



MINISTÉRIO DA ECONOMIA  
Secretaria Especial de Produtividade e Competitividade  
Secretaria de Acompanhamento Econômico  
Subsecretaria de Advocacia da Concorrência  
Coordenação-Geral de Concorrência no Sistema Financeiro

## PARECER SEI Nº 13665/2022/ME

**Assunto:** manifestação sobre a flexibilização da obrigatoriedade de distribuição de dividendos constante na Lei das Sociedades Anônimas.

Processo SEI nº 10099.100706/2022-04

### 1. Introdução<sup>1</sup>

1. A Secretaria de Acompanhamento Econômico do Ministério da Economia (Seae/ME) apresenta, por meio deste parecer, considerações sobre obrigatoriedade de distribuição de dividendos e direitos dos investidores minoritários, contida na Lei 6.404/76 (Lei das Sociedades Anônimas), com a intenção de contribuir para o aprimoramento do arcabouço regulatório do setor nos termos de suas atribuições, definidas na Lei nº 12.529, de 30 de novembro de 2011, e no Decreto nº 9.745, de 08 de abril de 2019<sup>2</sup>.

2. A Lei das Sociedades Anônimas (LSA) foi promulgada em 1976 como um avanço na regulação do tema, inovando em vários aspectos para a época. O mercado era frágil e a regulação sobre ele incipiente. Ainda em 1976, a Lei 6.385 cria a Comissão de valores Mobiliários. Nos últimos anos, a LSA passou por modificações tais como as efetuadas pela Lei nº 14.195/21, com mudanças na proteção aos acionistas minoritários, e pela Lei Complementar nº 182, de 1º de junho de 2021 - marco legal das *start-ups* que fez mudanças na distribuição dos dividendos das sociedades anônimas fechadas e abertas de menor porte.

3. A Exposição de Motivos da LSA não é clara sobre a lógica que propõe a obrigatoriedade de distribuição de dividendos, procurando “uma medida justa” e fugir de “posições radicais” para “proteção do acionista” (Brasil, 1976)<sup>3</sup>. Uma das eventuais explicações para a obrigatoriedade de dividendos no Brasil é sugerida no Livro de 40 anos da CVM, como se o dividendo fosse uma forma de diminuir as oscilações das ações:

*Com a incorporação de lucros, empresas já negociadas em bolsa distribuíam bonificações em novas ações, o que era mais um motivo para oscilações (positivas ou negativas) das cotações dos papéis. A distribuição de lucros por meio de dividendos não era ainda obrigatória. Por isso, os dividendos não chegavam a ser um destacado chamariz na atração de investidores. Títulos de empresas que pagavam dividendos regulares eram conhecidos como “ações de viúvas”, pois garantiam uma renda aos seus titulares, sem que o patrimônio principal tivesse que ser alienado. O que motivava mesmo os acionistas era o sobe e desce nas cotações nos pregões diários. (Vidor, 2016)*

4. Nota-se mais recentemente, segundo (La Porta *et al.*(2000) e Martins e Novaes (2012), que o pagamento mínimo de dividendos somente é obrigatório no Brasil, Chile, Colômbia, Grécia e Venezuela. Os percentuais definidos em cada país também são diferentes<sup>4</sup>, pois não há uma teoria que fundamente previamente qual deve ser a divisão entre dividendos e lucro. Tratar-se-ia de um vestígio do direito francês, mas cabe notar que a própria França não está nessa lista. Na França, como na grande maioria dos países, a diretoria submete a proposta os dividendos à assembleia geral em função dos investimentos necessários para fazer frente ao mercado.

5. Com efeito, a LSA não se preparou para essa nova tendência que inclusive já havia começado desde os anos setenta: a da menor propensão das firmas a pagar dividendos (Fama e French, 2001), no que poderia ser a recíproca de os acionistas considerarem os dividendos menos relevantes ou irrelevantes, como indicado por Modigliani e Miller (1958).

6. No Brasil, os dividendos não são tributados, o que torna seu pagamento particularmente valorizado pelo mercado, uma vez que a ausência de tributação permite uma maior apropriação pelos investidores. Nesse sentido, a atual configuração da política tributária incentiva o pagamento de dividendos, eventualmente afetando, portanto, a política de investimentos das empresas, com possível impacto macroeconômico sobre o crescimento do País, uma vez que a alíquota de ganho de capital, aplicável sobre os investimentos, é maior.

7. Desta forma, o objetivo principal do presente parecer é avaliar o tema da obrigatoriedade dos dividendos com foco nos

efeitos sobre o investimento e financiamento das empresas e na economia, e não apenas com foco na negociação dos títulos no mercado financeiro. Como objetivos secundários procura-se:

- verificar como a obrigatoriedade de distribuição de dividendos, entendida como uma restrição à livre alocação de capitais, pode se constituir em uma barreira à entrada de novas empresas no mercado acionário;
- verificar como a restrição à livre alocação de capitais mantém o custo dos recursos para investimento em um patamar mais elevado do que em um quadro com menos restrições e maior competição;
- Discutir a compreensibilidade/acessibilidade dos dispositivos sobre dividendos da LSA para diminuir os custos de entrada no mercado de capitais;
- Discutir a coerência e coesão dos mesmos para uma racionalidade econômica.

## 2. Da Análise

### 2.1 Dispositivos em questão

8. Os dispositivos da LSA a serem analisados são aqueles relacionados à distribuição obrigatória de dividendos. O principal dispositivo é o artigo 202 que trata do próprio dividendo obrigatório e estabelece parâmetros mínimos caso o estatuto não disponha sobre o tema:

#### *Dividendo Obrigatório*

**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: (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)**

*I - metade do lucro líquido do exercício diminuído ou acrescido dos seguintes valores:*

*a) importância destinada à constituição da reserva legal (art. 193); e*

*b) importância destinada à formação da reserva para contingências (art. 195) e reversão da mesma reserva formada em exercícios anteriores;*

*II - o pagamento do dividendo determinado nos termos do inciso I poderá ser limitado ao montante do lucro líquido do exercício que tiver sido realizado, desde que a diferença seja registrada como reserva de lucros a realizar (art. 197);*

*III - os lucros registrados na reserva de lucros a realizar, quando realizados e se não tiverem sido absorvidos por prejuízos em exercícios subsequentes, deverão ser acrescidos ao primeiro dividendo declarado após a realização.*

*§ 1º O estatuto poderá estabelecer o dividendo como porcentagem do lucro ou do capital social, ou fixar outros critérios para determiná-lo, desde que sejam regulados com precisão e minúcia e não sujeitem os acionistas minoritários ao arbítrio dos órgãos de administração ou da maioria.*

**§ 2º Quando o estatuto for omissivo e a assembléia-geral deliberar alterá-lo para introduzir norma sobre a matéria, o dividendo obrigatório não poderá ser inferior a 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido ajustado nos termos do inciso I deste artigo.**

*§ 3º A assembléia-geral pode, desde que não haja oposição de qualquer acionista presente, deliberar a distribuição de dividendo inferior ao obrigatório, nos termos deste artigo, ou a retenção de todo o lucro líquido, nas seguintes sociedades:*

*I - companhias abertas exclusivamente para a captação de recursos por debêntures não conversíveis em ações;*

*II - companhias fechadas, exceto nas controladas por companhias abertas que não se enquadrem na condição prevista no inciso I.*

*§ 4º O dividendo previsto neste artigo não será obrigatório no exercício social em que os órgãos da administração informarem à assembléia-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 assembléia-geral, exposição justificativa da informação transmitida à assembléia.*

*§ 5º Os lucros que deixarem de ser distribuídos nos termos do § 4º serão registrados como reserva especial e, se não absorvidos por prejuízos em exercícios subsequentes, deverão ser pagos como dividendo assim que o permitir a*

*situação financeira da companhia.*

*§ 6o Os lucros não destinados nos termos dos arts. 193 a 197 deverão ser distribuídos como dividendos.*

9. A ideia da LSA era fazer com que o estatuto formalizasse a política de dividendos, forçando a existência de um mínimo a ser “voluntariamente” distribuído, via uma penalização que obrigaria as companhias então existentes a distribuir 50% ou 25% do lucro. Além disso, implicitamente, estabelecia que qualquer mudança nos dividendos teria que passar por um processo mais qualificado de mudança estatutária. Na mesma linha, a distribuição ajudaria a minimizar as fraudes no mercado de capitais - significantes antes da LSA - já que a expectativa do dividendo orientaria o acionista a ser mais ativo no acompanhamento das companhias, ante um mercado mais frágil e um quadro institucional de fiscalização ainda incipiente.

10. Apesar de o caput do art. 202 deixar espaço para a decisão estatutária, outros elementos acabam dando suporte ao percentual mínimo definido no §2º. O artigo 17, inciso I, faz a remissão aos mesmos 25% como mínimo, mas adiciona “na forma do art. 202”, o que é uma referência imprecisa à possibilidade de que o estatuto possa prevalecer e estabelecer pagamento de dividendos inferior aos 25%:

#### *Ações Preferenciais*

*Art. 17. As preferências ou vantagens das ações preferenciais podem consistir:*

*I - em prioridade na distribuição de dividendo, fixo ou mínimo;*

*II - em prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele; ou*

*III - na acumulação das preferências e vantagens de que tratam os incisos I e II.*

*§ 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:*

***I - direito de participar do dividendo a ser distribuído, correspondente a, pelo menos, 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido do exercício, calculado na forma do art. 202, de acordo com o seguinte critério:***

*a) prioridade no recebimento dos dividendos mencionados neste inciso correspondente a, no mínimo, 3% (três por cento) do valor do patrimônio líquido da ação; e*

*b) direito de participar dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias, depois de a estas assegurado dividendo igual ao mínimo prioritário estabelecido em conformidade com a alínea a; ou*

*II - direito ao recebimento de dividendo, por ação preferencial, pelo menos 10% (dez por cento) maior do que o atribuído a cada ação ordinária; ou*

*III - direito de serem incluídas na oferta pública de alienação de controle, nas condições previstas no art. 254-A, assegurado o dividendo pelo menos igual ao das ações ordinárias.*

