



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM Nº 19957.014576/2022-05

Consulente: Superintendência de Relações com Empresas

Assunto: Interpretação do art. 204, §1º, da Lei nº 6.404/76.

Manifestação de Voto: Diretor Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

1. Trata-se de consulta encaminhada pela Superintendência de Relações com Empresas (“SEP”), na forma do art. 4º, §8º, da Resolução CVM nº 45/2021, “*para deliberação a fim de que seja determinada a possibilidade de se interpretar que o limite imposto no §1º do art. 204 da Lei nº 6.404/76 poderia ser estendido também à Reserva de Lucros*”.
2. Apresento esse breve voto para, através de uma interpretação sistemática do art. 204, §1º, da Lei nº 6.404/76 (“LSA”), acompanhar o parecer da D. Procuradoria ventilado em 10.04.2023 e manifestar meu entendimento no sentido de que pode haver distribuição de dividendos intercalares quando a companhia possuir reservas de lucros ou lucros retidos a períodos anteriores suficientes a assegurar a intangibilidade do capital social, independentemente da existência de reserva de capital.
3. Para fins de interpretação das regras da LSA que disciplinam a distribuição de dividendos, deve-se levar em consideração os interesses, muitas vezes conflitantes, (i) da companhia; (ii) dos acionistas; e (iii) dos credores.
4. Enquanto a companhia tem como objetivo central desenvolver suas atividades sociais, e, portanto, reter parte dos resultados obtidos para tanto, os acionistas visam, em regra, receber a título de dividendos o maior valor possível dos lucros.
5. Os credores, por sua vez, almejam a preservação do capital social da companhia, de modo a assegurar a solvência da mesma para satisfação de seus créditos. Para tanto, o art. 201 da LSA¹

¹ Art. 201. A companhia somente pode pagar dividendos à conta de lucro líquido do exercício, de lucros acumulados e de reserva de lucros; e à conta de reserva de capital, no caso das ações preferenciais de que trata o § 5º do artigo 17.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

veda a distribuição de dividendos em prejuízo do capital social.

6. O referido dispositivo consagra o princípio da intangibilidade do capital social, por meio do qual busca-se garantir a integridade do capital social, vedando a distribuição de dividendos fictícios², de modo a impedir que o valor do ativo da companhia seja reduzido a montante inferior à soma do passivo exigível com o capital social.

7. Nas palavras de Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, dividendos são *“parcelas de lucro líquido de exercício que a companhia distribui a seus acionistas, de conformidade com deliberação de Assembleia Geral; e lucro líquido de exercício é o resultado que remanesce depois de deduzidas as participações estatutárias dos empregados, administradores e partes beneficiárias (art. 191), ou seja, o resultado líquido do ponto de vista dos acionistas, depois de deduzidos todos os custos e participações de terceiros”*³.

8. A distribuição de dividendos é, pois, importante medida para a atração de investidores nas companhias, uma vez que tem o propósito de fortalecer a rentabilidade dos títulos privados, com o consequente fomento à expansão do mercado de capitais. Aliás, a participação dos lucros sociais é direito essencial do acionista, conforme disposto no art. 109, I, da Lei nº 6.404/76⁴, e consiste em importante mecanismo apto a impedir eventuais abusos por acionistas majoritários.

9. Nesse contexto, a lei societária classifica os dividendos em obrigatórios, preferenciais, intermediários e intercalares, cada qual com suas características próprias. Para não me alongar nesta manifestação, me atarei ao exame dos dividendos intermediários e intercalares, objeto da questão ora em análise.

10. O art. 204 da LSA assim estabelece:

² A violação ao princípio da intangibilidade do capital social é crime tipificado no nosso ordenamento penal: “Art. 177 - Promover a fundação de sociedade por ações, fazendo, em prospecto ou em comunicação ao público ou à assembléia, afirmação falsa sobre a constituição da sociedade, ou ocultando fraudulentamente fato a ela relativo: Pena - reclusão, de um a quatro anos, e multa, se o fato não constitui crime contra a economia popular. § 1º - Incorrem na mesma pena, se o fato não constitui crime contra a economia popular: [...] VI - o diretor ou o gerente que, na falta de balanço, em desacordo com este, ou mediante balanço falso, distribui lucros ou dividendos fictícios;”

³ Direito das Companhias / Coordenação Alfredo Lamy Filho, José Luiz Bulhões Pedreira, 2ª ed., Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 1237)

⁴ Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembléia-geral poderão privar o acionista dos direitos de: I - participar dos lucros sociais.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

Art. 204. A companhia que, por força de lei ou de disposição estatutária, levantar balanço semestral, poderá declarar, por deliberação dos órgãos de administração, se autorizados pelo estatuto, dividendo à conta do lucro apurado nesse balanço.

§ 1º A companhia poderá, nos termos de disposição estatutária, levantar balanço e distribuir dividendos em períodos menores, desde que o total dos dividendos pagos em cada semestre do exercício social não exceda o montante das reservas de capital de que trata o § 1º do artigo 182.

§ 2º O estatuto poderá autorizar os órgãos de administração a declarar dividendos intermediários, à conta de lucros acumulados ou de reservas de lucros existentes no último balanço anual ou semestral.

