



São Paulo, 16 de março de 2016

Assunto: solicitação de análise jurídica a respeito da "Proposta para a distribuição de dividendos do exercício de 2015"

Ref.: mensagem de correio eletrônico de 11/3/2016.

Prezado Dr. Carlos Alberto M. da Silva – Diretor Financeiro de Relações com Investidores.

Em atenção à mensagem de correio eletrônico susomencionada, por meio da qual V. S^a. indaga a respeito da juridicidade da proposta para a distribuição de dividendos do exercício de 2015, notadamente quanto ao modo de proceder ao pagamento do dividendo obrigatório e aos direitos dos acionistas preferencialistas da EMAE, tecemos as seguintes considerações.

Para melhor ilustrar o raciocínio e o critério utilizado na análise, passamos a expor, na íntegra, o conteúdo da consulta formulada, que se inicia com o quadro demonstrativo dos resultados da companhia no ano de 2015, detalhado abaixo:

	<u>2015</u>
Resultado do exercício.....	59.790.232,72
(-) Prejuízos acumulados.....	- 8.873.644,29
Lucro líquido do exercício.....	50.916.588,43
Lucro não realizado (IGPM Arrendamento) após 2017.....	31.961.303,39
Ganho equivalência Pirapora (-) Dividendos a receber em 2016...	12.780.305,33
Valor total do lucro não realizado em 2015.....	44.741.608,72
Lucro líquido do exercício.....	50.916.588,43
(-)Constituição de Reserva Legal (5%).....	2.545.829,42
(=)Resultado após reserva legal (Base para os dividendos).....	48.370.759,01
(-) Lucro não realizado.....	44.741.608,72
Lucro Realizado.....	3.629.150,29



“Proposta em face aos cálculos efetuados:

Distribuir 100% do lucro realizado (3,6 milhões).

Comentários:

Sobre o cálculo acima, pairam dúvidas em torno dos artigos 197 e 203 da Lei nº 6.404 de 15 de Dezembro de 1976, conforme abaixo:

Art. 197. No exercício em que o montante do dividendo obrigatório, calculado nos termos do estatuto ou do art. 202, ultrapassar a parcela realizada do lucro líquido do exercício, a assembleia-geral poderá, por proposta dos órgãos de administração, destinar o excesso à constituição de reserva de lucros a realizar. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

§ 1º Para os efeitos deste artigo, considera-se realizada a parcela do lucro líquido do exercício que exceder da soma dos seguintes valores: (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

I - o resultado líquido positivo da equivalência patrimonial (art. 248); e (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

II - o lucro, ganho ou rendimento em operações cujo prazo de realização financeira ocorra após o término do exercício social seguinte. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)¹

III - o 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. (Redação dada pela Lei nº 11.638, de 2007)

§ 2º A reserva de lucros a realizar somente poderá ser utilizada para pagamento do dividendo obrigatório e, para efeito do inciso III do art. 202, serão considerados como integrantes da reserva os lucros a realizar de cada exercício que forem os primeiros a serem realizados em dinheiro. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

Art. 203. O disposto nos artigos 194 a 197, e 202, não prejudicará o direito dos acionistas preferenciais de receber os dividendos fixos ou mínimos a que tenham prioridade, inclusive os atrasados, se cumulativos. (Vide Medida Provisória nº 608, de 2013) (Vide Lei nº 12.838, de 2013)

Ante o exposto faz-se necessários os seguintes esclarecimentos:

¹ Tal inciso teve a sua redação alterada pela Lei Federal nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007, reproduzido no inciso seguinte do texto acima, numerado como inciso III (na verdade, inciso II).



- 1- O artigo 197, acima, permite que a reserva de lucros a realizar recaia sobre 100% do montante dos dividendos, ou, somente, até o limite do obrigatório?
- 2- O artigo 203, acima, com o registro da reserva de lucros a realizar, quando cita dividendos fixos ou mínimos, obriga a Companhia a distribuir o dividendo obrigatório aos preferencialistas?"

A partir dessa exposição inicial, concentraremos nossa análise na resposta aos dois questionamentos da Diretoria Financeira, acima mencionados.

A resposta ao primeiro questionamento parte da interpretação meramente gramatical do *caput* do artigo 197, da Lei Federal nº 6.404/76 ("LSA"), suficiente para responder à indagação.

