



RELATÓRIO TOMADA DE SUBSÍDIOS SEAE 02/22 SOBRE FLEXIBILIZAÇÃO DO DIVIDENDO OBRIGATÓRIO

Brasília, 24 de dezembro de 2022.

1. INTRODUÇÃO

1. O Ministério da Economia, por meio de sua Secretaria de Acompanhamento Econômico (Seae) realizou Tomada de Subsídios para o recebimento de contribuições relacionadas aos dispositivos da Lei nº 6.404/1976 que tratam da obrigatoriedade de distribuição de dividendos pelas empresas do tipo Sociedades Anônimas.

2. A tomada de subsídios visava realizar levantamento sobre questões regulatórias e concorrenciais acerca de dispositivos da Lei 6.404/76 que tratam dos dispositivos relativos ao dividendo obrigatório para sua eventual flexibilização.

3. O objetivo principal desta Tomada de Subsídios foi de receber contribuições para **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.

4. Como objetivos secundários, as contribuições poderiam também versar sobre:

- (i) 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?;
- (ii) 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?;
- (iii) comprehensibilidade/acessibilidade dos dispositivos sobre dividendos da LSA para diminuir os custos de entrada no mercado de capitais, e
- (iv) a coerência e coesão dos mesmos para uma racionalidade econômica no âmbito da análise econômica do direito.

5. A Seae entende que os dispositivos legais que obrigam a distribuição de dividendos podem dificultar o acesso das empresas ao financiamento do mercado de capitais e, com isso, encarecem o financiamento das mesmas provocando um menor nível de investimento e, portanto, de concorrência na economia, consoante o parecer disponibilizado na Tomada de Subsídios.

6. As contribuições vão complementar a análise investigativa da Seae acerca dos efeitos sobre a concorrência e outros (des)incentivos à eficiência econômica decorrentes dessas normas, bem como garantir ampla participação dos segmentos afetados e demais interessados no tema sob análise.

7. O prazo para envio de contribuições foi de 05/10/2022 até o dia 05/12/2022. As contribuições puderam ser feitas diretamente nos balões (dispositivos legais) ou por meio de arquivos anexados para contribuições mais sistêmicas. O acesso aos arquivos e para fazer a contribuição deveria ser feito por meio de cadastro na plataforma gov.br.

2. Dados técnicos da apresentação da Tomada de Subsídios

- Título do objeto
 - Tomada de Subsídios SEAE nº 02/2022 sobre flexibilização do dividendo obrigatório

- Data de abertura:
 - 06/10/2022
- Data de publicação no DOU:
 - 05/10/2022
- Link de publicação no DOU:
 - <https://www.in.gov.br/web/dou/-/aviso-de-tomada-de-subsidios-seae/sepec/me-n-2/2022-434063407>
- Data de encerramento:
 - 05/12/2022
- Contato:
 - cosfi.seae@economia.gov.br
- URL Amigável:
 - <https://www.gov.br/participamaisbrasil-me-seae-ts-flexdivid>

3. Resumo da Tomada de Subsídios

1. Problema econômico

- Segundo a OCDE 2/3 dos investimentos privados provém dos lucros retidos. Pagar dividendos diminui os lucros retidos e, portanto, os investimentos e a inovação
- Segundo Vancin e Kirch, 2020:
 - 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),
 - [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
 - 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)
 - as regras [sobre obrigatoriedade de dividendos] devem ser flexíveis o suficiente para acomodar as necessidades das empresas de diferentes setores e em nas fases de seus ciclos de vida.

2. Problema específico

- o pagamento mínimo de dividendos somente é obrigatório no Brasil, Chile, Colômbia, Grécia e Venezuela;

- Percentuais são diferentes em cada país (não há fundamento para os valores estabelecidos)
- Brasil: dividendos podem ser qualquer valor maior que 0, mas ficou um “nudge” de 25% (+- 90% das empresas listadas na BOVESPA). Alguns autores colocam que isso ocorre por que há penalizações para a remuneração dos executivos
- O dividendo mínimo estabelecido em Lei (ainda mais com um valor alto), dificulta a regulação macroprudencial em tempos de crise, pois fragiliza a liquidez das empresas em momentos de crise e exige maior ação governamental (o lucro não é retido para manter empregos)
- A tendência mundial, também estimulada pela tributação de dividendos, é que os investidores ganhem valor por meio do crescimento da empresa e sua valorização no mercado (empresas de crescimento são muito mais numerosas que empresas de dividendos na proporção aproximada de 80/20)

3. Efeitos Anticompetitivos (itens do guia OCDE)

- Limita o número ou variedade de empresas por meio da restrição ao fluxo de capitais, item A
 - subitem A5, 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
- Limita a capacidade das empresas de competirem entre si por meio do aumento de custos de algumas empresas (SAs abertas) item B
 - SAs abertas tem custos de financiamento maiores relativamente aos outros tipos de empresas e estrangeiras incumbentes, subitem B4.
- Não fosse a Lei um ato público, incidiria em infração anticoncorrencial por dificultar investimentos, consoante o inciso VIII, §3º, art. 36 da Lei de Defesa da Concorrência (Lei 12.529/2011), 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;*

4. Objetivos da Consulta

- 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 no âmbito da análise econômica do direito.