11. Verifica-se que o art. 204 disciplina os dividendos intercalares (§ 1º), que são pagos à conta de lucro do período de apuração inferior ao semestre, atendidas as regras da lei societária, e os dividendos intermediários (§ 2º), pagos à conta de lucros acumulados.

12. Consoante disposto no referido dispositivo legal, para distribuição de tais dividendos, mediante deliberação dos órgãos de administração, é necessário haver **(i)** lucro; **(ii)** elaboração de balanço referente ao período em que está distribuído tal lucro; e **(iii)** expressa previsão no estatuto social da companhia.

13. Em comum, tanto os dividendos intermediários quanto os intercalares admitem a delegação da competência⁵ para deliberar acerca do seu pagamento aos órgãos de administração da companhia — desde que haja previsão estatutária neste sentido⁶. Quanto à diferença, Nelson Eizirik leciona que “*no primeiro caso [intermediários], existe prévia aprovação do balanço pela assembleia geral, enquanto, no segundo [intercalares], tal aprovação prévia não é exigida. Na hipótese dos dividendos intercalares, verifica-se exceção ao princípio segundo o qual os dividendos somente poderão ser distribuídos após a aprovação do balanço pela assembleia geral*”⁷.

14. Ao dispor que o total dos dividendos intercalares não poderá exceder o montante das

⁵ Competência original pertencente à assembleia geral de acionistas.

⁶ Sobre o caráter definitivo dos dividendos intermediários, cabe transcrever o teor do item 12 da Interpretação Técnica ICPC 08 (RI), aprovada pela Deliberação CVM nº683/2012: “Dividendo intermediário. 12. Além do dividendo obrigatório, prevê a Lei brasileira a possibilidade de o estatuto de uma sociedade por ações prever o pagamento de dividendo intermediário. Nesse caso, obedecidos o estatuto e a Lei, a deliberação da administração é final, não sendo submetida à apreciação dos acionistas. A previsão estatutária já significa a aprovação assemblear”.

⁷ EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada: Volume III. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 118.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

“reservas de capital” no §1º do art. 204, o legislador buscou compatibilizar a dinâmica do mercado de capitais com a garantia da intangibilidade do capital social, de modo a evitar que prejuízos acumulados em período posterior à distribuição de dividendos intercalares venham eventualmente a implicar a distribuição de capital social aos acionistas.

15. A propósito, confira-se a justificativa apresentada pelo relator do Projeto de Lei nº 2.559/76, posteriormente convertido na Lei nº 6.404/76, para a inclusão do §1º no art. 204:

“A existência das reservas de capital permite, por outro lado, adotar normas mais flexíveis quanto à distribuição de dividendos, que é um dos objetivos do Projeto. O princípio geral do artigo 205 [atual artigo 204] é que, para efeitos de distribuição de dividendos, o semestre é o período mínimo de apuração de lucros. Esse preceito visa a manter a integridade do capital social em benefício dos credores. Se, todavia, a sociedade possui reservas de capital, que, constituem proteção adicional ao capital social, não há inconveniente em admitir períodos menores de apuração de lucro. Para que as ações possam concorrer com os títulos de renda fixa, a companhia de capital aberto poderá adotar orientação de distribuir dividendos em períodos menores que o semestre.”⁸

16. Parece-me claro que o art. 204, §1º teve por fim garantir a integridade do capital social, de modo a impedir a transferência de bens do ativo social da companhia para o patrimônio pessoal dos acionistas em montante em que o valor do capital social se torne maior que o patrimônio líquido da sociedade, colocando em xeque a solvência da companhia. Com efeito, a companhia não pode distribuir dividendos enquanto apresentar prejuízos acumulados de exercícios anteriores, em violação à preservação e expansão da atividade empresarial e aos interesses dos credores da companhia.

17. Conforme se observa da explanação acima, o legislador vislumbrou não somente a possibilidade de distribuição de dividendos em períodos inferiores ao semestral — desde que assegurada a integridade do capital social —, mas também a importância de tal mecanismo para o desenvolvimento do mercado de capitais, na medida em que permite o aumento da rentabilidade das ações e sua consequente competitividade frente a títulos públicos e de renda fixa.

18. Nesse sentido, entendo que o cerne da questão ora analisada está no fato de que o princípio da intangibilidade do capital social também será assegurado no caso de a companhia possuir reservas de lucros ou lucros retidos a períodos anteriores, tendo em vista que **o art. 189, parágrafo único, da LSA prevê uma regra de compensação “ex lege” pois “o prejuízo do exercício será**

⁸ Emenda nº 2 do Relator, p. 531 do relatório da Câmara dos Deputados para o Projeto de Lei nº 2.559/1976.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

obrigatoriamente absorvido pelos lucros acumulados, pelas reservas de lucros e pela reserva legal, nessa ordem”.