Segundo o referido dispositivo, apenas o montante do dividendo obrigatório *que exceder* o valor do *lucro líquido* do exercício é que constituirá a reserva de lucros a realizar, ou seja, nesse caso, paga-se o equivalente do lucro líquido **realizado**, depois de constituídas as reservas obrigatórias. O excesso (do dividendo obrigatório) constitui a reserva de lucros a realizar, que será paga no exercício da realização do lucro. Tal hipótese é de dividendo obrigatório superior ao lucro líquido *realizado*.

Quanto à parcela que remanescer entre o montante do dividendo obrigatório e o lucro líquido, caso não haja outra reserva prevista na lei (artigos 194 a 195, todos da LSA) ou no Estatuto Social da EMAE, devem ser destinadas para constituir a reserva de lucros a realizar (artigo 199, da LSA).

A intenção do dispositivo, claramente, é a de evitar a descapitalização da companhia, que somente estará obrigada a distribuir os resultados líquidos efetivamente realizados, e não aqueles decorrentes da contabilização dos resultados e que ainda não passaram a integrar, efetivamente, o seu patrimônio.

A LSA estabelece uma ordem rígida na forma de composição e distribuição dos seus resultados, que deve ser estritamente obedecida pelos responsáveis por sua apuração e estruturação, evitando, assim, a tipificação de atos capazes de gerar sanção ao administrador, tendo em vista ser direito intangível do acionista a participação nos lucros sociais da companhia (artigo 109, da LSA²).

² Seção II: Direitos essenciais

Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembleia geral poderão privar o acionista dos direitos de: I - participar dos lucros sociais; [...].



A análise sistemática dos dispositivos da LSA que tratam da destinação dos lucros revela a seguinte ordem de composição do resultado: 1º) reserva legal (art. 193); 2º) dividendo por ações preferenciais que tenham como vantagem o recebimento prioritário (art. 17, I); 3º); reserva para contingências (art. 195); 4º) reserva de lucros a realizar (art. 197); 5º) dividendo obrigatório (art. 202); 6º) reservas estatutárias (art. 196); 7º) retenção de lucro para investimento (art. 196).

Somente após a realização dessa composição é que se cogitará de distribuição de resultados aos acionistas na forma de dividendos obrigatórios (art. 202, §6º, da LSA³), e desde que o lucro a distribuir tenha sido realizado (art. 197, da LSA⁴).

Segundo Parecer Procuradoria Federal da CVM nº 019/2003, **“a não distribuição de dividendos e a conseqüente violação da ordem legal de destinação dos lucros sociais é medida excepcionalíssima, que só pode ser adotada quando esta se der em prejuízo do capital social”**.

Nesse mesmo sentido, o Parecer CVM/SJU nº 52/83: “É norma obrigatória do artigo 197, da Lei nº 6.404/76, que dispõe só poder constituir reserva de lucros a realizar o valor que exceder o montante global das demais reservas”.

A definição de lucro líquido é legal (§1º, do art. 197), e o seu montante decorre da apuração na forma e nos limites estabelecidos na norma. Portanto, não há discricionariedade do administrador na composição dessa parcela, que poderá responder por violação da lei ou do Estatuto Social⁵.

Parece-me que, no caso da EMAE, aplica-se o disposto nesse dispositivo, considerando-se o cálculo que inaugura a análise: o lucro líquido realizado é inferior ao montante do dividendo obrigatório de 25%, devendo ser constituída a reserva de lucros a realizar, depois das deduções das reservas legais, apenas sobre o excesso, e não sobre 100% dos dividendos, os quais devem ser distribuídos caso haja saldo (§6º, do artigo 202, da LSA).

Portanto, respondendo à primeira questão formulada, a reserva de lucros a realizar deve recair sobre o montante dos dividendos obrigatórios que

³ **Art. 202.** Os acionistas têm direito de receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, a parcela dos lucros estabelecida no estatuto ou, se este for omissivo, a importância determinada de acordo com as seguintes normas: [...]§ 6º Os lucros não destinados nos termos dos arts. 193 a 197 deverão ser distribuídos como dividendos.

