas sobre a política de *payout*

A tributação influencia a política de *payout*. Essa é a conclusão da pesquisa¹³ que analisou o cenário brasileiro no período de 1997 a 2018, bem como o cenário mexicano após a introdução de norma para a tributação dos dividendos. Os resultados corroboram o entendimento trazido pelas teorias do Efeito Clientela¹⁴ e da Preferência Tributária¹⁵ de que as políticas de proventos são impactadas pelos efeitos fiscais e influenciam na escolha do investidor em relação à alocação de seus recursos. A pesquisa observou, por exemplo, queda no *payout* das empresas mexicanas após o aumento na tributação de dividendos em 2014, indicando que a tributação produziu impactos na política de proventos das empresas.

Na mesma direção estão as conclusões contidas em outra pesquisa¹⁶: as mudanças na legislação tributária têm uma influência significativa sobre o pagamento de dividendos, o que foi constatado a partir da análise de 672 companhias brasileiras, de 1986 a 2011, período em que a legislação tributária aplicável experimentou mudanças importantes.

Outro artigo¹⁷, a partir da realidade francesa, demonstrou uma queda brusca no pagamento de dividendos após a reforma tributária de 2013, que aumentou quase três vezes a alíquota do imposto sobre dividendos. O estudo também indicou que a queda no pagamento de dividendos resultou em maior concentração de caixa nas empresas, razão para o alerta sobre a possibilidade de redução de valor das companhias e da capacidade de produção, no longo prazo, em função da piora na percepção do investidor sobre a alocação de capital e capacidade de retorno.

O estudo francês está associado a um cenário no qual a política de *payout* é mais agressiva, diferentemente do que ocorre no Brasil, onde o histórico de retenção de resultados sociais é marcante a ponto de a lei das sociedades anônimas

13. GARBIN, Janaina Fernanda Bórmio Ruffini. **Política de distribuição de proventos e tributação**. Dissertação (Mestrado) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2020.

14. A teoria do efeito clientela preconiza que os investidores são direcionados a aplicar seus recursos em firmas com políticas de dividendos adequadas às suas preferências; tal escolha consideraria as características de seus fluxos de caixa pessoais ou corporativos.

15. A teoria da preferência tributária centra-se na argumentação de que, havendo diferença entre a tributação sobre ganhos de capital e dividendos, os acionistas tenderão a ficar com a opção menos onerosa do ponto de vista tributário.

16. ZAGONEL, Timóteo; SOARES, Paulo Renato; PASUCH, Diogo Favero. Taxation, corporate governance, and dividend policy in Brazil. Disponível em: <<https://www.scielo.br/jj/rmj/a/SwK-t7WncW5tBxMd5XFPT8dz/?lang=en>>. Acesso em: 14 mar. 2022.

17. MATRAY, Adrien. Taxing corporate dividends can stimulate investment and reduce the misallocation of capital. Disponível em: <<https://voxeu.org/article/taxing-corporate-dividends-can-stimulate-investment-and-reduce-misallocation-capital>>. Acesso em: 15 mar. 2022.

(LSA – Lei 6.404/1976) determinar um percentual mínimo de distribuição dos resultados sociais, de forma a evitar que fiquem integralmente retidos.

Em 2021, diversas reportagens¹⁸ especularam sobre a possibilidade de mudanças no pagamento de dividendos em função da “ameaça” de aumento da carga tributária, percebida a partir da tramitação do Projeto de Lei 2.337/2021, que propõe revogar a isenção tributária sobre dividendos, vigente desde 1996.

A notícia de que os proventos distribuídos pelas empresas, até meados de dezembro de 2021, superavam em 68%¹⁹ o valor distribuído em 2020 evidencia como a questão tributária pode influenciar, e na prática influenciou, o processo de tomada de decisão sobre o destino dos lucros das companhias, já afetado por uma carga tributária corporativa tão elevada.

• Perfil de política de *payout* preferida por *stakeholders* e fatores que influenciam a decisão de distribuição de dividendos/JCP

Os resultados de pesquisas sugerem que as empresas privilegiam política de dividendos constante e moderada. De acordo com Lintner²⁰, o pagamento de dividendos tende a se dar em função do histórico de pagamento no passado, posto que, de acordo com pesquisas empíricas, os acionistas não só preferem como valorizam taxas de *payout* mais estáveis.

Para os investidores, a escolha de ações a incluir em suas carteiras leva em consideração o histórico do *payout* líquido de tributação. No que se refere aos formuladores de políticas de pagamento de proventos, investimentos e estratégias de financiamento das atividades da companhia são fatores essenciais que precisam ser ponderados. Em resumo, os estudos analisados²¹ relacionam, como aspectos críticos para a decisão de distribuição de proventos, o que segue:

-
18. Cita-se a título ilustrativo: Empresas estudam esvaziar o caixa para evitar pagar dividendo com imposto em 2022. **Folha de S.Paulo**. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2021/07/empresas-estudam-esvaziar-o-caixa-para-evitar-pagar-dividendo-com-imposto-em-2022.shtml>>. Acesso em: 4 mar. 2022.
 19. Disponível em: <<https://www.infomoney.com.br/onde-investir/conheca-as-melhores-pagadoras-de-dividendos-de-2021-proventos-chegam-a-r-200-bilhoes-no-ano-e-ja-sao-recorde/>>. Acesso em: 4 mar. 2022.
 20. LINTNER, J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. **Papers and Proceedings of the Sixty-Eighth Annual Meeting of the American Economic Association**, v. 46, n. 2, p. 97-113, 1956.
 21. Os estudos estão descritos na dissertação apresentada por Daniel Camarotto Mota (**Dividendos, juros sobre capital próprio e recompra de ações**: um estudo empírico sobre a política de distribuição no Brasil. Dissertação [Mestrado em Administração de Empresas] – Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2007). Disponível em: <<http://hdl.handle.net/10438/2311>>. Acesso em: 14 mar. 2022.

- a. disponibilidade de fluxo de caixa livre para distribuição;
- b. estabilidade de fluxo de caixa livre, no longo prazo, de forma a estabelecer uma política de dividendos sustentável e estável ao longo dos anos;
- c. gestão do nível de endividamento da companhia;
- d. oportunidades de investimento;
- e. preocupação com a governança corporativa, no sentido de usar a política como forma de minimizar o conflito de agência entre controlador e minoritários;
- f. tributação e diferença na carga tributária entre as formas de disponibilizar caixa a acionistas, considerando o pagamento de dividendos, o pagamento de JCP e a possibilidade de recompra de ações pela própria companhia.