*§ 2o Deverão constar do estatuto, com precisão e minúcia, outras preferências ou vantagens que sejam atribuídas aos acionistas sem direito a voto, ou com voto restrito, além das previstas neste artigo.*

*§ 3o Os dividendos, ainda que fixos ou cumulativos, não poderão ser distribuídos em prejuízo do capital social, salvo quando, em caso de liquidação da companhia, essa vantagem tiver sido expressamente assegurada.*

*§ 4o Salvo disposição em contrário no estatuto, o dividendo prioritário não é cumulativo, a ação com dividendo fixo não participa dos lucros remanescentes e a ação com dividendo mínimo participa dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias, depois de a estas assegurado dividendo igual ao mínimo.*

*§ 5o Salvo no caso de ações com dividendo fixo, o estatuto não pode excluir ou restringir o direito das ações preferenciais de participar dos aumentos de capital decorrentes da capitalização de reservas ou lucros (art. 169).*

*§ 6o O estatuto pode conferir às ações preferenciais com prioridade na distribuição de dividendo cumulativo, o direito de recebê-lo, no exercício em que o lucro for insuficiente, à conta das reservas de capital de que trata o § 1o do art. 182.*

*§ 7o Nas companhias objeto de desestatização poderá ser criada ação preferencial de classe especial, de propriedade exclusiva do ente desestatizante, à qual o estatuto social poderá conferir os poderes que especificar;*

*inclusive o poder de veto às deliberações da assembléia-geral nas matérias que especificar.*

11. Em outro momento, no artigo 152, que trata da remuneração dos executivos, a LSA emprega uma linguagem menos ambígua ao permitir, em seu §2º, a remuneração variável dos executivos em função dos lucros apenas se obedecidos o pagamento de dividendos obrigatórios em 25% do lucro líquido.

#### *Remuneração*

*Art. 152. A assembléia-geral fixará o montante global ou individual da remuneração dos administradores, inclusive benefícios de qualquer natureza e verbas de representação, tendo em conta suas responsabilidades, o tempo dedicado às suas funções, sua competência e reputação profissional e o valor dos seus serviços no mercado.*

***§ 1º O estatuto da companhia que fixar o dividendo obrigatório em 25% (vinte e cinco por cento) ou mais do lucro líquido, pode atribuir aos administradores participação no lucro da companhia, desde que o seu total não ultrapasse a remuneração anual dos administradores nem 0,1 (um décimo) dos lucros (artigo 190), prevalecendo o limite que for menor.***

*§ 2º Os administradores somente farão jus à participação nos lucros do exercício social em relação ao qual for atribuído aos acionistas o dividendo obrigatório, de que trata o artigo 202.*

12. O limite de 25% dado no §1º pode ser um dos maiores contribuintes para a fixação do patamar de 25%<sup>5</sup>, uma vez que seu não atendimento pode abrir margens para litigância sobre a remuneração da Diretoria que é a responsável por organizar eventuais mudanças de estatuto. O §2º, por sua vez, traz mais um incentivo à diretoria a não usar todo o lucro para investimentos, eventualmente tomar capital emprestado e fazer a distribuição dos dividendos, se quiserem ter a remuneração pela performance sem adotar subterfúgios que se apoiam em interpretações elaboradas que permitiriam contornar a regra em tela.

13. De fato, apesar da linguagem mais direta, o significado não é pacífico. Segundo Robert (2009), o artigo representa a engenhosidade do legislador ao alinhar os interesses de acionistas e administradores aos 25%. Mas conforme a bibliografia pesquisada pelo mesmo autor, há divergências na doutrina e na jurisprudência, sendo permitido que ocorra o pagamento de bônus aos executivos mesmo que o dividendo obrigatório seja inferior ao mínimo de 25% estipulados pela norma<sup>6</sup>.

14. Deve ser lembrado que é prática usual no mercado que os executivos e outros funcionários tenham participação nos resultados, não necessariamente lucro [isso precisaria ficar mais claro]. Como exemplo, para empresas que vêm de uma sequência de prejuízos (sem lucros a dividir), exigir o pagamento mínimo de 25% de dividendos, pode forçar as companhias a usarem meios menos eficientes e/ou pouco transparentes para o pagamento vinculado à performance, como salários mais altos e opções de ações, sendo necessário enfatizar que o caput do art. 202 trata de “benefícios de qualquer natureza” e que a vinculação aos 25% é bem explícita.

15. Assim, o que ocorre é uma idiossincrasia da LSA que acabou criando uma arquitetura legal que induz a escolha de 25% do lucro como dividendo obrigatório. Isto é, o comando do art. 202 permite a escolha do percentual (desde que não seja 0), mas os arts. 17 e 152 acabam orientando essa escolha para a grande maioria das empresas. De fato, observa-se que quase 90%<sup>7</sup> das empresas listadas em bolsa adotam o percentual de 25% como dividendo obrigatório, no entendimento de que as contradições desses dispositivos e a melhor prática administrativa direcionam para esse número. Dentro da teoria comportamental, em que *nudges* orientam a uma determinada escolha “certa”, entendemos que a LSA, ainda que despretensiosamente, pode ter criado um *nudge* efetivo a favor da fixação do percentual mínimo de 25% como dividendos.

16. Além dos citados, outros artigos da Lei também tratam do dividendo obrigatório, notadamente quanto ao seu cálculo, disciplinando as reservas e inibindo uma maior flexibilidade para a retenção de lucros para investimentos, como já observado no §2º do artigo 152.

## **2.2 Política de dividendos**

17. Segundo o Corporate Finance Institute<sup>8</sup>, uma *política de dividendos é o método [preanunciado] por uma empresa para determinar a frequência e o montante dos seus dividendos*. De forma simplificada, os métodos podem ser enquadrados em quatro tipos:

- Regular: promete um dividendo fixo em valor em frequência constante;
- Estável: promete um dividendo fixo em percentual do lucro, se houver;
- Irregular: a companhia não se obriga a pagar dividendos e pode reter os lucros para expansões/investimentos;
- Sem dividendo: lucros são sempre reinvestidos em expansão da empresa.

18. Enquanto nas duas primeiras há um compromisso com o dividendo, nas duas últimas há um compromisso com política de crescimento da empresa. Não obstante, deve ser lembrado que, em qualquer política, a diretoria apenas submete a proposta de dividendos/investimentos e a assembleia aprova ou não.

19. A política de dividendos pode estar inscrita no estatuto ou em documentos vinculantes<sup>9</sup> da empresa, de forma a expressar um alinhamento de expectativas de investidores e gestores quanto a probabilidade de futuros pagamentos. Mudanças de cenários podem acarretar uma quebra de expectativas quanto aos dividendos que repercute no valor de mercado da empresa. Todavia, quando inscrita no estatuto, se torna mais difícil de alterar, visto que reformas do estatuto exigem quóruns qualificados e, no caso do Brasil, alterações para menor nos dividendos exigem a oferta de recompra de ações dos investidores dissidentes.

20. No Brasil, não há liberdade para a empresa alterar o seu tipo de política de dividendos. A Lei exige que seja estabelecido no estatuto um percentual mínimo, maior que zero, do lucro alocado para o dividendo. Em conformidade com os artigos dispostos anteriormente, a única política de dividendos possível no Brasil, por força de Lei, é a política estável – em termos de *payout* da companhia, já que para o investidor, o crédito ocorre apenas se ela tiver lucro e a taxa percentual fica a depender do preço de compra da ação.

### 2.3 Da evolução do mercado nacional e internacional

21. No Brasil, segundo Moura (2020), 89% da B3 tem estatutos com estabelecendo o percentual de 25%. Isso ocorre quase 50 anos após a edição da LSA e mesmo que os 25% não sejam o mínimo estipulado pelo art. 202. Como mais um exemplo da redação pouco clara da LSA, é usual que os estatutos da empresa façam referência aos 25% e/ou ao próprio artigo 202, quando não a ambos, como o estatuto da Companhia Siderúrgica Nacional:

*Estatuto CSN Art. 33 - A Companhia distribuirá como dividendo, em cada exercício social, **no mínimo 25%** (vinte e cinco por cento) do lucro líquido do exercício, nos termos do art. 202, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 e observado o artigo 30 deste Estatuto” (grifos nossos)*

22. Não obstante, é preciso deixar claro que a LSA permite que o estatuto preveja um dividendo menor que 25%, ainda que force ele a ser uma “parcela” maior que zero. Segundo Moura (2020), várias companhias já apresentaram em seus estatutos dividendos menores que os 25%, destacando:

- Atacadão S.A. (0,1%)
- OSX Brasil S.A. (0,001%)
- Petro Rio S.A. (0,001%)
- Enauta Participações S.A. (0,001%)

23. Todavia, essas empresas têm de contornar as questões apontadas nos artigos 17 e 152, respectivamente, o direito ao dividendo de 25% aos acionistas de ações preferenciais e não pagamento aos administradores quando o dividendo é inferior a 25%. As empresas fazem isso tendo apenas ações ordinárias (o que também é uma condição para o Novo Mercado da Bolsa de Valores B3) e usando outras formas de remuneração menos vinculadas ao desempenho, respectivamente.

24. Observe-se que as empresas citadas com dividendos bem baixo fazem parte do que é conhecido como empresas de crescimento, que desenvolvem estratégias para ganhar mercado rapidamente. Elas precisam de muitos recursos para financiar sua estratégia e, predominantemente no mundo, não distribuem dividendos para poder usá-los como parte do seu financiamento. Desta forma, elas barateiam seu custo do financiamento e sinalizam ao mercado com o uso de seu próprio recurso a confiança na sua tese de crescimento.