19. Ao comentar sobre o referido dispositivo legal, Nelson Eizirik explica:

“(…) as reservas de lucros podem ser distribuídas como dividendos, sendo vedada a sua atribuição aos acionistas em circunstâncias excepcionais, como, por exemplo, no caso de prejuízos acumulados de exercícios anteriores, hipótese em que deverão, primeiramente, absorver esses prejuízos. Após tal absorção, o saldo remanescente poderá ser distribuído aos acionistas.”⁹

20. No mesmo sentido, o art. 200, I, da Lei nº 6.404/76 dispõe que as reservas de capital somente serão utilizadas para “*absorção de prejuízos que ultrapassem os lucros acumulados e as reservas de lucros*”. Ou seja, ainda que a companhia não possua reservas de capital em montante suficiente para fazer frente ao lucro a ser distribuído em período inferior ao semestral, a existência de reservas de lucros assegurará a compensação de eventuais prejuízos subsequentes do exercício social, garantindo-se a integridade do capital social.

21. Sobre o tema, concordo com as ponderações de Luiz Antônio de Sampaio Campos:

“Ainda que não conste expressamente da previsão do art. 204, parece-me também permitido à companhia distribuir dividendo à conta de lucro apurado no exercício em balanço de periodicidade inferior à semestral caso, embora não haja reserva de capital, existam reservas de lucro.

Esta conclusão parece-me autorizada, e por uma razão que beira a simplicidade: se a regra admite a distribuição da reserva de lucro nos termos do §2º, não vejo por que se possa rechaçar a possibilidade de distribuição do próprio lucro apurado no exercício em andamento, uma vez que o eventual prejuízo superveniente ainda no exercício afetaria igualmente o lucro apurado ou a reserva, pelo sistema de compensação de prejuízos estabelecidos no art. 189 da LSA.

Parece claro que a LSA não permite pagamento de dividendos com base em lucro apurado em demonstrações financeiras de periodicidade inferior à semestral sem que haja reservas de capital, ou de lucros, apuradas em balanço anterior anual ou semestral.”¹⁰

22. A interpretação literal do art. 204, §1º, não é, por si só, suficiente para afastar o verdadeiro propósito da norma, ignorando-se não apenas os princípios que a norteiam, mas também o

⁹ EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada: Volume III. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 26.

¹⁰ “Algumas Notas Sobre a Utilização do Lucro do Exercício em Curso: Dividendo e Recompra”, in Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos, ed. Malheiros, 2011, p. 432.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

ordenamento jurídico em que ela se insere¹¹. A melhor interpretação de uma norma deve buscar a coerência com o sistema legal — compreendendo o seu alcance como um todo —, de forma que a sua aplicação esteja em conformidade com os fins para os quais foi editada, consoante denominado por Karl Larenz como “redução teleológica”.

23. Pelo exposto, tendo em vista que as companhias são criadas com o fim de geração de lucro e (uma vez observadas as regras de distribuição aplicáveis, principalmente a garantia da integridade do capital social) sua consequente distribuição entre os acionistas, e que “*a função do intérprete é descortinar a vontade da lei, e não apenas o que aparentemente resulta da literalidade das palavras utilizadas no seu texto*”¹², entendo que o art. 204, §1º, deve ser interpretado além de sua literalidade, no sentido de se permitir a distribuição de dividendos intercalares quando houver a existência de reservas de lucros em montante suficiente para fazer frente ao lucro intercalar que se delibere distribuir, independentemente da existência de reserva de capital.

É como voto.

Rio de Janeiro, 23 de maio de 2023.

Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo

Diretor

¹¹ “Na interpretação e aplicação da LSA para definir o sistema jurídico de cada companhia é importante ter presente que a lei é um sistema complexo, que procura proteger diversos interesses, muitas vezes, conflitantes (v. § 44), e na aplicação das normas é indispensável ter em conta as características da companhia cujo sistema jurídico se pretende conhecer, pois o modelo legal de companhia é utilizado para organizar grande variedade de companhias, desde a aberta com ações negociadas no mercado até a joint venture, a sociedade intuitu personae e a sociedade de propósito específico. A compreensão e interpretação do sistema da lei requer a identificação do fim e do interesse protegido em cada norma ou instituto e a hierarquização de fins e interesses. O fim mais importante do modelo legal de companhia é a preservação e expansão da empresa - instituição econômica fundamental na sociedade moderna, de que dependem a economia nacional, a comunidade em que está situada, seus empregados, credores e acionistas; mas os interesses de todos os acionistas - controladores e não controladores - precisam ser respeitados a fim de que empresários e investidores sejam estimulados a criar e expandir empresas. A experiência mostra que na interpretação da LSA nunca é demais ressaltar a precariedade da interpretação literal e da dedução a contrario sensu de uma norma isolada.” (Direito das Companhias, coordenadores: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, Forense, 2ª edição, 2017, p. 132).

¹² ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. “Suspensão do Pagamento de Dividendos, já Declarados, por Deliberação da Assembleia Geral, com Fundamento em Aplicação Analógica da Norma do Artigo 202, § 4º, da Lei das S.A.”, in Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas – Homenagem a Nelson Eizirik. Volume I. Coords. Rodrigo Rocha Monteiro de Castro, Luis Andre Azevedo e Marcus de Freitas Henriques. Quartier Latin: São Paulo. 2019. p. 875.