Como se vê, diversos fatores estão intimamente relacionados nesse processo de decisão. O financiamento das atividades das companhias pode vir do caixa gerado em suas atividades (lucro realizado financeiramente), de fontes externas a título de empréstimos e financiamentos (dívida) ou de novos aportes de capital, como operações de *follow on* para as companhias abertas ou abertas de capital (IPO) para as fechadas. A gestão de caixa pode ser causa e consequência, portanto, das estratégias utilizadas nas políticas de *payout* que podem ser reguladas para preservar caixa na companhia ou para gerar caixa para a companhia a um custo mais baixo.

Conforme pesquisa contratada pela Anbima (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais)²², o aquecimento do mercado de capitais resulta no alívio do financiamento via bancos públicos (ex.: BNDES) a taxas subsidiadas e tem o poder de aumentar o PIB *per capita* (a variação de 1% no mercado de capitais tem impacto médio de 0,3% no PIB *per capita*).

Considerando todo o exposto, percebe-se quão complexo é o processo de destinação dos lucros sociais, de forma a manter o equilíbrio entre todos os interesses dos acionistas e das companhias. A política de *payout* se presta a estabelecer essas diretrizes e, segundo o código de melhores práticas de governança corporativa²³, deve respeitar as características econômico-financeiras do negócio, como geração de caixa e necessidade de investimentos, e ser divulgada para conhecimento de todos os interessados. Tal procedimento permite a redução da assimetria de informação, melhor avaliação para fins da tomada

22. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/data/files/1A/D4/9B/D8/1845661086B1AE5678A80AC2/ImpactoSocio_ANBIMA_AccentureVF.pdf>. Acesso em: 4 mar. 2022.

23. GRUPO DE TRABALHO INTERAGENTES. **Código brasileiro de governança corporativa**: companhias abertas. São Paulo: IBGC, 2016.

de decisões de investimento, contribuindo para a geração de valor e redução do custo de captação da companhia.

Ainda segundo o IBGC, a "política de destinação de resultados deve propiciar a distribuição do máximo possível aos acionistas sem comprometer os investimentos necessários para a persecução adequada do objeto social". É recomendável que essa política preveja a periodicidade de pagamentos de proventos e o "**parâmetro de referência** a ser utilizado para a definição do respectivo montante (percentuais do lucro líquido ajustado e do fluxo de caixa livre, entre outros)"²⁴.

Ao ser estabelecida e divulgada, essa política sinaliza para os acionistas e o mercado em geral quais serão as linhas mestras que deverão nortear a proposta acerca da destinação dos resultados sociais da companhia. Na essência, a política representa uma espécie de "plano de ação" a ser observado em relação à distribuição de proventos (lucros ou JCP) apurados em determinadas circunstâncias.

A política, que deve ser feita sempre em conformidade com a LSA, implica orientação com caráter mandatório para os órgãos da administração responsáveis quando elaborarem propostas para a distribuição de dividendos ou para a constituição de reservas a serem ratificadas (ou não) em assembleia de acionistas, ou, ainda, para deliberarem sobre a distribuição de dividendos, caso o Estatuto Social tenha atribuído ao Conselho de Administração essa prerrogativa.

Obviamente, o caráter mandatório da política é relativizado diante de restrições legais ou normativas que se impuserem diante de fatos. A política pode prever, por exemplo, a distribuição de proventos em determinados parâmetros, mas essa previsão nunca prevalecerá frente à necessidade de absorção prioritária de prejuízos, nos termos definidos pela LSA. Também não é possível que a política estabeleça a alocação de parte dos resultados para uma "reserva de lucros" que não esteja prevista e regulada no estatuto social da companhia.

A seguir, passa-se a analisar a destinação dos lucros na legislação brasileira.

3 RESULTADOS SOCIAIS E SUA DESTINAÇÃO

Ao destinar um capítulo específico (Capítulo XVI) para determinar parâmetros legais rigorosos para a destinação dos lucros do período, a LSA busca impedir sua retenção de forma aleatória, injustificada ou sem finalidade específica, de

24. GRUPO DE TRABALHO INTERAGENTES. **Código brasileiro de governança corporativa: companhias abertas**. São Paulo: IBGC, 2016.

modo a evitar que acionistas minoritários sejam lesados em seu direito fundamental de participar dos lucros (art. 109)²⁵.

Ocorre que a legislação que atribui personalidade jurídica à sociedade também lhe atribui autonomia patrimonial. Essa autonomia é representada legal e contabilmente por meio do Patrimônio Líquido (PL) que, de acordo com o CPC 00 (R2)²⁶, consiste na participação residual dos investidores nos ativos de uma entidade após a dedução de todos os seus passivos (item 4.63).

A LSA divide o PL em capital social, reservas de capital, ajustes de avaliação patrimonial, reservas de lucros, ações em tesouraria e prejuízos acumulados. O art. 182 da LSA explica em maiores detalhes o que deve ser registrado em cada uma das rubricas que retratam contabilmente as relações jurídicas estabelecidas entre a sociedade e seus acionistas. Importa mencionar que a extinção²⁷ da possibilidade de manutenção de saldos na conta "lucros acumulados", veio para demonstrar que lucros não devem ser acumulados no patrimônio da sociedade de forma indiscriminada.

A LSA mantém, no entanto, alternativas legais que estabelecem um balanço entre a distribuição total dos lucros aos acionistas, em forma de dividendos, e a necessidade de garantir condições financeiras para a continuidade da sociedade em respeito à sua autonomia patrimonial. Em linhas gerais, as disposições da LSA estabelecem que:

- a. uma parcela do lucro do exercício deve ser distribuída em forma de dividendos mínimos obrigatórios. O estatuto social pode fixar critérios próprios para pagamento do dividendo mínimo obrigatório, mas, se não o fizer, a distribuição do percentual legal deverá ser observada (art. 202);
- b. a constituição da reserva legal é obrigatória até o valor de 20% do capital social e tem por finalidade assegurar a integridade do capital social, razão pela qual ela somente pode ser utilizada para compensar prejuízos ou aumentar o capital (art. 193);
- c. na proteção da integridade patrimonial da companhia, podem ser constituídas outras reservas, tais como a reserva para contingências (art. 195), a reserva de lucros a realizar (art. 197) e a reserva de retenção de lucros para orçamento de capital (art. 196), todas previstas em situações específicas descritas nos respectivos dispositivos;

25. Processo Administrativo CVM RJ 2001/12367.

26. Aprovado pela Deliberação CVM 835. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?id=80>>. Acesso em: 6 mar. 2022.