⁴ **Art. 197.** No exercício em que o montante do dividendo obrigatório, calculado nos termos do estatuto ou do art. 202, ultrapassar a parcela realizada do lucro líquido do exercício, a assembleia-geral poderá, por proposta dos órgãos de administração, destinar o excesso à constituição de reserva de lucros a realizar.

⁵ **Art. 158.** O administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão; responde, porém, civilmente, pelos prejuízos que causar, quando proceder: [...]II - com violação da lei ou do estatuto.



exceder o lucro líquido do exercício, devendo ser distribuído o saldo realizado, que representa apenas uma fração do dividendo devido a esse título. Apenas na hipótese do §4º, do artigo 202, da LSA (pagamento de dividendo obrigatório incompatível com a situação financeira da companhia) é que a parcela poderá alcançar 100% dos dividendos obrigatórios, não sendo esse o caso, segundo se depreende da exposição da Diretoria Financeira⁶.

Para responder à segunda questão, devemos ter como baliza o as disposições do Estatuto Social da EMAE quanto à extensão e os limites das vantagens concedidas a título de dividendos obrigatórios e àquelas destinadas aos acionistas preferencialistas.

A esse respeito, o Estatuto Social da EMAE estabelece o seguinte:

ARTIGO 30 – Do lucro líquido ajustado na forma da lei, será distribuído um **dividendo** de, no **mínimo 25 %** (vinte e cinco por cento), assegurando às ações preferenciais a vantagem de percepção de dividendos 10 % (dez por cento) maiores do que os atribuídos às ações ordinárias.

Parágrafo primeiro – **O dividendo obrigatório** poderá ser pago pela companhia sob a forma de juros sobre o capital próprio (**g.n.**).

O dispositivo pode ser fracionado em duas partes: a primeira alusiva ao dividendo obrigatório e a segunda, a uma das vantagens concedidas aos acionistas preferencialistas.

Aparentemente, o Estatuto da Companhia teria estabelecido um dividendo obrigatório de 25% genérico, ou seja, sem discriminar a qual classe de ação seria destinado, uma vez que a vantagem prevista nesse artigo para os acionistas preferencialistas é um dividendo 10% maior do que os atribuídos às ações ordinárias. É um limite de distribuição de dividendos a quaisquer classes de ações, e não a uma ação especificamente.

Reforça esse entendimento o disposto no inciso III, do artigo 4º, do Estatuto Social, que prevê a mesma vantagem de dividendo majorado, sem, contudo, aludir se trate de um dividendo mínimo obrigatório.

⁶ **Art. 202.** [...] § 4º O dividendo previsto neste artigo não será obrigatório no exercício social em que os órgãos da administração informarem à assembleia geral ordinária ser ele incompatível com a situação financeira da companhia. O Conselho Fiscal, se em funcionamento, deverá dar parecer sobre essa informação e, na companhia aberta, seus administradores encaminharão à Comissão de Valores Mobiliários, dentro de 5 (cinco) dias da realização da assembleia geral, exposição justificativa da informação transmitida à assembleia.

A especialidade do artigo 4º reclama uma sistematização detalhada das vantagens atribuídas às ações preferenciais, não cabendo uma extensão de direitos nele não previstos, como, por exemplo, o dividendo obrigatório ou mínimo especificamente a essa classe de ações. *In verbis*:

Artigo 4º - [...]

Parágrafo único – As ações preferenciais não terão direito de voto, mas farão jus a:

- I prioridade no reembolso do capital, com base no capital integralizado, sem direito a prêmio, no caso de liquidação da sociedade;
- II direito de participar dos aumentos de capital, decorrentes de correção monetária e da capitalização de reservas e lucros, recebendo ações da mesma espécie;
- III **direito a dividendos 10% (dez por cento) maiores do que os atribuídos às ações ordinárias;**
- IV direito de eleger e destituir um membro do conselho de administração em votação em separado, nas condições previstas na Lei nº 6.404/76 e suas alterações. (g.n.)

Obviamente que as vantagens das ações preferenciais tem como gatilho o pagamento do dividendo obrigatório, sendo tal pagamento a base de cálculo dessas vantagens. Essa sistemática permite o estabelecimento de uma proporcionalidade de direitos entre as duas classes de ações, porquanto às ações ordinárias, além do direito ao voto, cabe o dividendo obrigatório, ao passo que às ações preferenciais, em substituição ao direito de voto, cabem as vantagens pecuniárias superiores às atribuídas às ações ordinárias.

