

2

Regras de Dividendo Mínimo Obrigatório

2.1

Histórico e Legislação Vigente

Desde a lei 6.404 de 1976, existe na legislação brasileira uma clara sugestão para a distribuição compulsória de parcela do lucro líquido. Um aspecto fundamental dessa lei é que as empresas que não determinassem em estatuto o percentual a ser pago deveriam distribuir metade do seu lucro líquido, menos provisões para Reservas de Contingências, provisões para Reserva Legal, correções por prejuízos acumulados, ajustes de exercícios anteriores e realizações de reservas de reavaliação. Entretanto, desde que estabelecido no estatuto, o percentual de distribuição poderia cair para até 25% do lucro líquido ajustado.

A lei de dividendos de 1976 passou por mudanças significativas desde sua criação. A mais importante, em 2001, foi a promulgação da Lei 10.303, a chamada “Nova Lei das S.A.’s”. Essa lei tornou possível que, no momento da oferta inicial de ações, as empresas determinassem em estatuto percentuais inferiores a 25% do lucro ajustado. Para empresas que já tivessem ações listadas em bolsa, a Lei 10.303 tornou possível percentuais inferiores a 25%, caso todos os acionistas com direito a voto os aprovassem em assembléia, concomitantemente com uma oferta de saída a acionistas preferenciais que não concordarem com a mudança de estatuto.¹ Apesar das opções existentes, a Tabela 1 mostra que a maioria das empresas listadas em bolsa ainda opta pelo piso de 25%.

Independentemente do percentual de distribuição especificado no estatuto, uma questão relevante para a análise da lei de dividendos mínimos é o grau de discricção permitido no ajuste do lucro líquido. Para responder essa questão, a tabela 2 considera uma amostra de empresas não financeiras com ações listadas na Bovespa entre 2005 e 2009 e que, em 2007, têm detalhado no Informativo Anual da CVM (IAN) o percentual estatutário de distribuição de dividendos. O painel A da tabela 2 mostra que, se ignorarmos os ajustes legais, 42% das empresas na

¹ As empresas que modifiquem os percentuais de distribuição, porém ainda acima 25% não têm necessidade de fazer oferta de recompra para os acionistas preferenciais.

amostra (35 das 83) distribuíram um percentual do lucro líquido menor do que o previsto no estatuto. Subterfúgios legais, portanto, são largamente utilizados para diminuir a distribuição compulsória de proventos. Como os painéis B e C da tabela 2 mostram, o uso de subterfúgios legais também aparece se restringirmos a amostra para as firmas que possuem ações preferenciais ou para as firmas que só possuem ações ordinárias.

A tabela 3 apresenta estatísticas descritivas para diferentes grupos de empresas da amostra. Nota-se que as empresas brasileiras que mais distribuem seus ganhos são maiores, mais lucrativas e, surpreendentemente, parecem possuir melhores oportunidades de investimentos (Q de Tobin mais elevado). Esse último fato é surpreendente, dado que em países com boa governança corporativa, como os Estados Unidos, empresas não pagadoras de dividendos tipicamente apresentam melhores projetos à disposição (Fama e French, 2001).

Ao analisar a página da internet da CVM (Comissão de Valores Mobiliários), não encontrei nenhum processo questionando a distribuição de proventos das empresas da amostra.² A ausência de processos sugere que, apesar de várias empresas não pagarem dividendos, elas o fazem sem infringir a lei de Dividendo Mínimo Obrigatório.

2.2

Subterfúgios Legais

Conforme a seção anterior indica, existe evidência de uso de subterfúgios legais para diminuir a distribuição compulsória de lucros. Por um lado, tais subterfúgios podem ser instrumentos de expropriação do valor dos acionistas minoritários. Por outro lado, eles podem evitar que os dividendos mínimos sejam um impedimento severo ao financiamento de investimentos produtivos.