27. A partir da vigência da Lei 11.638/2007.

- d. o estatuto social pode prever, adicionalmente, a constituição de reservas estatutárias, desde que sejam devidamente justificadas (arts. 194, 198 e 199), e que sejam fixados limites máximos, indicando suas finalidades de modo preciso e completo;
- e. a constituição de reservas, em detrimento da distribuição de dividendos, deve ter limites máximos definidos e ser justificada, no melhor interesse da companhia (arts. 193, 194, 198 e 199);
- f. a deliberação por reter e não pagar dividendos, em valor inferior ao mínimo obrigatório, só pode ocorrer se a situação financeira da companhia for incompatível com a referida distribuição (art. 202, § 4º). Por ser uma situação extraordinária, deve ser examinada pelos órgãos de controle e, no caso das companhias abertas, seus administradores devem encaminhar à CVM a justificativa da informação transmitida à assembleia.
- g. a ausência de destinação de lucros resulta na obrigação de distribuição de todo o lucro disponível (§ 6º do art. 202);
- h. uma vez declarados, os dividendos devem ser pagos no prazo de 60 dias, salvo deliberação em contrário (art. 205); e
- i. os dividendos devem ser quantificados após a dedução dos lucros, os prejuízos acumulados e a provisão para o Imposto sobre a Renda (art. 189), bem como a parcela destinada à reserva legal.

A leitura sistemática dos dispositivos citados permite inferir que o destino natural dos lucros sociais é a sua distribuição aos acionistas, em forma de dividendos. Contudo, esse direito essencial, como já observado, deve ser sopesado para preservar a continuidade indeterminada da companhia em homenagem à intangibilidade do capital²⁸.

Resume-se assim a ponderação requerida pela LSA e que deve ser considerada pelos administradores diligentes quando da formulação das políticas de *payout* e das propostas de destinação dos resultados:

- (i) o recebimento dos direitos econômicos é um dos valores fundamentais tutelados pela LSA. A lei estabelece limites que visam a garantir o seu pagamento e não o contrário; e
- (ii) o direito essencial aos dividendos deve ser sopesado com outros princípios também tutelados, notadamente a intangibilidade do capital. A proposta de distribuição de dividendos deve sempre considerar e evidenciar a

28. Conjunto de regras que visa a garantir a preservação do capital social.

preocupação quanto à preservação da higidez financeira e patrimonial da companhia.

Respeitadas as balizas acima mencionadas, as companhias podem fazer, e na prática fazem, políticas de *payout* com diferentes estratégias, mas sempre com o mesmo objetivo geral: garantir que a companhia seja um investimento atrativo para investidores e potenciais investidores.

A política de *payout* contempla não apenas o pagamento de dividendos, mas também a possibilidade de remuneração de acionistas via JCP, nos termos definidos pela Lei 9.249/1995. Na sequência, serão comentados alguns aspectos relevantes da lei societária que precisam ser conhecidos e bem manejados, de forma a contribuir para que os objetivos dessas políticas possam ser atendidos.

3.1 Dividendo mínimo obrigatório: art. 202 da LSA

A LSA estabelece a distribuição de dividendo obrigatório nos termos definidos no estatuto social ou, se esse for omissivo, a importância será determinada de acordo com as disposições contidas no referido artigo, que podem ser resumidas de acordo com a seguinte fórmula:

Lucro líquido do exercício

(-) parcela para constituição da reserva legal

(+/-) reversão/constituição de reservas para contingências

(=) base dos dividendos mínimos obrigatórios

O mesmo artigo prevê que o dividendo mínimo obrigatório **pode** deixar de ser distribuído ou pode ser distribuído por valor inferior ao determinado no estatuto social, quando não houver lucro realizado financeiramente em montante suficiente (art. 202, II). Nesse caso, a parcela não distribuída será destinada à reserva de lucros a realizar.

A aferição do lucro não realizado financeiramente considera o resultado líquido positivo da equivalência patrimonial (art. 197, I) e lucro/rendimento/ganho líquido auferido em função de alienação ou contabilizado em função do valor de mercado de ativos e passivos, cujo prazo de realização ocorra após o término do exercício social seguinte (art. 197, II). Não se trata, portanto, de um conceito de "lucro realizado", mas de uma regra com margens bem definidas e que novamente traçam os limites entre os princípios da intangibilidade do capital e o direito aos dividendos de forma bem clara.

A lei também determina que o dividendo obrigatório pode deixar de ser distribuído quando os órgãos da administração informarem à assembleia ser ele incompatível com a situação financeira da companhia (art. 202, § 4º). Essa saída conferida visa a evitar o comprometimento da gestão financeira da entidade, mas só é aplicável se estiverem presentes as condicionantes legais.

As parcelas dos lucros não distribuídas, a título de dividendo mínimo obrigatório, são destinadas à constituição de reserva especial que deve ser distribuída, na primeira oportunidade, ou utilizada para absorver prejuízos, conforme expressamente previsto na LSA.

A LSA também viabiliza maior discricionariedade na administração do binômio de princípios às companhias abertas que não negociem ações no mercado de capitais direta ou indiretamente²⁹, sendo essa uma prerrogativa atribuída, exclusivamente, à assembleia geral e que precisa da unanimidade dos acionistas presentes para ser aprovada, demonstrando preocupação com os direitos dos minoritários.

Assim, é possível concluir que a LSA traça parâmetros muito bem definidos que, ao menos em tese, deveriam ser suficientes para evitar a retenção dos lucros sociais sem qualquer justificativa. No caso de necessidade de retenção, a lei requer que essa seja feita exclusivamente em benefício da companhia. A lei leva o direito ao recebimento de dividendos tão a sério que determina, minuciosamente, a obrigação de pagá-los e as justificativas para não os pagar de imediato, que, em última análise, convergem sempre para a expectativa de garantir a subsistência da fonte de geração de futuros dividendos.

Dada a peculiaridade brasileira, foi emitida uma norma interpretativa por parte do CPC, sem correlação com as Normas Internacionais de Contabilidade: a Interpretação Técnica ICPC 08 (R1) (ICPC 08) – Contabilização da Proposta de Pagamento de Dividendos. A ICPC 08 concluiu que o dividendo mínimo obrigatório atende à condição de obrigação presente na data das demonstrações contábeis, mesmo não ocorrendo a deliberação assemblear em momento posterior à data do balanço, com fundamento no Pronunciamento Contábil 25 (CPC 25) que determina que um passivo deve ser reconhecido quando a entidade não tenha outra alternativa realista senão liquidar a obrigação.