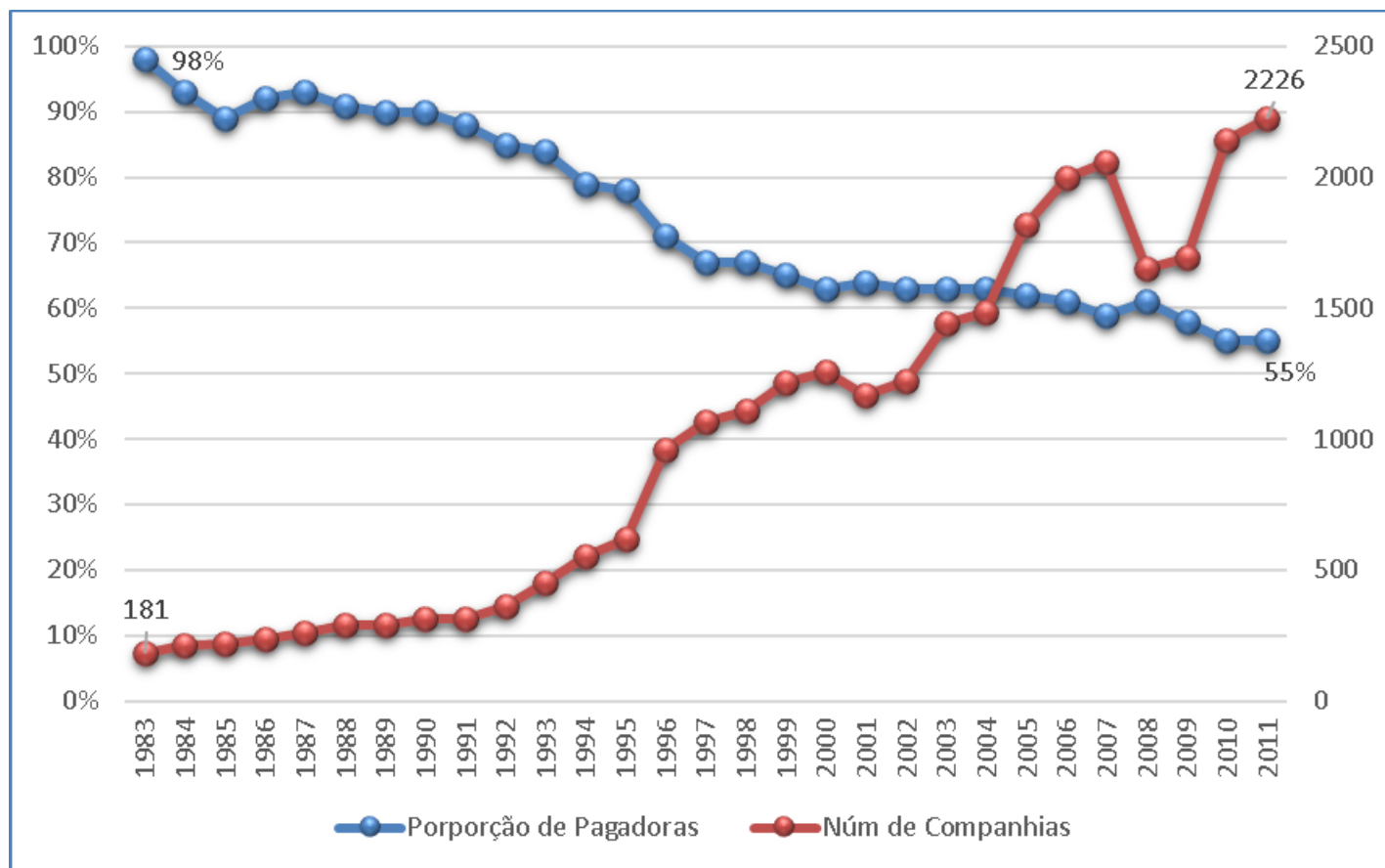
25. Em contraposição ao conceito de empresa de crescimento vem o conceito de empresas de dividendos, no sentido de que empresas que pagam grandes dividendos têm probabilidade menor de crescerem muito. No mercado financeiro também é conhecida a divisão entre carteiras de crescimento e carteiras de dividendos.

26. Eugene Fama, laureado com o prêmio Nobel por suas pesquisas em finanças, já havia apontado no mercado americano uma tendência a diminuição das empresas pagadoras de dividendos. Segundo Fama e French (2001), “A proporção de empresas que pagam dividendos em dinheiro cai de 66,5% em 1978 para 20,8% em 1999, em parte devido à mudança nas características das empresas de capital aberto”. Em 2010, no *blog*<sup>10</sup> dos mesmos autores, eles afirmam que a proporção de aproximadamente 20% para as

empresas que pagam dividendos e 80% para as que não pagam continua válida. Para Konieczka e Szyszka (2014) a tendência existe mesmo para empresas de maior capitalização e lucratividade<sup>11</sup>, conforme gráfico a seguir.

### Gráfico I

Percentual de empresas que pagam dividendos, de uma amostra de empresas listadas nas bolsas de valores AMEX, NASDAQ e NYSE com capitalização superior a 100 milhões de dólares e lucro líquido superior a 10 milhões de dólares em 1983-2011



Fonte: Konieczka e Szyszka, 2014

27. No mesmo artigo (Konieczka e Szyszka, 2014), os autores notam também uma tendência de diminuição no dividendo pago, mesmo entre empresas que apresentam capitalização e lucratividade acima da média. Segundo os autores:

*a decline in the tendency to pay out dividends can be linked to the fact that over time investors have assigned lower and lower weight to dividends, and, in turn, were less and less willing to reward dividend-paying companies with high valuations.*

28. Sob esse aspecto empresas de crescimento versus empresas de dividendo, o mercado de capitais brasileiro, no que concerne à parte vista em sua bolsa de valores, encontra-se no lado oposto ao mercado internacional. No Brasil, em vista da obrigatoriedade da distribuição de dividendos, praticamente todas as empresas com lucro do tipo sociedade anônima são obrigadas a distribuir (dentro da condicionalidade), potencialmente diminuindo o investimento e aumentando o consumo.

29. Nos Estados Unidos da América há casos emblemáticos de empresas de crescimento que não pagam dividendos por anos (e deixam isso claro para o acionista). Até 2020, 8 das 25 maiores empresas americanas não pagavam dividendos<sup>12</sup>: Amazon, Google, Facebook, Berkshire Hathaway, Tesla, Paypal, Adobe Inc, Netflix. Na lista, destacam-se empresas ligadas ao setor de tecnologia. Nesse aspecto, (Konieczka e Szyszka, 2014) verificaram, entre as empresas de maior capitalização e lucratividade nos EUA, quais são os setores que apresentam mais empresas pagadoras de dividendos, conforme tabela a seguir:

Tabela 1

Proporção por setor de companhias pagadoras de dividendos na amostra

Setor	% de pagadoras de dividendos
Serviços básicos	95%
Financeiro	83%
Matérias primas	65%
Energia	60%
Consumo suprimentos	58%
Manufatura/Indústria	55%
Telecomunicações	50%
Consumo discricionário	42%
Saúde	28%
Tecnologia da informação	27%

Fonte: (Konieczka e Szyszka, 2014)

30. A Tabela anterior denota que existe uma propensão a pagar diferente entre os setores, indicando também que não poderia haver uma regra que sugerisse um percentual de pagamento de dividendos que pudesse ser generalizado para todas as empresas. Os setores de serviços básicos e financeiro, que lideram a tabela, são reconhecidos no mundo por serem grandes pagadores de dividendos, por usualmente possuírem elevada formação de caixa e estarem em atividades mais consolidadas. Tendo em vista essas características, quando da investigação de fatores para o pagamento de dividendos, vários pesquisadores os retiram de suas pesquisas (VANCIN, 2018). Coincidentemente, estes setores sempre foram dominantes nas bolsas brasileiras, o que pode ter colaborado na proposta legal de obrigatoriedade dos dividendos.

#### 2.4 Mercado de capitais, desenvolvimento, investimento e dividendos

31. Segundo a Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2019), o mercado de capitais é o:

*segmento do mercado financeiro em que são criadas as condições para que as empresas captem recursos diretamente dos investidores, através da emissão de instrumentos financeiros, com o objetivo principal de financiar suas atividades ou viabilizar projetos de investimentos. Adicionando ainda que no mercado de capitais o risco da operação em que os recursos são aplicados é assumido pelos próprios investidores.*

32. A característica do retorno incerto é a grande peculiaridade do mercado de capitais sendo uma contrapartida da parte mais inovadora da economia, isto é, os investidores aceitam o risco de perder todo o recurso colocado ante um potencial maior de retorno, tendo em vista projetos de expansão ou inovação. Vários organismos internacionais reforçam esse aspecto, dentre eles a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico -OCDE:

*From a company's perspective, there are two characteristics that make equity capital different from other forms of capital that the company can use. First, providers of equity capital (the shareholders) are not guaranteed any fixed interest rate or any given rate of return on the money that they invest. Second, once the equity capital is provided to the company, shareholders cannot withdraw their individual stakes. These characteristics mean that equity capital is crucial to, and particularly well suited for, long-term corporate investments that have an uncertain outcome, such as research, innovation and the development of new technologies.(OECD, 2016)*

33. Enquanto na teoria, e na prática, são reconhecidas essas características do mercado de capitais, algumas definições do mercado de capitais a partir do direito brasileiro incorporam a necessidade de retorno do capital investido sob a forma de dividendos, em caso de lucro, tais como:

*“a função econômica essencial do mercado de capitais é a de permitir às empresas, mediante a emissão pública de seus valores mobiliários, a captação de recursos não exigíveis para o financiamento de seus projetos de investimento ou mesmo para alongar o prazo de suas dívidas; como não se tratam de empréstimos, a companhia não está obrigada a devolver os recursos aos investidores (exceto no caso de debêntures ou commercial papers, que também integram o mercado de capitais), mas, isto sim, a remunerá-los, sob a forma de dividendos, caso apresente lucros em suas demonstrações financeiras.” (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, 2008, p.8)*

34. No entanto, a obrigatoriedade de distribuição de dividendos, de uma forma geral, afeta os investimentos, pois parte do montante a ser investido vem justamente dessa parte do lucro. Consequentemente os processos de inovação também são potencialmente afetados, não apenas pela diminuição do montante a ser investido, mas também pela menor capacidade de a empresa defender sua tese de investimento pondo mais recursos próprios em risco no jogo<sup>13</sup>, diminuindo sua credibilidade até mesmo para levantar recursos (Kirch e Vancin, 2022). Cabe notar que mesmo onde a distribuição não é obrigatória, há muitas empresas que distribuem dividendos. Seu eventual pagamento tem mais a ver com os ciclos da empresa, do setor e da economia e não necessita de uma regra que seja aplicada às empresas indistintamente, sendo necessária maior flexibilidade. Nesse sentido, vale uma citação mais longa da OCDE sobre a retenção de lucros para investimento:

*The importance of retained earnings*

*With respect to the corporation's capacity to invest, it is important to recognise that the amount of equity capital available is not necessarily limited to the amount of equity that shareholders' provide when the corporation is first set up. Instead, every year, corporate profits that are not paid out to the shareholders in the form of dividends or share buybacks are kept in the company as retained earnings. These retained earnings can be viewed as a continuous injection of new equity capital from the shareholders and play a major role in the ability to finance investments in both tangible and intangible assets.*

*In advanced economies between 1995 and 2010, it is estimated that on **average 66% of corporate investments** were financed by shareholder capital **in the form of retained earnings**. In emerging market economies on the other hand, only 25% of corporate investments were financed by retained earnings (Group of Thirty, 2013). Figure 2 provides an aggregate overview of the relative distribution of different sources of financing for non-financial listed companies in all G20 countries, with shareholder's equity and retained earnings accounting for about 40 percent.*

(...)