Não fosse assim, haveria uma distorção no valor dessa parcela, pois seriam devidos 25% de dividendos mínimos obrigatórios a cada uma das classes de ações, e não menos do que isso, redundando, ao final, em um dividendo mínimo obrigatório devido pela companhia de 50% (25% para as ações ordinárias e 25% para as ações preferenciais, que ainda teriam um aumento sobre os 25% devidos às primeiras).

A redação do artigo 30, do Estatuto Social, parece abarcar as hipóteses legais de dividendo obrigatório e aumentado. Segundo as regras de hermenêutica, a regra especial do artigo 4º prevalece sobre a regra geral do artigo 30 (*lex specialis derogat lex generalis*), evitando uma interpretação absurda. Esse entendimento é corroborado pela redação do §1º do artigo 17, da LSA, apontando hipóteses alternativas de vantagens às ações preferenciais, não cumulativas.

Portanto, aos acionistas preferencialistas da EMAE, segundo esse entendimento, a vantagem existente a título de dividendos é aquela que a LSA



chama de dividendo aumentado de 10%, previsto no inciso II, do §1º, do artigo 17⁷, dessa lei.

Tal vantagem visa a permitir que as ações preferenciais sejam admitidas à negociação no mercado de valores mobiliários, caso das ações da EMAE (§1º, caput, do artigo 17, da LSA).

Nesse sentido:

Coisa diversa do dividendo obrigatório do art. 202 da Lei das S.A. é o dividendo majorado de que trata o inciso II do §1º do art. 17 da mesma lei, isto é, a vantagem que for atribuída aos titulares de ações preferenciais 'ao recebimento de dividendo, por ação preferencial, pelo menos 10% (dez por cento) maior do que o atribuído a cada ação ordinária'. Esse dividendo não é o dividendo obrigatório, que a lei assegura a todos os acionistas no art. 202. Esse dividendo é um dividendo que a lei incluiu dentre o leque de opções de que trata o art. 17, com as quais se busca compensar os acionistas titulares de ações preferenciais sem voto pela perda desse direito de voto (Colegiado da CVM, Proc. RJ2006/0594 e RJ2005/0147, Reg. 5043/06, Rel. Presidente Marcelo Fernandez Trindade, j. 10.7.2007).

Entendimento diverso decorreria da combinação do dispositivo estatutário (art. 30) acima mencionado com a regra do artigo 17, da LSA, criando, para as ações preferenciais da EMAE, o direito a um dividendo mínimo (e obrigatório) de 35%, além dos 25% devidos às ações ordinárias. Não parece ser essa a melhor interpretação, pois criaria um tipo de ação que poderíamos denominar de ações superpreferenciais, cujos direitos seriam muito superiores àqueles declarados na legislação sobre o assunto.

Sob essa ótica, não incidiria a hipótese do artigo 203, da LSA, no sentido de afastar a aplicação dos artigos 194 a 197 e 202, todos dessa lei, às ações preferenciais, pois estaríamos diante de dividendo diverso do previsto nesse dispositivo (dividendo mínimo ou fixo).

Todavia, considerando a equivocidade do dispositivo estatutário, poderia haver quem o interpretasse no sentido diverso: de que também às ações

⁷ **Art. 17. [...]** § 1º Independentemente do direito de receber ou não o valor de reembolso do capital com prêmio ou sem ele, as ações preferenciais sem direito de voto ou com restrição ao exercício deste direito, somente serão admitidas à negociação no mercado de valores mobiliários se a elas for atribuída pelo menos uma das seguintes preferências ou vantagens: [...] II - **direito ao recebimento de dividendo, por ação preferencial, pelo menos 10% (dez por cento) maior do que o atribuído a cada ação ordinária;** [...] (g.n.)



preferenciais se estenderia o dividendo mínimo obrigatório, o que confirmaria a regra do artigo 203 segundo a qual, para os preferencialistas, o mínimo é intangível, afastando a aplicabilidade do artigo 197, da LSA, no sentido de impossibilitar a criação de reserva de lucros a realizar.