Apesar de reconhecer que a assembleia é soberana em suas deliberações, a ICPC 08 também reconheceu que, no que toca ao dividendo mínimo obrigatório,

29. Companhias abertas exclusivamente para a captação de recursos por debêntures não conversíveis em ações; companhias fechadas, exceto nas controladas por companhias abertas que não se enquadrem na condição prevista no inciso I.

os limites são tão estreitos que ao menos essa parcela deve ser reconhecida desde logo como uma obrigação na data do encerramento do exercício social.

3.2 Reserva estatutária para equalização de dividendos

Na linha de estabelecer políticas de *payout* que permitam maior previsibilidade aos acionistas e considerando que o resultado anual é algo incerto, algumas companhias buscam inserir, em seus estatutos sociais, a possibilidade de criação de reserva denominada "reserva para equalização de dividendos".

A reserva para equalização de dividendos tem por objetivo influenciar diretamente a estratégia da companhia quanto à remuneração de acionistas, atribuindo maior regularidade no fluxo de pagamento de dividendos, tornando-o um pouco menos exposto a resultados positivos ou negativos extraordinários ou não recorrentes.

Isso significa dizer que a companhia que aprove em seu estatuto social essa reserva fica autorizada a destinar parte de lucros extraordinários de determinados anos para distribuição em períodos em que os lucros não sejam suficientes para atingir o retorno financeiro esperado pelos acionistas. Dessa forma, o fluxo de retornos tende a ser mais constante e previsível.

A reserva também contribui para harmonizar a política de dividendos e o planejamento financeiro estratégico visando à redução do nível de endividamento ou à sua manutenção nos níveis considerados seguros e adequados para a companhia. É, portanto, um instrumento útil para viabilizar a política mais valorizada pelos acionistas, qual seja, a estabilidade no fluxo de *payout*.

No Brasil, essa estratégia já está em uso por algumas companhias. É o caso por exemplo, da Duratex, da Itaúsa, do Itaú-Unibanco³⁰, do BB Seguridade³¹ e da CCR Rodovias. No exterior, é possível citar a British Petroleum³².

30. Itaú-Unibanco: "17.1. A Reserva para Equalização de Dividendos será limitada a 40% do valor do capital social e terá por finalidade garantir recursos para pagamento de dividendos, inclusive na forma de juros sobre o capital próprio (item 16.2), ou suas antecipações, visando manter o fluxo de remuneração aos acionistas, sendo formada com recursos: a) equivalentes a até 50% do lucro líquido do exercício, ajustado na forma do art. 202 da Lei nº 6.404/76; b) equivalentes a até 100% da parcela realizada de Reservas de Reavaliação, lançada a lucros acumulados; c) equivalentes a até 100% do montante de ajustes de exercícios anteriores, lançado a lucros acumulados; d) decorrentes do crédito correspondente às antecipações de dividendos (16.1)".

31. "Reserva para Equalização da Remuneração de Capital, com a finalidade de garantir recursos para pagamento de dividendos, inclusive na forma de juros sobre o capital próprio ou suas antecipações, limitada a 80% do valor do capital social, sendo formada com recursos: a) equivalentes a até 50% do lucro líquido do exercício; e b) decorrentes do crédito correspondente às antecipações de dividendos".

32. Memorandum and articles of Association of BP P.L.C. Disponível em: <<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/313807/000119312504110485/dex1.htm>>. Acesso em: 14 mar. 2022.

É importante destacar que, como qualquer reserva de lucros, a reserva para equalização de dividendos deve obedecer ao previsto no art. 194 da LSA, ou seja, o estatuto da companhia deve contemplar a sua finalidade, os critérios fixados para definir a parcela dos lucros líquidos que serão destinados para sua constituição e o seu limite máximo. Adicionalmente, os dividendos pagos à conta da reserva para equalização de dividendos estão submetidos ao disposto no art. 189 da LSA, ou seja, havendo prejuízo no exercício, este será obrigatoriamente absorvido, nessa ordem, pelos lucros acumulados, pelas reservas de lucros e pela reserva legal.

Por fim, essa reserva não pode limitar a distribuição de dividendos de forma desarrazoada. A CVM já teve a oportunidade de avaliar o tema, concluindo que a reserva estatutária "capaz de transformar os dividendos mínimos em dividendos máximos"³³ é ilegal.

3.3 Distribuição de dividendos em períodos inferiores ao exercício social: art. 204 da LSA

Em relação ao período de apuração dos lucros, a LSA define três tipos de declaração de dividendos intermediários:

- (a) dividendos semestrais: calculados a partir do lucro apurado com base no balanço do semestre encerrado relativo ao exercício em curso (art. 204, *caput*);
- (b) dividendos correspondentes a período inferior a um semestre: calculados a partir do lucro apurado com base nos balanços relativos ao exercício em curso, em períodos inferiores a um semestre, desde que os valores não excedam o saldo de reserva de capital³⁴ existente (art. 204, § 1º);
- (c) dividendos calculados a partir de lucros de períodos passados (lucros acumulados ou reservas de lucros (art. 204, § 2º).

O pagamento de dividendos intermediários deve ser precedido do levantamento regular de balanço que permita aferir, com precisão, o lucro líquido do

33. Processo CVM RJ 2004/2684.

34. Veja-se que à época da redação do art. 204 da LSA atualmente vigente, a reserva de incentivos fiscais era uma reserva de capital, assim como reserva de prêmio na emissão de debêntures e, por conseguinte, prestava-se como parâmetro a distribuição de dividendos intermediários com periodicidade inferior a um semestre. Atualmente, conforme as normas contábeis, os valores decorrentes de subvenções de investimentos são registrados no resultado do exercício e posteriormente destinados à reserva de lucros, nos termos do já citado art. 195-A da LSA.

exercício em andamento, independentemente de sua aprovação por assembleia, observando que a CVM entende que as informações trimestrais se prestam a essa finalidade.

Também é necessária previsão estatutária para que o Conselho de Administração possa deliberar sobre o pagamento de dividendos.

É essencial que esse tipo de proposta também respeite o princípio da intangibilidade do capital social. Como explicado em sua própria exposição de motivos, a LSA busca facilitar o pagamento de dividendos intermediários, desde que observadas regras de prudência³⁵. A lei requer que a usual diligência seja reforçada em relação à distribuição de dividendos apurados, a partir de lucros auferidos no exercício em curso, tendo em vista a possibilidade de que um evento futuro e inesperado reverta os resultados intermediários positivos, colocando em risco o capital social da companhia.