*Equity capital in a macroeconomic context*

*The role of equity capital has also been addressed from a macroeconomic perspective. Studies by the IMF (2015) and OECD (Cournède et al., 2015) about the role of the financial sector for economic growth conclude that the composition of finance matters. Looking at developments over a fifty year period, the OECD report finds that **“more credit to the private sector slows growth in most OECD countries, but more stock market financing boosts growth”**. When this is the case, it underlines the importance that equity markets must be fit for their purpose to serve their role as providers and efficient allocators of equity to growth companies. To ensure that equity market structures and institutions serve this role is not only a concern for countries with developed capital markets. It is at least as relevant to those countries that are currently in the process of developing their stock markets and for that purpose have the advantage of learning from the last 20 years experiences of more developed economies.*

35. Importante frisar que há duas escolas sobre o tema: dividendo como instrumento de governança e dividendo como limitador das empresas (como vem sendo tratado no texto). Segundo VANCIN (2018): No primeiro, a política de dividendos [não necessariamente por exigência legal] pode ser utilizada para resolver problemas de agência, da má utilização do excesso de caixa para benefícios privados dos controladores [ou investimentos ruins]. Nesse caso, o lucro retido pela empresa é residual ao prometido de pagamento de dividendos, enquanto no caso oposto o dividendo é o resíduo da expectativa de aproveitamento de oportunidades de investimento pela companhia, avaliado periodicamente. A obrigatoriedade de distribuição de dividendo, sob a teoria de agência, é vista como uma arbitragem em favor dos acionistas em países com menor proteção legal no âmbito do direito francês (LaPorta et al., 2000) e que reduz o conflito entre gestores e acionistas. Outro ponto que ajudou a consolidar o paradigma favorável à obrigatoriedade dos dividendos foi o trabalho de Martins e Novaes (2012), em que concluem que o retorno do dividendo foi maior no Brasil do que nos EUA e não tornou mais difícil o investimento pelas empresas.



36. Ainda, VANCIN (2018) e Kirch e Vancin (2022) trazem novas informações e evidências que contestam a obrigatoriedade de distribuição dos dividendos. A partir de uma amostra internacional de empresas, durante um grande período de tempo e realizando pareamentos de empresas entre países que apresentam obrigatoriedade da distribuição e dos que não apresentam, dentro de um ambiente global ou mais homogêneo como o Grupo de Brasil, Índia, Rússia e África do Sul (BRICS), os autores chegam as seguintes conclusões:

- *A mediana da variável Investimento (I)<sup>14</sup> para os países do banco de dados da Compustat Global selecionadas para o presente estudo é de 0.006. A partir deste resultado pode-se afirmar que os países que instituíram o dividendo obrigatório possuem resultados para esta variável menores ou iguais a mediana amostral, com exceção da Colômbia. Ou seja, a maioria dos países com dividendo obrigatório possuem baixos níveis de investimento corporativo - Brasil (0.006), Chile (0.006), Grécia (-0.000) e Venezuela (0.004).*
- *[Nos testes,] o dividendo obrigatório indica ser um fator prejudicial do investimento corporativo, uma vez que reduz os recursos próprios daquelas companhias que tem maior dependência deste.*
- *este efeito é ainda maior e mais relevante para as empresas restritas financeiramente, isto é, aquelas que mais necessitariam desta parcela do fluxo de caixa distribuída compulsoriamente para financiar suas atividades e investimentos (usualmente empresas jovens)*
- *ao tratar todos os casos igualmente, a lei acaba por prejudicar as empresas que dependem destes recursos para seu financiamento, prejudicando consequentemente os próprios acionistas destas*
- *as regras [sobre obrigatoriedade de dividendos] devem ser flexíveis o suficiente para acomodar as necessidades das empresas em diferentes fases de seus ciclos de vida.*

37. Em uma continuação de suas pesquisas, (Vancin e Kirch, 2020) apresentam resultados mais enfáticos sobre o tema (tradução livre):

- Ao analisar os valores medianos das distribuições, observamos que os países com os níveis mais altos de investimento corporativo são aqueles que não adotam a obrigatoriedade do dividendo (0,015). Os que adotam têm níveis mais baixos para esta variável (0,011), ou seja, uma primeira indicação da interferência desta lei na política de investimentos das empresas.
- Podemos inferir que as empresas do Brasil, Chile, Colômbia, Grécia e Venezuela, para o período selecionado e de acordo com a mensuração proposta das variáveis, apresentam maiores fluxos de caixa e Q de Tobin. Ainda assim, esse fato não se reflete em maior investimento.
- Podemos observar que os países que instituíram o dividendo obrigatório apresentam níveis da variável PIB<sub>c,t</sub> abaixo da mediana da amostra geral. Esses resultados já eram esperados, pois o primeiro grupo de países é reconhecido por seus baixos níveis de desenvolvimento humano e econômico.
- [os] fluxos de caixa são mais críticos para empresas em países que instituíram a dividendo obrigatório. Então esse dispositivo legal é justamente uma redução compulsória desses fluxos de caixa que poderiam ser usados para investimentos. Assim, o dividendo obrigatório da amostra de vários países indica que é um fator prejudicial para o investimento corporativo, pois reduz os recursos próprios das empresas que mais dependem dele
- podemos inferir que o dividendo obrigatório impacta negativamente 0,013 investimento corporativo.(...) a variável de investimento médio (I<sub>i,t</sub>) foi de 0,051. É possível inferir que o dividendo obrigatório **reduz o investimento das empresas em países que a adotam em cerca de 25% (0,013/0,051)**
- [Em amostra específica do grupo dos BRICS] Em termos de importância econômica, as empresas brasileiras, sujeitos ao dividendo obrigatório, tendem a investir 2% dos ativos a menos que seus pares residentes em outros países do BRICS. No investimento médio em toda a amostra, isso **representa quase 40% (0,02/0,051) menos investimento das empresas brasileiras.**

38. Os resultados de VANCIN (2018), Vancin e Kirch (2020) e Kirch e Vancin (2022) representam uma volta ao paradigma mais ortodoxo de que o dividendo obrigatório é um limitador importante da capacidade de investimento das companhias, o que pode acarretar atrasos no desenvolvimento econômico das empresas, e consequentemente, da nação. Segundo VANCIN (2018, *apud* Casagrande (2002)), a decisão de investimento pelos agentes econômicos constitui uma das mais importantes decisões econômicas, pois ela possui caráter determinante no desempenho da economia em nível agregado. Ou seja, o efeito negativo do dividendo obrigatório nas decisões microeconômicas de cada empresa acaba provocando um nível mais baixo de investimento macroeconômico. Outros trabalhos como o de Abecassis (2011) também reforçam que o investidor, mesmo o brasileiro, não está tão interessado em dividendos e que eles podem afetar significativamente o crescimento da empresa.

*Para os diferentes cálculos aqui realizados todos apontaram para o mesmo resultado. Os dividendos são negativamente relacionados ao valor da companhia, medido aqui pelo componente Q de Tobin. As razões como discutidas nas subseções anteriores podem ser diversas. Desde a perda do poder de sinalização desta variável até a conscientização do mercado quanto à existência de outras formas mais eficientes de remuneração do capital. (Abecassis, 2011)*

39. A redução do investimento causada pelo dividendo obrigatório também representa uma disfuncionalidade para o mercado de capitais, na medida em que parte dos recursos próprios das empresas são subutilizados pela distribuição dos dividendos, afetando o desenvolvimento econômico e a inovação. Segundo VANCIN (2018), pesquisas diversas demonstram a relação entre desenvolvimento do mercado de capitais e crescimento econômico, por exemplo. Assim, corrigir essa disfuncionalidade nos 5 países que a possuem ajudaria a fazê-los crescer mais rápido.