Há entendimento da CVM de que o artigo 203, da LSA, afastaria a incidência total de constituição de reserva de lucros a realizar para o dividendo obrigatório dos preferencialistas, no seguinte sentido:

Evidentemente, para as ações preferenciais (art. 203), cuja vantagem consista no recebimento de um dividendo fixo ou mínimo, a proteção legal foi ainda maior, ao afastar a incidência da reserva de lucros a realizar e da reserva especial de que trata o parágrafo 5º do artigo 202. **(Colegiado da CVM, Processo nº RJ2001/12367, Reg. 3529/2002, Rel. Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos, j. 23.4.2002).**

No mesmo sentido:

Assim é que o art. 230 estabelece expressamente que a constituição de qualquer reserva (estatutária, lucros a realizar, retenção), exceto a legal, não prejudicará o pagamento do dividendo mínimo ou fixo das ações preferenciais. O mesmo artigo 203 estabelece, também, que a faculdade de a companhia deixar de pagar o dividendo obrigatório por incompatibilidade com a situação financeira da companhia estabelecida no parágrafo 4º, do art. 202 não se aplica às ações preferenciais com dividendo fixo ou mínimo. Evidentemente, estas proteções não se aplicam às ações preferenciais cuja vantagem seja a prioridade no reembolso de capital, nem àquelas que tenham direito ao dividendo aumentado de 10% ou de participar na oferta pública obrigatória de que trata o art. 254-A. Tudo isso prova, e prova demais, que o dividendo obrigatório não se confunde com o dividendo mínimo ou fixo atribuído como vantagem das ações preferenciais e possuem conteúdos e proteções absolutamente específicos e não atribuíveis às demais ações preferenciais (Colegiado da CVM, MEMO/SEP/ nº 055/98, Reg. 1838/98, Rel. Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos, j. 8.1.2003).

A gênese desse dispositivo é a de que a constituição de reserva de lucros a realizar não pode prejudicar o direito dos acionistas preferenciais de receber os dividendos obrigatórios ou mínimos, sob pena de gerar prejuízos aos titulares dessas ações.

Todavia, como vimos de ver, a proteção do artigo 203 não se aplicaria às ações preferenciais cuja vantagem seja a prioridade no reembolso de capital, ou **àquelas que tenham direito ao dividendo aumentado de 10% ou**



de participar da oferta pública obrigatória prevista no artigo 254-A, da LSA (Parecer CVM/SJU nº 67/82).

Ainda que a previsão estatutária estabelecesse o pagamento de dividendo obrigatório ou mínimo para as ações preferenciais, atraindo incidência da regra do artigo 203, da LSA, o limite possível para o pagamento desses dividendos é a existência de lucros realizados, sob pena de acarretar a descapitalização da companhia, que teria de socorrer-se de empréstimos ou outras fontes de financiamento para o pagamento de dividendos sobre lucros contábeis.

Conclusão:

Por todo o exposto, em resposta às questões formuladas, temos a seguinte síntese:

1 - A reserva de lucros a realizar deve recair sobre o montante dos dividendos obrigatórios que exceder a parcela realizada do lucro líquido do exercício, devendo o montante realizado desse lucro ser distribuído integralmente aos acionistas, na proporção devida a cada classe de ações. Isso porque os dividendos obrigatórios de 25% previstos no artigo 30, do Estatuto Social da EMAE tem como base de cálculo o lucro líquido do exercício, e não o lucro realizado (artigo 202, da LSA). Caso não haja outra reserva prevista na lei (artigos 194 a 195-A, todos da LSA) ou no Estatuto Social da EMAE, a destinação da parcela remanescente do lucro líquido não realizado do exercício que excede o montante dos dividendos obrigatórios deverá constituir a reserva de lucros a realizar (artigo 199, da LSA).

2 - Os acionistas preferencialistas da EMAE são detentores do direito ao dividendo aumentado, nos termos dos artigos 4º e 30, ambos do Estatuto Social da EMAE, e não de dividendos fixos ou mínimos previstos no artigo 203, da LSA, devendo receber uma parcela 10% superior àquela paga aos acionistas detentores de ações ordinárias, observado o disposto no item 1, acima.

É o parecer.


Pedro Eduardo Fernandes Brito
OAB/SP 184.900