Conforme a obra **Direito das companhias**³⁶, a solução encontrada pela LSA, foi usar a reserva de capital, considerada um "quase-capital social" como parâmetro para a distribuição de lucros intermediários. Assim "se os lucros distribuídos em períodos menores do que o semestre não excedem o montante das reservas de capital, o risco de perda do capital social é menor"³⁷.

Por meio do Processo Administrativo CVM RJ 2008/2535, caso mais emblemático sobre o tema, a CVM manifestou seu entendimento³⁸ no sentido de ser possível a utilização dos saldos da conta de reservas e lucro de exercício em andamento se apurados através de informações financeiras intermediárias, e que o conceito de "saldo de lucros", previsto na ICVM 10/1980, compreende todos os lucros apurados em qualquer balanço levantado pela companhia, seja ele trimestral, semestral ou do exercício.

Nesse processo, o Diretor Eliseu Martins manifestou, em seu voto, que, apesar de se tratar de deliberação legítima, a administração deve observar regras prudenciais. As práticas prudenciais por ele referidas foram base para a elaboração do Ofício Circular SEP 02/2015³⁹ que trouxe um elenco de condições

35. A exposição de motivos faz referência ao art. 205 da versão original da lei, atualmente renumerado para 204 (Exposição de Motivos n. 196, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis-decretos/anexos/EM196-Lei6404.pdf>>. Acesso em: 2 maio 2018).

36. Coordenada por Lamy Filho e Bulhões Pedreira (Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. II, p. 1.726).

37. LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Coord.). **Direito das companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. II, p. 1.727.

38. Vide também PAS CVM RJ2005/1443 e Processo Administrativo CVM RJ 2008/4587.

39. No mesmo ano foi editada a ICVM 567, que, em seu art. 7º, expressamente autorizou a utilização de resultado do exercício social em andamento desde que segregadas as destinações às reservas consideradas prioritárias para fins de recompra de ações pela própria emissora.

objetivas que devem ser observadas em caso de distribuição de dividendos intermediários a partir de lucros em formação:

- a) segregação de valores que, caso fosse final de exercício social, teriam que ficar apartados para cobertura de **reservas necessariamente constituíveis e dividendos obrigatoriamente exigíveis**, como as reservas legal, estatutárias e de lucros a realizar, bem como o montante que seria destinado aos dividendos fixos ou mínimo (inclusive cumulativos) e ao dividendo obrigatório;
- b) **outras eventuais retenções** necessárias **devem ser consideradas** para que o valor a ser utilizado para pagamento dos dividendos e das ações a recomprar esteja **totalmente lastreado em lucros realizados** (financeiramente disponíveis ou muito proximamente disponíveis);
- c) deve-se considerar o **passado da companhia quanto ao comportamento típico do resultado na fase restante do exercício social e uma projeção para o resultado do exercício social em andamento, a fim de que seja evidenciada toda a prudência que se espera da administração de uma companhia aberta nessa situação**. Se não vier a ser divulgada essa projeção pela Companhia, deve o Conselho de Administração declarar ter recebido todos esses dados e declarar-se confortável quanto à utilização dos valores pretendidos para a aquisição das ações próprias; e
- d) é vedada, em qualquer hipótese, a utilização do resultado do exercício em andamento **por conta de valores projetados de resultado**. (grifos nossos).

Somando-se os conteúdos dos dois parágrafos do art. 204 e fazendo a leitura integrada do dispositivo, é possível inferir que a companhia pode deliberar pela declaração e distribuição de dividendos intermediários em periodicidade inferior à semestral, desde que haja previsão estatutária, que sejam levantados balanços e que esteja configurada situação de patrimônio líquido que assegure que a distribuição não irá comprometer o capital social da companhia. É, ainda, recomendável a observância das cautelas mencionadas no Ofício Circular CVM/SEP 2/2015.

A declaração de dividendos intermediários à conta de reservas de lucros existentes no último balanço anual ou semestral não está sujeita aos mesmos parâmetros/limites objetivos, tornando-se alternativa mais maleável para políticas de distribuição trimestral de dividendos.

Por fim, a ICPC 08 determina que, obedecidos o estatuto e a lei, será definitiva a deliberação da administração sobre o pagamento de dividendos intermediários, pois a previsão estatutária já significa a aprovação assemblear. O valor declarado dessa forma, portanto, se converte em obrigação, nos termos do CPC 25 e do CPC 00 (R2).

3.4 Juros sobre o capital próprio como parte incremental da política de *payout*

Os juros sobre o capital próprio (JCP) foram originalmente previstos em 1940, mas como a Lei 4.506/1964 (art. 49) estabeleceu que esse tipo de remuneração seria indedutível como custo ou despesa, na prática, o instituto foi pouco utilizado até 1995⁴⁰, quando da edição da Lei 9.249/1995. A nova norma entendeu os JCP como forma complementar de remuneração ao acionista, que passou a ser considerada despesa, para fins de IRPJ e CSL, desde que calculada com base na taxa de juros de longo prazo (TJLP) e desde que respeitados os limites de dedutibilidade nela previstos.

A norma tributária atribuiu natureza de despesa financeira ao JCP, entendimento evidenciado pelo próprio comando legal "deduzir" e por outros normativos. A CVM, por outro lado, sempre questionou o registrou contábil dos JCP pagos como despesa, posto que se trata de remuneração de acionistas. A Deliberação CVM 207/1996, já revogada, determinava que JCP pagos ou creditados pelas companhias abertas, deveriam ter tratamento similar ao atribuído aos dividendos, ou seja, contabilizados diretamente à conta de lucros acumulados, sem afetar o resultado do exercício. Atualmente, a Deliberação CVM 683/2012, que aprovou a ICPC 08, se refere aos JCP determinando que o tratamento contábil deve, por analogia, seguir o tratamento dado ao dividendo obrigatório (quando imputados a ele) e que o valor de tributo retido na fonte "não pode ser considerado quando se imputam os JCP ao dividendo obrigatório".

A divergência entre a Receita Federal do Brasil e a CVM, explicitada nos registros contábeis das companhias abertas, trouxe à baila a questão sobre a possibilidade de um mesmo instituto revelar naturezas distintas dos pontos de vista societário e tributário. A questão não é simples e a própria doutrina diverge quanto à natureza jurídica dos JCP.