40. Outra relação apontada na literatura mostra a relação entre o ordenamento jurídico vigente e as regras de distribuição de dividendos (apud LaPorta et al. (2000), ):

*Empresas em países oriundos do Common law (onde a proteção ao investidor é melhor, inclusive conforme LaPorta et al. (1998a)) pagam mais dividendos do que países oriundos do Direito Civil francês. Adicionalmente, em países Common law, empresas com alto crescimento pagam menos dividendos do que empresas com baixo crescimento. Estes fatos suportam o “outcome model”, nos quais investidores em países com alta proteção legal utilizam de seus poderes para extrair mais dividendos das empresas, quando as oportunidades de reinvestimento são pobres.*

41. Em reconhecimento a todas essas dificuldades, ou, possivelmente, à falta de clareza que a Lei das SAs impõe ao financiamento das empresas, em 2021 foram feitas mudanças pontuais para atender ao modelo de “start-ups”. A Lei Complementar nº 182/ 2021 instituiu o marco legal das startups e do empreendedorismo inovador e alterou a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, no que concerne ao dividendo obrigatório, da seguinte forma:

*Art. 294. A companhia fechada que tiver receita bruta anual de até R\$ 78.000.000,00 (setenta e oito milhões de reais) poderá: (...)*

*§ 2º Nas companhias de que trata este artigo, o pagamento da participação dos administradores poderá ser feito sem observância do disposto no § 2º do artigo 152, desde que aprovada pela unanimidade dos acionistas. (...)*

*§ 4º Na hipótese de omissão do estatuto quanto à distribuição de dividendos, estes **serão estabelecidos livremente pela assembleia geral, hipótese em que não se aplicará o disposto no art. 202 desta Lei, desde que não seja prejudicado o direito dos acionistas preferenciais de receber os dividendos fixos ou mínimos a que tenham prioridade.***

*§ 5º Ato do Ministro de Estado da Economia disciplinará o disposto neste artigo.*

*Art. 294-A. A Comissão de Valores Mobiliários regulamentará as condições facilitadas para o acesso de companhias de menor porte ao mercado de capitais, e será permitido dispensar ou modular a observância ao disposto: (...)*

*III - no inciso I do caput do art. 109, nos §§ 1º e 2º do art. 111 e no art. 202 desta Lei, quanto ao recebimento de dividendo obrigatório; (grifos nossos)*

42. Portanto, para companhias fechadas com receita bruta até R\$ 78 milhões, a depender ainda de ato do Ministro da Economia, por decisão “livre” dos acionistas e, se não houver acionistas preferenciais (uma referência ao art.17, §1, III) a inscrição do dividendo no estatuto pode deixar de ser obrigatória. Já para as companhias abertas a liberdade ainda depende de regulação da CVM e somente para companhias de menor porte. Cabe notar que, para a tese de que atualmente o dividendo não é obrigatório, as inovações seriam dispensáveis, pois não seria preciso dispensar, modular ou regular a questão. Todavia, não só a redação do art. 202 não é clara a ponto de terem surgido, terem sido discutidos e aprovados esses pontos, como também ela modifica relações dos já citados e também questionáveis art. 17,§1, III e art. 152, 2º.

43. Não obstante a Lei das SA tenha apresentado uma melhoria com essas inovações no aspecto dos dividendos, é importante novamente frisar que mesmo empresas grandes e estabelecidas podem ter uma estratégia de crescimento e necessitar do capital próprio. Como já colocado na seção 2.3 deste Parecer, 8 das 25 maiores empresas americanas não pagam dividendos. Aumentando-se a amostra ao incluir empresas com menor volume do faturamento a proporção de empresas que não pagam dividendos fica ainda maior. Assim, apesar do benefício dos novos dispositivos, eles são insuficientes para a melhoria do ambiente de decisão de investimentos das empresas e seus benefícios para a economia.

44. Ademais, as modificações supracitadas reforçam a tese de que a interpretação correta da Lei das SAs é a de que o dividendo é obrigatório e de 25% para as empresas que não se encaixarem nas condições que permitem modular ou omitir o não pagamento de dividendos, que ainda dependem de regulamentações adicionais.

## 2.5 Regulação macroprudencial e política tributária

45. Durante crises, como a da pandemia de COVID-19, os maiores supervisores financeiros internacionais (FED/EUA, BoE/UK e European Systemic Risk Board –ESRB)<sup>15</sup> recomendam e restringem o pagamento de dividendos, recompras e bonificações de ações pelas instituições financeiras, incluindo as não bancárias, para diminuir o risco de crise sistêmica. Isso é feito após avaliações qualitativas ou após análises de testes de estresse com previsão de perdas financeiras significativas. Como o Sistema financeiro é nevrálgico para a economia, para reduzir a possibilidade de severidade da crise, o Estado, em seu dever de supervisão financeira, exerce seu poder de suspender esses desembolsos por parte das instituições financeiras de forma a preservar a liquidez delas até quando julgar que não há mais necessidade, tendo em vista a moderação da crise. Segundo a ESRB: *Such measures can enhance the resilience of the financial sector of the ongoing crisis, strengthening its capacity to lend to the real economy and reducing the risk of failures of financial institutions*(ESRB, 2020).

46. Esse tipo de restrição faz parte do arcabouço regulatório do Estado para supervisão do Sistema financeiro<sup>16</sup>, tendo sido usado também na crise financeira de 2008-2010. Ao mesmo tempo, as empresas foram incentivadas a promover sua aderência aos indicadores de liquidez supervisionados para poderem receber os empréstimos emergenciais<sup>17</sup>, melhorar sua liquidez e manter sua participação no mercado de crédito – o que pode ter sido particularmente útil para as instituições financeiras não bancárias.

47. Todavia, nesse aspecto, o Brasil apresenta mais uma distinção. Como normas administrativas não podem ser supervenientes ao comando legal, no Brasil, o Conselho Monetário Nacional (CMN)<sup>18</sup>, em linha com a interpretação de que o dividendo obrigatório é requerido por Lei a ser expresso no estatuto, só pôde proibir o pagamento de dividendos acima do mínimo (o *nudge* usual de 25%, ou estatuto), o que denota uma falha no marco regulatório de supervisão do Brasil e promove a fragilidade do sistema financeiro em um momento de crise. As instituições financeiras pouco podem fazer para amenizar a situação também já que a LSA, por meio do estatuto, as obrigaria a fazer a distribuição.

48. A obrigatoriedade da distribuição também acaba prejudicando a liquidez das instituições não financeiras, podendo aumentar a pressão sobre o sistema financeiro. Além disso, durante a crise da pandemia de COVID-19, vários programas de financiamento em vários países foram executados também sob a condição de não pagamento de dividendos e outras medidas de retenção de liquidez (OECD, 2021).

49. Assim, não obstante a preocupação macroprudencial estar diretamente relacionada às instituições financeiras, é necessário minimizar regras que levem as empresas não financeiras a se descapitalizarem, prejudicando sua capacidade de manter empregos e aumentando a sua possibilidade de recorrerem ao sistema bancário. Essa discussão também ocorreu no Chile, onde grande varejista, ao eclodir a crise da pandemia, distribuiu dividendos e posteriormente fez demissões em volume significativo<sup>19</sup>. Ressalta-se esse ponto não apenas para providenciar uma salvaguarda para que as autoridades financeiras possam vedar a distribuição de dividendos em tempos de crise, mas para mostrar a necessidade de uma desobrigação de distribuição dos dividendos para toda a economia, uma vez que, em tempos de crise a necessidade de liquidez é grande e os esforços governamentais para prover liquidez perdem força com a obrigação legal de distribuição<sup>20</sup>.

50. Também deve ser observado que um dos fatores que incentivam a distribuição de dividendos é a isenção de sua tributação na distribuição à pessoa física, ou uma tributação mais baixa que aquela dos ganhos de capital, que por sua vez, tem relação com os investimentos feitos pelas empresas para expandir seus mercados. Na maior parte dos países da OCDE e na média, a tributação sobre dividendos é maior que a tributação sobre ganhos de capital (Harding e Marten (OECD), 2018, pp.40, Tabela 14). Considerando a discussão sobre a tributação de dividendos vigente no Brasil, para as empresas, e para a economia em geral seria melhor propiciar que as mudanças em seus estatutos possam ser feitas sob melhor segurança jurídica antes de eventual vigência da tributação sobre os e dividendos sem haver dúvidas na Lei das S.A.

### 3. Do Impacto Concorrencial

51. Para avaliar os potenciais impactos concorrenciais utiliza-se a metodologia desenvolvida pela Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) em seu Guia de Avaliação da Concorrência<sup>21</sup>. A metodologia consiste em um conjunto de questões a serem verificadas na análise do impacto de políticas públicas sobre a concorrência. O impacto anticompetitivo pode ocorrer por meio dos seguintes efeitos: (i) limitação no número ou variedade de fornecedores; (ii) limitação na concorrência entre empresas; (iii) diminuição do incentivo à competição e (iv) limitação das opções dos clientes e da informação disponível.

52. A obrigatoriedade da distribuição de dividendos encarece o custo de financiamento dos entrantes, já que parte dos investimentos que poderiam ser feitos com recursos próprios tem de ser financiados por crédito bancário, o que pode diminuir o investimento. A desvantagem é clara frente a outros tipos de companhias, desde limitadas até as sociedades anônimas fechadas – lembrando que a maior parte dos mercados é composta por empresas fechadas. Assim, fica reduzida a probabilidade e a velocidade de investimentos adequados para que o entrante alcance uma participação rápida e estável. Um eventual entrante, portanto, tem diminuída sua capacidade de produzir uma quantidade significativa de um produto por um preço menor e afeta de forma menos impactante os preços e a participação dos incumbentes. O mercado perde em contestabilidade e consegue fixar preços elevados de

forma significativa e não transitória<sup>22</sup>, caracterizando uma barreira à entrada de novos concorrentes<sup>23</sup>.

53. Nesse aspecto, McAfee, Mialon e Williams (2004) procuram sumarizar os conceitos de barreiras à entrada de vários autores clássicos em duas definições:

*Definition 8: An economic barrier to entry is a cost that must be incurred by a new entrant and that incumbents do not or have not had to incur.*

*Definition 9: An antitrust barrier to entry is a cost that delays entry and thereby reduces social welfare relative to immediate but equally costly*

54. Nota-se, portanto, que os efeitos da obrigatoriedade de distribuição de dividendos podem ser observados nas duas definições de barreiras à entrada: o aumento do custo do financiamento e a redução do nível de investimento. McAfee, Mialon e Williams (2004) também colocam que o mercado de capitais, com suas imperfeições (assimetria de informações) tende a favorecer os incumbentes ante novos projetos desafiadores da situação dos mercados. Como exceção, cita que o novo entrante pode ser um projeto de diversificação de uma grande empresa, como na época a Microsoft entrou no mercado de navegadores, mas mesmo nesse caso, o próprio exemplo reforça a tese contra a obrigatoriedade de distribuição de dividendos, pois o recurso usado para fazer a diversificação não foi distribuído, pois, à época, a Microsoft, até 2003, tinha clara a política de não distribuição<sup>24</sup>.