A lei 6.404 de 1976 (e modificações subseqüentes) deu às empresas a opção de não distribuir o dividendo mínimo, caso justificassem a utilização desses recursos excedentes. Para tanto, as empresas deveriam formar reservas previstas em lei, cada qual com um objetivo específico. Essas reservas podem ser divididas

² As punições aplicadas pelo Colegiado da CVM podem ser encontradas na página www.cvm.gov.br, dentro do item "processos administrativos sancionadores", subitem "processos sancionadores julgados".

em dois grandes grupos. O primeiro é formado pelas reservas destinadas a minimizar problemas de sazonalidade dos negócios e de provisão para débitos futuros. Dessas, as mais conhecidas são as Reservas Legais. Por lei toda empresa deve destinar um percentual de cinco por cento (5%) do lucro líquido para sua formação e, voluntariamente, acumular até o limite de vinte por cento (20%) do seu capital social. Menos conhecidas são as Reservas de contingência, que seriam instrumentos de proteção para “*compensar, em exercício futuro, a diminuição do lucro decorrente de perda julgada provável, cujo valor possa ser estimado.*” (Lei 6.404, Art. 195). Na prática, não encontrei nenhuma empresa utilizando este instrumento entre 1994 a 2009. Também existem as Reserva de lucros a realizar, destinadas a pagamento de dividendo obrigatório (ou fixo).³

O segundo grupo de reservas é formado por aquelas destinadas a algum objetivo específico, em geral investimentos de médio e longo prazo. Essas reservas são fortemente discricionárias, mas não permitem redução do dividendo mínimo obrigatório. Nesse grupo encontram-se as Reservas Estatutárias e Reservas de retenção de lucros.⁴ A diferença entre elas refere-se ao meio como é definida a retenção de lucros. Enquanto as primeiras constituem uma previsão estatutária e, portanto, de conhecimento de todos acionistas com antecedência, as últimas referem-se ao montante que a empresa pode, após aprovação em assembleia-geral, reter do lucro de um exercício.⁵ No primeiro caso (Reservas Estatutárias) o estatuto deve conter um objetivo certo, satisfazendo limites máximos. Já para o caso de Reservas de retenção de lucros, o orçamento deve detalhar a fonte dos recursos, as aplicações do capital e essa previsão de gasto ter uma duração máxima de cinco anos.⁶

O painel A da tabela 4 mostra que, em média, 65% das empresas da amostra total (sem limites a tamanhos de ativos) utilizam as reservas de lucros previstas em lei. Chama também a atenção que, entre as empresas que utilizam reservas, o percentual utilizado é elevado, sendo igual a 47% do Capital Social. Por lei, nenhuma empresa pode acumular mais de 100% do valor de seu Capital Social sob a forma de reservas, excluindo-se desse cálculo as Reservas para

³ Desde a promulgação da lei 10.303/2001 está proibida a emissão de novos títulos desse tipo. Encontramos em negociação durante o ano de 2009 somente nove (9) ativos com dividendo fixo, ou obrigatório. Os mesmos serão expurgados de qualquer análise subsequente do presente artigo.

⁴ Estas reservas são também conhecidas como “Reservas de Expansão”.

⁵ Nesse caso, nota-se que essa retenção de lucro não estaria previamente definida em estatuto.

⁶ É possível, por lei, ter-se uma exceção em casos de projetos de investimento mais longo.

Contingências, Lucros a Realizar e Incentivos Fiscais.⁷ No Painel B da tabela 4 nota-se que os percentuais de utilização de Reserva Legal também não variam significativamente entre empresas que pagam abaixo e acima do dividendo mínimo obrigatório.

A tabela 5 mostra que existe uma ampla utilização de reservas legais por empresas brasileiras, o que em parte é explicado pela existência de um mínimo a ser provisionado constantemente. Por outro lado, o percentual da reserva em relação ao capital social é baixo: média de seis por cento (6%), ante o limite máximo de 20% previsto em lei.

Vale ressaltar que, para cálculo do dividendo mínimo obrigatório, somente podem ser subtraídos ou somados os montantes referentes às Reservas Legais e Reservas de Contingências. Dados os pequenos montantes associados às Reservas Legais (média de 6% ante um limite de 20%), é de se esperar que ainda exista amplo espaço para minimizar a eficácia do dividendo compulsório.

A tabela 5 também mostra que a porcentagem de empresas que utilizam reservas de retenção de lucros é superior à estatutárias, em especial no ano de 2008. Isso em parte pode ser justificado pela ocorrência da crise das hipotecas norte-americanas no ano em questão. Por outro lado, vê-se que a utilização de reservas estatutárias e de retenção de lucros representa um volume muito superior às demais reservas. Isso indica que empresas estão retendo parcela considerável dos ganhos e, aparentemente, o fazem por possuírem bons planos de investimento.

⁷ Dito isto, desconsideramos na análise subsequente todas empresas que apresentem volume total de reservas de lucros superior ao Capital Social.