Fábio Ulhoa Coelho⁴¹, por exemplo, apesar de concordar que os JCP fazem parte dos "resultados sociais", distingue essa espécie de remuneração dos dividendos, fundamentando-se, entre outras razões, na própria autorização para imputá-los aos dividendos mínimos obrigatórios. Tal fato por si só já demonstraria a natureza distinta entre as duas formas de remuneração do acionista. De outro lado está a linha acolhida por Rubens Requião⁴², considerando que os

40. Conforme a Exposição de Motivos da Lei 9.249/1995, o art. 9º foi idealizado considerando o objetivo de atribuir tratamento isonômico entre os rendimentos do capital próprio e de terceiros, incentivando a alocação de capital em atividades produtivas.

41. **Curso de direito comercial:** direito de empresa. 15. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. v. 2, p. 355.

42. **Curso de direito comercial.** 30. ed. São Paulo: Saraiva, 2013. v. 2, p. 325-326.

JCP possuem natureza de lucro a ser distribuído aos acionistas, tanto quanto os dividendos.

O Superior Tribunal de Justiça (STJ) analisou o tema em diferentes contextos⁴³. Na esfera do direito público, no REsp 1.200.492/RS, a Corte entendeu que os JCP não correspondem rigorosamente ao conceito jurídico de dividendos e ressaltou que as diferenças entre dividendos e JCP não se limitam ao tratamento tributário, sendo diferentes também em relação às disposições da lei societária que os regem. Na esfera do direito privado (2ª Seção), por meio do REsp 1.373.438/RS, o STJ firmou o entendimento de que os JCP têm natureza jurídica de remuneração do acionista, não se compatibilizam com o conceito jurídico de juros, tampouco guardam identidade com o conceito de dividendos⁴⁴.

Em conclusão, portanto, o STJ demonstra ter entendido que os JCP representam uma categoria "nova e autônoma", não se enquadrando na espécie "dividendos", tampouco no conceito de juros. A sua ambivalência, no entendimento do STJ, está amparada pela liberdade concedida ao legislador tributário infraconstitucional, pelo Código Tributário Nacional, especialmente em seus arts. 109 e 110.

De fato, o pagamento de JCP não está previsto na LSA e ele não precisa observar as regras previstas nessa lei. A Lei 9.249/1995, que regula inteiramente a matéria, estabelece parâmetros máximos exclusivamente para fins de dedutibilidade da despesa. Logo, em cenários menos favoráveis de *performance* (lucro), mas sem preocupações quanto à disponibilidade de caixa livre, essa é uma alternativa que pode contribuir para a manutenção de fluxos de proventos aos acionistas.

É sempre recomendável, no entanto, que as companhias façam as contas sobre a incidência tributária⁴⁵ para quem paga e quem recebe, de forma a concluir sobre a oportunidade e a conveniência desse tipo de deliberação. Muitas vezes, entre a empresa operacional – que dispõe do caixa – e os acionistas finais, há uma cadeia societária que precisa ser considerada em tal avaliação.

43. Nesse sentido, *vide* REsp 1.373.438 e REsp 1.200.492/RS.

44. Nesse sentido, citam-se também: EDCI no AREsp 207.825/RS, 4ª Turma, Rel. Min. Luis Felipe Salomão, DJe 12.11.2012; AgRg no Ag 1.362.396/RS, 3ª Turma, Rel. Min. Paulo de Tarso Sanseverino, DJe 16.03.2012; REsp 921.269/RS, 1ª Turma, Rel. Min. Francisco Falcão, DJ 14.06.2007; entre outros.

45. Além do IR, as receitas de JCP recebidas por pessoas jurídicas se submetem à incidência de CSLL, PIS e Cofins.

3.5 Outras destinações e a distribuição de dividendos a partir de saldos em reservas de lucros

Recursos que tenham sido destinados para reservas de lucros criadas na forma da lei para finalidades específicas devem ser mantidos em tais contas apenas na medida em que isso seja absolutamente necessário. Uma vez verificada a desnecessidade da manutenção (total ou parcial) de uma reserva de lucros, ela deverá ser revertida e os respectivos recursos distribuídos aos acionistas, respeitando-se a prévia absorção de prejuízos acumulados, se aplicável. Isso porque, conforme destaca o professor Sérgio de Iudícibus⁴⁶, as reservas de lucro são, em última análise, **caracterizadas por excesso de lucro líquido sobre dividendos declarados**.

Dessa forma, analisar a razão pela qual os lucros retidos não foram distribuídos é tarefa relevante para demonstrar que as decisões tomadas, no âmbito da administração da companhia, são consistentes e coerentes e acompanham as mudanças que ocorrem ao longo do tempo e das atividades empresariais. A distribuição de dividendos, a partir de saldos de reservas de lucros, portanto, deve se dar de forma harmônica com as razões e parâmetros definidos para fins de constituição das referidas reservas ou retenções de lucros feitas no passado.

É de todo recomendável que a companhia evidencie as razões que justificaram a constituição de reservas e o contexto em que essas decisões ocorreram, bem como a nova situação em que se considera a distribuição parcial ou total de seu saldo, de modo a se concluir com segurança que distribuir lucros antes reservados se coaduna com as decisões estratégicas atuais e não denota a retenção indevida no passado.

A seguir, serão analisadas as finalidades das reservas de lucros previstas pela lei e comentados os parâmetros ou cautelas necessárias para a tomada de decisão sobre sua distribuição subsequente em forma de dividendos.

46. IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Teoria da contabilidade**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2004.