55. Portanto, a obrigatoriedade incide no item A do Guia da OCDE ao limitar o número ou variedade de empresas por meio da restrição ao fluxo de capitais, subitem A5. Apesar de o item se referir mais a barreira geográfica, o impedimento de uma escolha livre pela obrigatoriedade de distribuição de uma parte do lucro (dividendo) constitui uma restrição à alocação de capitais e têm os mesmos efeitos que uma restrição de natureza geográfica:

*Such limitations, however, artificially reduce [the geographic area of] competition for provision of a good or service. This may reduce the number of suppliers and potentially allow suppliers to exercise market power and increase prices. The resulting protection may also deny customers product choice and prevent increases in productivity. This type of restriction can prevent the operation of new digitally enabled sectors.*

56. Em um outro aspecto, o aumento do custo de financiamento das empresas brasileiras representa uma desvantagem que os outros tipos de empresas brasileiras e empresas estrangeiras não possuem. As estrangeiras, por sua vez, ainda podem usufruir do mecanismo de compartilhamento de risco e serem negociadas no Brasil, por meio do instrumento de Brazilian Depositary Receipt – BDR<sup>25</sup> sem o custo de ter de distribuir dividendos e eventualmente procrastinar seus investimentos ou expansões. Além disso, o aumento do custo de crédito amplifica o risco da entrante no mercado.

57. Desta forma, as regras de distribuição obrigatória do dividendo incidem no item B do Guia OCDE ao limitar a capacidade das empresas de competirem entre si por meio do aumento de custos de algumas empresas (SAs abertas) relativamente aos outros tipos e estrangeiras incumbentes, subitem B4.

58. Por fim, ao diminuir o investimento por meio da obrigatoriedade de distribuição, a regulação de dividendos incide no item C do Guia OCDE ao reduzir o incentivo para as empresas competirem mais vigorosamente ao dificultar o investimento com capital próprioe, consequentemente, a reduzir o retorno associado a obtenção de uma maior participação de mercado.

#### 4. Melhoria Regulatória e Diminuição dos Custos de Negócios

59. No que diz respeito à identificação de onerosidade regulatória com impacto concorrencial, a Seae utiliza a metodologia constante da Instrução Normativa Seae nº 111/2020<sup>26</sup>, avaliada por meio de critérios orientadores que objetivam verificar as (i) obrigações regulatórias, (ii) requerimentos técnicos, (iii) restrições/proibições regulatórias, (iv) licenciamentos e (v) complexidade normativa. Apesar de a IN se dirigir a normas infralegais editadas por órgãos reguladores, suas diretrizes podem ser aplicadas também ao contexto de Leis e auxiliam a identificar os mesmos problemas nesse tipo de norma.

60. Seguindo a metodologia disposta na IN, responde-se às perguntas lá estabelecidas para verificar a incidência das normas em análise em algum dos seus dispositivos:

*1.01 Os custos para as empresas em consequência da obrigação regulatória são quantificados, e comparados com eventuais benefícios, de modo a não prejudicar a concorrência do setor, a atratividade de investimento, a inovação e nem prejudicar o ambiente de negócios para novos entrantes?*

61. Como regra geral, a obrigatoriedade de distribuição prejudica as empresas/investidores com estratégia de expansão/crescimento para favorecer as empresas/investidores consolidadas com estratégias apenas de ajuste de margens de lucro/dividendos e esse cálculo de custo-benefício entre elas nunca foi feito.

*1.02 Os agentes econômicos de menor participação, incluindo potenciais entrantes, terão como suportar os custos dessas obrigações sem prejuízos significativos às suas atividades, à inovação e à competitividade no setor?*

62. Agentes de menor participação e potenciais entrantes tem sua capacidade de investimento reduzida/encarecida ao não poderem usar todo o seu lucro para investimentos/expansão no setor, de forma que a inovação e a competitividade ficam prejudicadas.

*1.04 Tal obrigação é observada nos países mais competitivos do mercado internacional, particularmente nos mercados de origem dos concorrentes estrangeiros?*

63. Os números que a Lei coloca para eventual distribuição - 50, 25% ou qualquer valor maior que zero - são aleatórios. Não existe literatura que os fundamente e outros países utilizam outros números. No início, os percentuais procuravam representar um trade-off para que o dividendo fosse inscrito no estatuto, o que também é uma excepcionalidade na economia mundial. Os países mais desenvolvidos, origem de boa parte dos concorrentes nos mercados brasileiros, não obrigam à distribuição nem a o compromisso prévio de dispor no estatuto o quanto deve ser distribuído em caso de lucro. Apenas Brasil, Chile, Colômbia, Grécia e Venezuela apresentam regras do tipo.

*1.05 Existem formas voluntárias ou alternativas de obter os resultados pretendidos pela regulação, inclusive através de provisão adequada de incentivos não fiscais?*

64. A melhor solução, como é feito de forma predominante no mundo, é que cada empresa, em conjunto seus acionistas, analise a decisão de investimentos ou pagamento de dividendos ante uma expectativa comum para o mercado. Desobrigar à distribuição de dividendos não significa proibir que sejam pagos, mas dará oportunidade de análise de oportunidade e conveniência aos controladores das empresas.

*1.11 Qual será o impacto no preço final médio de bens e serviços do setor regulado como resultado dessa obrigação?*

*1.12 Os consumidores finais enfrentarão um ambiente de menor concorrência e competitividade em consequência do estabelecimento dessa obrigação?*

65. À medida em que se encarece o custo de entrada por meio da exigência de maior financiamento externo, essa tende a não ocorrer ou ter uma velocidade de investimentos menor do que a que ocorreria sem a obrigatoriedade de distribuição e parte do lucro (dividendos). Esta situação tende a fazer com os preços nos diversos mercados fiquem acima do preço de concorrência perfeita. É importante salientar que um entrante na forma de sociedade anônima aberta representa uma união de recursos com o maior compartilhamento de riscos possível e melhor governança disposta a atacar um mercado considerado promissor, mas a dificuldade imposta pela Lei em usar os recursos próprios dificulta essa missão. Ou seja, na forma em que o investimento teria maior qualidade (sociedade anônima aberta) com retorno, ele não pode usar parte dos seus próprios ganhos para reinvestir (skin in the game), e ao dificultar ou retardar a entrada, os preços ao consumidor ficam maiores do que poderiam ser em um ambiente com menos impedimentos à competição.

*1.13 Existe falha de mercado que justifique a obrigação regulatória?*

66. Não. A teoria da agência justifica o dividendo em termos de ele dar uma certa proteção do investimento ao acionista em relação a possíveis desvios da gestão. Todavia, mesmo a essa teoria não justifica a obrigatoriedade. Também não há nada que fundamente os diversos percentuais do lucro escolhidos para distribuição nos poucos países que adotam a obrigatoriedade.

## *I - OBRIGAÇÕES REGULATÓRIAS*

*Padrão pró-concorrência: Obrigação não deve provocar distorção concorrencial entre agentes econômicos; onerosidade da obrigação não deve representar barreira econômica ou prejudicar agentes econômicos de menor porte ou potenciais entrantes; deve haver acessibilidade e isonomia aos meios de cumprimento da obrigação.*

67. A obrigação provoca uma distorção concorrencial em desfavor das Sociedades Anônimas abertas, diminuindo o volume de recursos sem custo disponíveis para investimento. Trata-se, portanto, de um desestímulo ao tipo de empresa com melhor governança e compartilhamento de riscos, diminuindo ou retardando a entrada de novas empresas nos mercados. A regulação de dividendos fica, assim, fora do padrão concorrencial das obrigações regulatórias.

68. Por meio da análise efetuada, identifica-se que a regulamentação sobre a obrigatoriedade de dividendos incide no inciso IV do art. 2º da IN 111/20 ao no que concerne à exigibilidade de cumprimentos procedimentais, equivalente ao pagamento de uma taxa, sendo uma obrigatoriedade inadequada à qualquer tipo de empresa e que desestimula o investimento e o compartilhamento de risco na economia ao restringir a movimentação de capital.

*IV - obrigações regulatórias - a exigibilidade de cumprimentos procedimentais ou relacionados, compulsórios e dispostos em ato normativo infralegal editado pelo regulador, incluindo quanto a fornecimento de dados e informações, pagamento de taxas e emolumentos e relacionados ou deveres genéricos referentes a comunicações, formulários, disponibilizações, entregas, transferências, entre outros;*

69. Passa-se então, consoante a análise feita sobre as interpretações dos dispositivos, a verificar os quesitos referentes à Complexidade Normativa.

#### 5.01 *A regulação é efetivamente simplificada, em linguagem acessível a qualquer pessoa de maneira isonômica?*

70. Não. Para o leigo é difícil entender que o dividendo pode assumir qualquer valor acima de 0% e, para as SAs abertas, a maioria entendeu a referência de 25% como um nudge e os coloca em seu estatuto, repete o art. 202 ou faz referência a ele. Conforme Galvão (2015), 89% das empresas listadas adota os 25% de payout. Apesar de especialistas entenderem que o dividendo precisa apenas ser positivo, as mudanças ocorridas para conceder flexibilização (modulação ou dispensa dos 25%) a outros tipos de empresas acabam favorecendo uma interpretação mais dura para as SAs abertas de maior porte. Galvão (2018) também argumenta que algo que favorece a escolha quase uniforme dos 25% é o art. 152 que condiciona o pagamento aos executivos.

#### 5.08 *Há análise de que a regulação sugerida não conflita com outras normas (em sentido amplo)?*

71. Não foi identificado nada além deste trabalho em que é constatado o conflito com a legislação concorrencial. Acrescenta-se que a exigência de pagamento de dividendos (dentro de suas condicionantes), apesar de disciplinada em Lei, afronta a Lei de Liberdade Econômica (Lei nº 13.874/2019) pelos mesmos efeitos expostos na questão concorrencial ao diminuir o volume de recursos próprios que podem ser utilizados, tornando necessário o uso de recursos de terceiros e encarecendo o custo de financiamento para as SAs abertas, no que corresponde ao inciso V do art. 4º<sup>27</sup>, *in verbis*:

*Art. 4º É dever da administração pública e das demais entidades que se vinculam a esta Lei, no exercício de regulamentação de norma pública pertencente à legislação sobre a qual esta Lei versa, exceto se em estrito cumprimento a previsão explícita em lei, evitar o abuso do poder regulatório de maneira a, indevidamente:.....*

*V - aumentar os custos de transação sem demonstração de benefícios;(...)*

72. Desta forma, a regulação de dividendos, por falta de clareza e isonomia em relação as SAs abertas, está fora do padrão concorrencial aceitável para complexidade normativa estipulado na IN 111/20 ao ser desigual no tratamento às SAs abertas.

#### *V - COMPLEXIDADE NORMATIVA*

*Padrão pró-concorrência A regulação deve ser clara, objetiva, previsível e isonômica, a fim de garantir simetria de informação regulatória entre os agentes econômicos do setor; a regulação deve ser consolidada, harmonizada e íntegra, a fim de garantir ampla acessibilidade a potenciais novos entrantes, incluindo de origem estrangeira.*

73. Desta forma, os dispositivos legais sobre o tema incidem, portanto, pela falta de isonomia para as SAs abertas no inciso I do art. 2º da IN 111/20, complexidade regulatória, *in verbis*:

*I - complexidade regulatória - a onerosidade associada às barreiras de acesso à informação regulatória, inclusive quanto a quantidade e qualidade normativa, harmonização terminológica, isonomia e previsibilidade da aplicabilidade de dispositivos, acessibilidade a diferentes agentes inclusive estrangeiros, população em geral, profissionais da área, fiscais entre outros;*

74. Assim, em análise referenciada à IN Seae nº 111/2020, foram identificados elementos significativos de onerosidade regulatória em função de obrigações regulatórias e de complexidade regulatória com impacto concorrencial aplicáveis aos dispositivos de regulação dos dividendos ora em análise.

#### 4. Conclusão

75. O presente parecer apresentou considerações sobre elementos da regulação sobre distribuição obrigatória de dividendos na Lei 6.404/76. Em termos concorrenciais, a obrigatoriedade de distribuição de dividendos incide em dois quesitos do Guia de Concorrência da OCDE:

- item A, ao limitar o número ou variedade de empresas por meio da restrição ao fluxo de capitais, subitem A5. Apesar de o item se referir mais a barreira geográfica, o impedimento de uma escolha livre pela obrigatoriedade de distribuição de uma parte do lucro (dividendo) constitui uma restrição ao fluxo de capitais e têm os mesmos efeitos que uma restrição de natureza geográfica;
- item B, ao limitar a capacidade das empresas de competirem entre si por meio do aumento de custos de algumas empresas (SAs abertas) relativamente aos outros tipos e estrangeiras incumbentes, subitem B4.

76. Não fosse a Lei um ato de Estado/público, incidiria em infração anticoncorrencial por dificultar investimentos, consoante o inciso VIII, §3º, art. 36 da Lei de Defesa da Concorrência (Lei12.529/2011), *in verbis*:

*VIII - regular mercados de bens ou serviços, estabelecendo acordos para limitar ou controlar a pesquisa e o desenvolvimento tecnológico, a produção de bens ou prestação de serviços, ou **para dificultar investimentos destinados à produção de bens ou serviços ou à sua distribuição;***

77. No que concerne à melhoria regulatória e diminuição dos custos de negócios foram identificados elementos significativos de onerosidade regulatória em função de obrigações regulatórias e de complexidade regulatória com impacto concorrencial aplicáveis aos dispositivos de regulação dos dividendos ora em análise.

78. A obrigação provoca uma distorção concorrencial em desfavor das Sociedades Anônimas abertas, diminuindo o volume de recursos sem custo disponíveis para investimento. Trata-se, portanto, de um desestímulo ao tipo de empresa com melhor governança e compartilhamento de riscos, diminuindo ou retardando a entrada de novas empresas nos mercados. A regulação de dividendos fica, assim, fora do padrão concorrencial ideal para as obrigações regulatórias.

79. Além disso, a regulação de dividendos, por falta de clareza e isonomia em relação as SAs abertas, está fora do padrão concorrencial aceitável para complexidade normativa estipulado na IN 111/20 ao ser desigual no tratamento às SAs abertas.

80. Assim, relembrando os objetivos iniciais deste Parecer<sup>28</sup>, entende-se que eles foram concluídos e que, diante dessas conclusões, entende-se ser recomendável que a Lei das SAs seja reformada nesse ponto. Esta Seae, cumprindo suas atribuições, encaminha em anexo (DOC SEI nº XXXXXXXX), proposta com justificativa e estudo para servir de ponto inicial de discussão, lembrando que não basta o foco de negociação do mercado, mas também a visão dos impactos econômicos diretos e indiretos da regulação.

81. Ante o exposto, recomenda-se que o presente Parecer bem como sua proposta de alteração legal sejam submetidos a uma Tomada de Subsídios para que a sociedade possa trazer mais contribuições ao tema e sedimentar propostas para um debate de maior qualidade junto aos órgãos integrantes da regulação do mercado financeiro.

Brasília, 28 de setembro de 2022

À consideração superior.

Documento assinado eletronicamente

**RICARDO VIDAL DE ABREU**

Chefe de Divisão

De acordo.

Documento assinado eletronicamente

**AURÉLIO MARQUES CEPEDA FILHO**

Coordenador de Concorrência no Sistema Financeiro,

Documento assinado eletronicamente

**RAFAEL CAMPELO FERRAZ**

Coordenador Geral de Concorrência no Sistema Financeiro

Documento assinado eletronicamente

**ANDREY VILAS BOAS DE FREITAS**

Subsecretário de Advocacia da Concorrência

Documento assinado eletronicamente

**ALEXANDRE MESSA PEIXOTO DA SILVA**

Secretário de Acompanhamento Econômico

## 5. Bibliografia

ABECASSIS, L. S. P. “ **PREVISIBILIDADE E POLÍTICA DE DIVIDENDOS DAS COMPANHIAS LISTADAS NO IBOVESPA** ”. [s.l.] IBMEC, 2011.

BRASIL, M. DA F. **Exposição de Motivos Lei 6.404/1976** Comissão de Valores Mobiliários - CVM, , 1976. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/acesso-a-informacao-cvm/institucional/sobre-a-cvm/EM196Lei6404.pdf>>

CVM. **Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro**. 4. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019. 380p.

EIZIRIK, NELSON; GAAL, ARIÁDNA; PARENTE, FLÁVIA; HENRIQUES, M. DE F. **Mercado de Capitais: regime Jurídico**. Rio de Janeiro: Renova: [s.n.].

ESRB. **System-wide restraints on dividend payments, share buybacks and other pay-outs** ESRB Report. [s.l: s.n.]. Disponível em:



<[https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/esrb.report200608\\_on\\_System-wide\\_restraints\\_on\\_dividend\\_payments\\_share\\_buybacks\\_and\\_other\\_payouts\\_2~c77216425b.en.pdf?a5bd3e99e9968a36a9db2665a5291f92](https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/esrb.report200608_on_System-wide_restraints_on_dividend_payments_share_buybacks_and_other_payouts_2~c77216425b.en.pdf?a5bd3e99e9968a36a9db2665a5291f92)>.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay? **Journal of Financial Economics**, v. 60, n. 1, p. 3–43, 2001.

GALVÃO, K. D. S.; SANTOS, J. F. DOS; ARAÚJO, J. M. DE. Dividendos, juros sobre capital próprio e níveis de payout: Um estudo investigativo sobre a política de distribuição de dividendos adotada pelas empresas listadas na BM&FBovespa. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 15, n. 36, p. 3–30, 2018.

HARDING, M.; MARTEN, M. Statutory tax rates on dividends, interest and capital gains: The debt equity bias at the personal level. **OECD Taxation Working Papers**, v. 34, n. 34, 2018.

KIRCH, G.; VANCIN, D. F. Mandatory Dividend , Agency Problems , and Corporate Investment. n. 2000, p. 1–34, 2022.

KONIECZKA, P.; SZYSZKA, A. Do Investor Preferences Drive Corporate Dividend Policy? **International Journal of Management and Economics**, v. 39, n. 1, p. 70–81, 2014.

LAPORTA, R. *et al.* Agency problems and dividend policies around the world. **Journal of Finance**, v. 55, n. 1, p. 1–33, 2000.

MARTINS, T. C.; NOVAES, W. Mandatory dividend rules: Do they make it harder for firms to invest? **Journal of Corporate Finance**, v. 18, n. 4, p. 953–967, 2012.

MCAFEE, R. P.; MIALON, H. M.; WILLIAMS, M. A. When are sunk costs barriers to entry? Entry barriers in economic and antitrust analysis. **American Economic Review Papers and Proceedings**, v. 91125, p. 461–465, 2004.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. THE COST OF CAPITAL, CORPORATION FINANCE AND THE THEORY OF INVESTMENT. **American Economic Review**, v. 48, n. 3, p. 261–267, 1958.

MOURA, M. M. A problemática existente em razão da omissão legislativa na definição de um percentual mínimo. [s.l: s.n.].

OECD. **Changing business models of stock exchanges and stock market fragmentation**. [s.l: s.n.].

\_\_\_\_\_. **COVID-19 Government Financing Support Programmes for Businesses 2021**. [s.l: s.n.].

ROBERT, B. **Apuração, declaração e pagamento do dividendo mínimo obrigatório nas companhias brasileiras**. São Paulo: Universidade de São Paulo, 19 jun. 2009.

VANCIN, D. F. **Investimento, distribuição de lucro e regulação : o impacto do dividendo obrigatório no investimento corporativo**. [s.l.] Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRGS, 2018.

VANCIN, D.; KIRCH, G. Mandatory dividend and corporate investment: a multi-country analysis. **RAUSP Management Journal**, v. 55, n. 4, p. 531–545, 2020.

VIDOR, G. 40 anos CVM - A história da CVM pelo olhar de seus ex-presidentes. CVM 2016.

1. Agradecemos aos Prof. Drs Daniel Vancin e Gustavo Kirch cujos trabalhos e debates foram importantes para o início dos trabalhos.