Reserva	Finalidade legal	Comentários
Reserva de retenção de lucros baseada em orçamento de capital ⁴⁷ (art. 196)	<p>A retenção de lucros para orçamento de capital regula uma das hipóteses de retenção de lucros, sem a necessidade de previsão estatutária, e tem por finalidade preservar recursos para o autofinanciamento, o que deve ser decidido mediante a aprovação de orçamento de capital pela assembleia.</p> <p>Registre-se que, para a sua constituição, há que se ter observado, previamente, a distribuição do dividendo mínimo obrigatório, bem como do dividendo prioritário a que fazem jus as ações preferenciais, sempre que aplicável. Os lucros retidos com base nesse artigo não estão sujeitos ao limite do capital social (art. 199). Ademais, o orçamento deve ser revisado ao menos anualmente, independentemente da intenção de se reverter parte da retenção de lucros acumulados em períodos pretéritos.</p> <p>Caso, em virtude dessa revisão, a administração se dê conta da existência de sobra orçamentária, que enseje a desnecessidade futura da retenção, a destinação natural dessa "sobra" passa a ser a rubrica de lucros acumulados, de forma temporária, até que seja deliberada a sua distribuição em forma de dividendos aos acionistas.</p> <p>Os mesmos elementos considerados para justificar a retenção de lucros devem ser considerados no ato de sua distribuição (e.g., desnecessidade de utilizar os lucros retidos para os investimentos que ainda se pretende fazer), de modo a evidenciar não ter havido retenções indevidas e, por outro lado, não haver prejuízo ao orçamento do capital em função da pretendida distribuição. Isso significa que a proposta da administração deve estar fundamentada em novo (ou revisado) orçamento de capital que justifique tal distribuição.</p> <p>É possível concluir, portanto, que o principal parâmetro para a reversão da retenção de lucros com base em orçamento de capital é, justamente, a revisão (redução) das necessidades de capital para os investimentos, ou da origem dos recursos para seu financiamento. Tal situação indicará não ter havido retenção indevida em período anterior, tampouco, prejuízo para investimentos estratégicos ainda inseridos no planejamento da companhia para a geração de retornos futuros.</p>	<p>O termo "orçamento", em sua acepção genérica, abrange a estimativa de receita e despesa, de forma a compreender o cenário futuro do desempenho da atividade empresarial da sociedade.</p> <p>O "orçamento de capital" compreende os investimentos que deverão ser (total ou parcialmente) financiados pela retenção de lucros da sociedade, justificando a retenção. Ele deve englobar todas as fontes de recursos e aplicações de capital, fixo ou circulante.</p> <p>Luiz Ernesto Aceturi de Oliveira⁴⁸ alerta que a retenção de lucros deve ser detidamente monitorada <i>vis-à-vis</i> o orçamento de capital e suas revisões, por meio de análises criteriosas nas quais devem ser buscadas explicações coerentes sobre a evolução dos números dos orçamentos válidos para os exercícios em que perdurar. Evitam-se, assim, desvios de finalidade na aplicação dos lucros retidos. O autor pontua que esse acompanhamento deve ser realizado em relação a todas as parcelas de lucros retidas, a qualquer título, "em detrimento da distribuição de dividendos".</p> <p>Um administrador diligente tem por obrigação fazer o acompanhamento e a revisão de todas as suas projeções, considerando fatores endógenos e exógenos à companhia. Nelson Eizirik⁴⁹ é enfático em afirmar que a distribuição de dividendos é obrigatória a partir de saldos retidos para orçamento de capital que não mais se concretizará.</p> <p>Ressalte-se que, nas situações de reversão de saldo de reserva de orçamento, a administração deve cuidar de apresentar à assembleia proposta que esteja fundamentada no maior número possível de informações sobre a companhia e seu programa de investimentos, disponibilizando material para exame dos acionistas interessados, quando da aprovação ou ratificação dos dividendos propostos ou já antecipados⁵⁰.</p>

47. Essa reserva apresenta-se, algumas vezes, sob outras denominações: reserva de lucros para expansão, reserva para plano de investimentos etc. Nos relatórios contábeis da companhia, mais precisamente, no quadro de mutações do PL, a denominação utilizada é a mesma da lei.
48. OLIVEIRA, Luiz Ernesto Aceturi de. A retenção de dividendos e os direitos patrimoniais dos acionistas. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). **Sociedade Anônima**: 30 anos da Lei 6.404/76. São Paulo: Quartier Latin, 2007. p. 326.
49. EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A comentada**. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. III, p. 64.
50. Nesse sentido é a opinião de Modesto Carvalhosa.

<p>Reserva especial de retenção do mínimo obrigatório por incompatibilidade com a situação financeira da companhia (§§ 4º e 5º do art. 202)</p>	<p>A retenção de dividendos mínimos obrigatórios é medida prevista em lei exclusivamente para preservar a companhia de risco de continuidade, em função de situação financeira adversa.</p> <p>A retenção deve ser entendida como medida excepcional que, na verdade, significa uma retenção temporária (suspensão), que deve cessar tão logo a situação adversa esteja revertida.</p> <p>A hipótese de retenção é bastante restrita. A proposta precisa ser demonstrada pela administração e deve ser objeto de análise pelo Conselho Fiscal, antes da deliberação assemblear.</p>	<p>Dado o seu caráter extraordinário, a retenção de dividendos mínimos obrigatórios por incompatibilidade com a situação financeira da companhia se presta apenas a preservar a continuidade da companhia.</p> <p>Não há previsão legal para utilização dessa medida excepcional como forma de aplicação de política de <i>payout</i>.</p> <p>Retenção de dividendos mínimos obrigatórios, em condições diversas às previstas nos §§ 4º e 5º do art. 202, significa violação de direito fundamental dos acionistas.</p>
<p>Reserva de lucros a realizar (art. 197 da LSA)</p>	<p>A constituição de reserva de lucros a realizar tem por finalidade proteger o caixa da companhia, desobrigando-a ao pagamento de dividendos sobre componentes do lucro que não representem entradas de caixa, mas que compõem o lucro líquido em função da adoção obrigatória do regime contábil de competência.</p> <p>O dispositivo legal determina a forma de cálculo do lucro realizado (e consequentemente da parcela a realizar), considerando que essa parcela corresponde ao lucro líquido do exercício que exceder a soma do resultado líquido positivo da equivalência patrimonial e do lucro, rendimento ou ganho líquidos em operações ou contabilização de ativo e passivo pelo valor de mercado, cujo prazo de realização financeira ocorra após o término do exercício social seguinte.</p>	<p>Conforme o art. 202, os lucros registrados nessa reserva, quando realizados, deverão ser acrescidos ao primeiro dividendo declarado após a realização, exceto se forem antes absorvidos por prejuízos.</p> <p>A permissão legislativa para a não distribuição de lucros a realizar decorre do reconhecimento de que as operações são contabilizadas segundo o regime de competência e podem não ter disponibilidade em caixa compatível para a distribuição do lucro sem causar prejuízo às atividades sociais.</p> <p>As regras relativas a essa reserva são pouco flexíveis, não sendo também essa uma boa alternativa para política de "payout" ou para equalizar o fluxo de dividendos excedentes ao mínimo obrigatório.</p> <p>Ademais, essa reserva tem uma forma de apuração de seu valor bem definida, não podendo ser constituída em situações diversas ou em montantes diversos dos previstos na lei.</p>
<p>Reservas para incentivos fiscais (art. 195-A)</p>	<p>Essa reserva passou a ser considerada reserva de lucros a partir da alteração promovida na LSA pela Lei 11.638/2007. Ela tem por finalidade reservar a parcela do lucro líquido decorrente de doações ou subvenções governamentais para investimentos.</p>	<p>Em função de questões tributárias (art. 30 da Lei 12.973/2014), os saldos contidos nessa reserva não devem ser considerados para fins de distribuição. Apesar de ser uma reserva de lucros, não se trata de reserva passível de utilização em políticas de <i>payout</i>.</p>

4 CONCLUSÃO

O mecanismo de constituição de reservas de lucro (legais ou estatutárias) e a distribuição de dividendos (a partir do lucro líquido do exercício ou do saldo dessas reservas) é um reflexo da preocupação do legislador em disponibilizar ferramentas à administração para a elaboração de proposta de destinação dos resultados sociais, atribuindo um grau relativo de "discricionariedade devidamente justificada".