2. Com redação dada pelo Decreto nº 10.072, de 18 de outubro de 2019.

3. “A ideia da obrigatoriedade legal de dividendo mínimo tem sido objeto de amplo debate nos últimos anos, depois que se evidenciou a necessidade de se restaurar a ação como título de renda variável, através do qual o acionista participa dos lucros na companhia. Não obstante, é difícil generalizar preceitos e estendê-los a companhias com estruturas diversas de capitalização, nível de rentabilidade e estágio de desenvolvimento diferentes. Daí o Projeto fugir a posições radicais, procurando medida justa para o dividendo obrigatório, protegendo o acionista até o limite em que, no seu próprio interesse, e de toda a comunidade, seja compatível com a necessidade de preservar a sobrevivência da empresa.” (Brasil, 1976)

4. Chile: art. 79, estatuto ou 30%, LSA; Colômbia: código de comercio art. 155, (50% ou estatuto); Grecia: Lei 4548/2018; Grécia

<https://zeya.com/newsletters/reform-legal-framework-societes-anonymes-law-45482018#:~:text=Ioanna%20Poulakou&text=Greek%20Parliament%20enacted%20Law%204548,2019.&text=The%20law%20introduces%20new%20provisions%20that%20significantly%20change%20the%20operation%20of%20SAs>.

“Minimum dividend is still 35% of net profits after the applicable statutory reductions and in principle its distribution is made in cash.

However, dividend may be decreased to a minimum of 10% by resolution of a qualified quorum and majority GM.”

<https://www.cpalaw.gr/en/insights/newsflashes/2018/06/reform-of-the-law-on-soci%C3%A9t%C3%A9s-anonymes/#a3g>. Acesso em 17/03/2022

5. “Uma outra justificativa, não mencionada pelos autores, e talvez a mais adequada, está no § 1º do artigo 152 da referida Lei das S.A., em que é determinado que apenas será atribuído aos administradores participação nos lucros se, no estatuto social da empresa, o percentual for determinado como dividendos mínimos obrigatórios 25% ou mais do Lucro Líquido. Esta perspectiva indica a ocorrência de um conflito de agência por parte de administradores, que podem estar ajustando a política de distribuição de dividendos a princípio para salvaguardar os acionistas com uma remuneração mínima, mas, na verdade o está fazendo para garantir sua própria remuneração.” (Galvão, Santos, Dos e Araújo, De, 2018)

6. “(207) Em sentido contrário, cf. LEÃES, Dividendo obrigatório e participação dos administradores nos lucros da companhia, op. cit., p. 198 e ss. (estudo também publicado em Pareceres, v. 2, op. cit., pp. 47 e ss.). De acordo com Leães, as limitações contidas nos §§ 1º e 2º do art. 152 são aplicáveis apenas à participação estatutária dos administradores no lucro e não a participação extra-estatutária, deliberada em assembleia geral. Diante da atual disciplina legal é difícil aceitar, entretanto, que a assembleia geral possa deliberar o pagamento de parte do lucro social aos administradores, sem que haja previsão estatutária. Tratar-se-ia de utilização do lucro líquido para fins que não a distribuição aos acionistas como dividendo, sem prévia e específica destinação, o que desrespeita frontalmente o disposto no § 6º do art. 202 da Lei das Sociedades por Ações.

(208) Sobre o assunto, e também em sentido contrário, cf. o já mencionado estudo do prof. Leães: Dividendo obrigatório e participação dos administradores nos lucros da companhia, op. cit., p. 198 e ss., especialmente p. 208 (também publicado em Pareceres, v. 2, op. cit., pp. 47 e ss.). Para Leães, “a deliberação da Assembleia-Geral orientada no sentido de distribuir dividendo inferior ao obrigatório, ou a retenção de todo o lucro, como faculta o art. 202, § 3º, da Lei 6.404, não tem o efeito de subtrair dos administradores o seu direito (expectativo) de participar dos lucros, mas, por certo, impede que nasça o direito expectado de participação estatutária.” (Robert, 2009; notas de rodapé pp. 126)

7. “Das 287 empresas estudadas, a grande maioria (89%) adota como payout mínimo um valor de 25% do lucro líquido ajustado. Valores de payout acima de 25% foram observados em 9% das empresas e apenas 2% da amostra adota payout menor do que 25% do LLA” (Galvão, Santos e Araújo, 2018). Adicionalmente: “(151) Normalmente, a alíquota eleita é a de 25%, o que talvez decorra da sugestão historicamente disposta na legislação das companhias, hoje consignada no art. 17, I, § 1º e no art. 202, § 2º, ambos da Lei das Sociedades por Ações. Cf., também, HARBICH, Conceito e destinação do lucro na nova lei das sociedades por ações, op. cit., p. 53.” (Robert, 2009)

8. <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/trading-investing/dividend-policy/> . Acesso em 24/03/2022

9. No sentido de referirem-se às premissas e expectativas feitas de boa-fé pelas companhias.

10. <https://famafrench.dimensional.com/questions-answers/qa-dividends-is-bigger-better.aspx> . Acesso em 28/03/2022

11. “Redução no percentual de empresas que pagam dividendos, de uma amostra de empresas listadas nas bolsas de valores AMEX, NASDAQ e NYSE com capitalização superior a 100 milhões de dólares e lucro líquido superior a 10 milhões de dólares em 1983-2011.”

12. <https://einvestidor.estadao.com.br/investimentos/maiores-empresas-eua-nao-pagam-dividendos> Acesso em 01/04/2022

13. Da expressão usual do mercado em inglês: “put your skin in the game”, “sentir na pele”,

14. A variável investimento (I) mensurada pela combinação do crescimento anual em propriedades, plantas e equipamentos, adicionados ao crescimento no inventário, mais gastos com pesquisa e desenvolvimento. (VANCIN, 2018) . Período amostral de 2000-2016.

15. Federal Reserve Board/ Estados Unidos da América; Bank of England/Reino Unido; Comitê de Risco Sistêmico Europeu

16. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/bcreg20210325a.htm> ; <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/bcreg20110318a.htm> ; <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-07-13/u-k-banks-freed-from-boe-s-pandemic-dividend-restrictions> ;

17. acesso em 11/04/2022; <https://www.bankofengland.co.uk/news/2020/may/update-to-the-covid-corporate-financing-facility> acesso em 11/04/2022.

18. O CMN pode decidir sobre várias coisas, mas sobre o dividendo, só o acima do mínimo pode ser suspenso. <https://www.in.gov.br/web/dou/-/resolucao-n-4.797-de-6-de-abril-de-2020-251487961> e <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/resolucao-n-4.820-de-29-de-maio-de-2020-259636019> . Acesso em 18/04/2022

19. <https://www.moneytimes.com.br/chile-estuda-limitar-pagamento-de-dividendos-durante-pandemia/> e <https://www.reuters.com/article>

[/minoristas-chile-cencosud-idARL1N2CP1LC](#) .Acesso em 20/06/2022.

20. A exceção, conforme também colocado pela OECD (2021) são empresas menores que não podem deixar de pagar os dividendos e administradores, uma vez que tendem a compor “rendimentos pessoais”. Em vários casos essas firmas se beneficiaram do crédito gerado pelas provisões de liquidez às empresas maiores por meio de notas comerciais, por exemplo. Para esses casos, esforços como o brasileiro Pronampe, são indicados.

21. OCDE (2017). **Guia de Avaliação da Concorrência. Versão 3.0.** Disponível em: <http://www.oecd.org/daf/competition/49418818.pdf>. Acesso em: 16/12/2020

22. No âmbito do conceito de *small but significant and non-transitory increase in price* (SSNIP) usado para o teste do monopolista hipotético <https://www.justice.gov/atr/operationalizing-hypothetical-monopolist-test> acesso em 12/07/2022.

23. Acaba sendo um contrassenso econômico da Lei das SA que as empresas que mais compartilham o risco, as SAs abertas, tenham mais travas a seu crescimento. Ou seja, algo que colaboraria para maior estabilidade da economia acaba não tendo o incentivo adequado.

24. Adicionando ao tema a questão do risco que é aumentado pela exposição ao mercado de crédito, (McAfee, Mialon e Williams, 2004): *Nevertheless, capital costs can indirectly discourage entry. Instead of being entry barriers in their own right, they often reinforce other entry barriers, by magnifying the risks. Thus, when a solid reputation is necessary to enter an industry, large costs make it difficult or impossible to test the market; instead, the entrant must commit large resources to enter.*

25. [https://www.b3.com.br/en\\_us/products-and-services/solutions-for-issuers/bdrs-brazilian-depository-receipts/](https://www.b3.com.br/en_us/products-and-services/solutions-for-issuers/bdrs-brazilian-depository-receipts/) acesso em 19/07/2022

26. Disponível em: <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/instrucao-normativa-seae-n-111-de-5-de-novembro-de-2020-286706982>. Acesso em 10/06/2022.

27. Observando que a LLE também visa atos infralegais.

**28. Objetivo principal:** Avaliar o tema da obrigatoriedade dos dividendos com foco nos efeitos sobre o investimento e financiamento das empresas e na economia, e não apenas com foco na negociação dos títulos no mercado financeiro.

#### **Objetivos secundários :**

Verificar como a obrigatoriedade de distribuição de dividendos, entendida como uma restrição à livre alocação de capitais, pode se constituir em uma barreira à entrada de novas empresas no mercado acionário;

Verificar como a restrição à livre alocação de capitais mantém o custo dos recursos para investimento em um patamar mais elevado do que em um quadro com menos restrições e maior competição;

Discutir a compreensibilidade/acessibilidade dos dispositivos sobre dividendos da LSA para diminuir os custos de entrada no mercado de capitais;

Discutir a coerência e coesão dos mesmos para uma racionalidade econômica.



Documento assinado eletronicamente por **Alexandre Messa Peixoto da Silva, Secretário(a)**, em 28/09/2022, às 20:09, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Andrey Vilas Boas de Freitas, Subsecretário de Advocacia da Concorrência**, em 29/09/2022, às 08:53, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Rafael Campelo de Melo Ferraz, Coordenador(a)-Geral**, em 29/09/2022, às 08:58, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Ricardo Vidal de Abreu, Especialista em Políticas Públicas e Gestão Governamental**, em 29/09/2022, às 09:03, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Aurélio Marques Cepeda Filho, Coordenador(a)-Geral Substituto(a)**, em 29/09/2022, às 09:24, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site [https://sei.economia.gov.br/sei/controlador\\_externo.php?acao=documento\\_conferir&id\\_orgao\\_acesso\\_externo=0](https://sei.economia.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0), informando o código verificador **28366369** e o código CRC **D83D1ABD**.

Referência: Processo nº 10099.100706/2022-04

SEI nº 28366369