A política de *payout* de uma companhia deve considerar não apenas os parâmetros legais, mas também todos os aspectos que podem influenciar o processo de tomada de decisão de um *stakeholder* (investidor ou potencial investidor). Ao longo deste artigo, foi ressaltado que investidores valorizam o fluxo constante/estável de proventos e analisam se o retorno líquido de tributação (ponderado pelo risco do investimento) indica se tratar de uma alocação adequada de seu capital disponível.

A tríplice fronteira, tema deste primeiro artigo sobre a destinação do lucro, é um dos significativos exemplos de situação em que conhecer apenas a lei societária ou a lei tributária ou a contabilidade não é o bastante para pensar estrategicamente sobre como atrair e reter uma base de acionistas por meio de política de pagamento de proventos (dividendos e JCP). Neste tema, compreender as inferências que decorrem dessas três áreas e levá-las em consideração propicia condições mais adequadas para o processo decisório no que tange à política de *payout*.

5 REFERÊNCIAS

ANBIMA – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITALIS. Impactos socioeconômicos do fortalecimento do mercado de capitais no Brasil. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/data/files/1A/D4/9B/D8/1845661086B1AE5678A80AC2/ImpactoSocio_ANBIMA_AccentureVF.pdf>. Acesso em: 4 mar. 2022.

BUENO, A. F. **Análise empírica do dividend yield das ações brasileiras**. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2000.

BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **Imposto sobre a renda: pessoas jurídicas**. Rio de Janeiro, Justec, 1979.

BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **Finanças e demonstrações financeiras da companhia**. Rio de Janeiro, Forense, 1989.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de direito comercial: direito de empresa**. 15. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. v. 2.

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

FERNANDES, Edison. **Direito e contabilidade: fundamentos do direito contábil**. São Paulo: Trevisan, 2015.

FOLHA DE S.PAULO. Empresas estudam esvaziar o caixa para evitar pagar dividendo com imposto em 2022. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2021/07/empresas-estudam-esvaziar-o-caixa-para-evitar-pagar-dividendo-com-imposto-em-2022.shtml>>. Acesso em: 4 mar. 2022.

GARBIN, Janaina Fernanda Bórmio Ruffini. **Política de distribuição de proventos e tributação**. Dissertação (Mestrado) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2020.

GRUPO DE TRABALHO INTERAGENTES. **Código brasileiro de governança corporativa: companhias abertas**. São Paulo: IBGC, 2016.

INFOMONEY. Disponível em: <<https://www.infomoney.com.br/onde-investir/conheca-as-melhores-pagadoras-de-dividendos-de-2021-proventos-chegam-a-r-200-bilhoes-no-ano-e-ja-sao-recorde/>>. Acesso em: 4 mar. 2022.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Teoria da contabilidade**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2004.

KALAY, Avner; LEMMON, Michael. **Handbook of empirical corporate finance**. Disponível em: <<https://www.sciencedirect.com/topics/social-sciences/payout-policy>>. Acesso em: 11 mar. 2022.

LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **Direito das companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. II.

LINTNER, J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. **Papers and Proceedings of the Sixty-Eighth Annual Meeting of the American Economic Association**, v. 46, n. 2, p. 97-113, 1956.

LOSS, L.; SARLO NETO, A. Política de dividendos, na prática, é importante? **Revista de Contabilidade e Finanças**, edição comemorativa, p. 39-53, 2003.

MATRAY, Adrien. Taxing corporate dividends can stimulate investment and reduce the misallocation of capital. Disponível em: <<https://voxeu.org/article/taxing-corporate-dividends-can-stimulate-investment-and-reduce-misallocation-capital>>. Acesso em: 15 mar. 2022.

MOTA, Daniel Camarotto. **Dividendos, juros sobre capital próprio e recompra de ações**: um estudo empírico sobre a política de distribuição no Brasil. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2007. Disponível em: <<http://hdl.handle.net/10438/2311>>. Acesso em: 4 mar. 2022.

OLIVEIRA, Luiz Ernesto Aceturi de. A retenção de dividendos e os direitos patrimoniais dos acionistas. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). **Sociedade Anônima: 30 anos da Lei 6.404/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

PIRES, José Antônio Macedo Veiga. Impacto da política de dividendos no valor das empresas portuguesas do índice PSI20. Disponível em: <<https://sapientia.uaig.pt/bitstream/10400.1/8044/1/TESE%20DE%20MESTRADO.%20Jpires%20%28%29.pdf>>. Acesso em: 14 mar. 2022.

POTERBA, James M.; SUMMERS, Lawrence H. Dividend taxes, corporate investment, and "Q". **Journal of Public Economics**, v. 22, n. 2, p. 135-167, Nov. 1983.

REQUIÃO, Rubens. **Curso de direito comercial**. 30. ed. São Paulo: Saraiva, 2013. v. 2.

RODRIGUES, Regiane Lopes; AMBROZINI, Marcelo Augusto. Teoria de agência e política de dividendos: evidências nas empresas brasileiras de capital aberto no período de 2000 a 2013. Disponível em: https://www.anpec.org.br/encontro/2015/submissao/files_1/i8-f90911134fba2873b10acdcf2d32bbe.pdf. Acesso em: 14.03.2022.

ZAGONEL, Timóteo, SOARES, Paulo Renato, PASUCH, Diogo Favero. Taxation, corporate governance, and dividend policy in Brazil. Disponível em: < <https://www.scielo.br/j/rmj/a/SwKt7WncW5tBxMd5XFPT8dz/?lang=en>>. Acesso em: 14 mar. 2022.