5. Proposta de Alteração

- Substituir o termo “dividendo obrigatório” por “dividendo estatutário”
- A obrigação passa a ser o que está no estatuto
- Incluir comando específico para que o dividendo possa ser zero (no estatuto)
- Retirar todas as referências aos “25%”
- Manter o trade-off de penalização para omissão do tema do dividendo no estatuto (reduzido para 20%)

4. Relatório de Contribuições do sítio Participa +Brasil

Número: CP-258573

Data: 09/10/2022 - 09:20

Título: Opinião pública

Resumo: Sequer a distribuição de dividendos seria obrigatória, deve se deixar o mercado autorregular por si mesmo.

Contribuinte: FABIO GROCHOWSKI ROCHA

Status: Aprovada

Número: CP-290641

Data: 05/12/2022 - 15:25

Título: Manifestação CNseg - Confederação Nacional das Seguradoras - Tomada de Subsídios SEAE nº 02/2022 sobre a flexibilização dos dividendos obrigatórios

Resumo: “Sem um percentual mínimo obrigatório, as empresas terão a oportunidade de planejar seus fluxos financeiros. Poderão definir o quanto pagarão de dividendos, ou se não o farão, com o objetivo de reinvestir, por exemplo. O não pagamento ou pagamento menor de dividendos trará um custo menor de capital para empresas que precisam se financiar. Há o risco de ser percebida como “menos atrativa” perante os seus pares, que fazem distribuição de dividendos. Por outro lado, essa mudança permitirá maior transparência ao investidor, sobre o planejamento financeiro da empresa, bem como a sua estratégia de investimento. Por fim, julgamos que tal flexibilização fomentará a competitividade na busca de maximização da eficiência, não exclusivamente pelo pagamento maior ou menor dividendo, mas sim, por um custo médio ponderado de capital mais atraente.”

Arquivo: <https://www.gov.br/participamaisbrasil/blob/baixar/20557>

Contribuinte: CNSeg

Status: Aprovada

Número: CP-290648

Data: 05/12/2022 - 16:24

Título: TOMADA DE SUBSÍDIOS SEAE/SEPEC/ME Nº 2/2022

Resumo: A política legal de dividendo obrigatório não parece ser um entrave à evolução do mercado de capitais, muito ao contrário. Aliás, é notória a intenção da Lei nº 6.404, de 1976, em fortalecer o mercado de capitais, e a previsão de dividendo mínimo obrigatório, como visto, foi um dos instrumentos previstos para esse fortalecimento. Haroldo Reginaldo Levy Neto - Diretor Técnico.

Arquivo: <https://www.gov.br/participamaisbrasil/blob/baixar/20563>

Contribuinte: APIMEC Brasil - Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais do Brasil

Status: Aprovada

Número: CP-290652

Data: 05/12/2022 - 16:57

Título: Manifestação AMEC e IBGC - Tomada de Subsídios SEAE nº 02/2022 sobre a flexibilização dos dividendos obrigatórios

Resumo: Segue em anexo a contribuição conjunta da Associação de Investidores no Mercado de Capitais (Amec) e do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) para a Tomada de Subsídios SEAE nº 02/2022 sobre a flexibilização dos dividendos obrigatórios.

Arquivo: <https://www.gov.br/participamaisbrasil/blob/baixar/20565>

Contribuinte: AMEC e IBGC

Status: Aprovada

Número: CP-290675

Data: 05/12/2022 - 21:25

Título: Retirada da obrigatoriedade de distribuição de dividendos mínimos obrigatórios

Resumo: Com relação a retirada da obrigatoriedade de distribuição de dividendos mínimos obrigatórios, entendemos que pode:

- Gerar retenção desnecessária de caixa e/ou reduzir a disciplina de capital das empresas (ineficiência na alocação); e
- Tornar empresas menos atrativas principalmente para investidores institucionais, uma vez que a receita de proventos é essencial para o ALM dessas instituições.

Contribuinte: IVAN CORREA FILHO

Status: Aprovada

8. Além das contribuições acima, a Coordenação de Concorrência no Sistema Financeiro recebeu, dentro do prazo, as contribuições da Associação Brasileira das Companhias Abertas ABRASCA e da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais ANBIMA. A manifestação da ANBIMA pôde ser resumida acima. A manifestação da ABRASCA, bastante completa, será comentada na seção específica. Todos os arquivos enviados estão neste Processo SEI nº 10099.100706/2022-04 como anexos de 01 a 06.

5. Análise das Contribuições à Tomada de Subsídios

9. A contribuição do Sr. FABIO GROCHOWSKI ROCHA apenas comenta que a obrigatoriedade de distribuição não deveria ser objeto de norma jurídica e sim, ser decidida pelo mercado, no caso, acionistas e gestores. Esta é a mesma proposição do Parecer Seae apresentado para a Tomada de Subsídios.

10. A Manifestação da ANBIMA, comentada na seção anterior, feita após consulta aos seus

membros, concluiu que não há óbices à proposta apresentada. Assim, ela também se torna uma manifestação favorável à retirada da obrigatoriedade legal, no sentido de que retirar uma restrição legal à movimentação de capital melhora a posição daqueles que precisam de usar de mais recursos próprios e não piora a posição daquelas empresas que querem distribuir dividendos.

11. A Manifestação CNSeg - Confederação Nacional das Seguradoras aborda bem o aspecto do planejamento financeiro de investimentos de cada empresa na decisão de pagar ou não dividendos e que, portanto, a obrigatoriedade legal reduz essa possibilidade ao aumentar o custo de capital para as empresas que precisam se financiar. Adicionalmente, coloca que a proposta de flexibilização contribui para a eficiência [alocativa] “*não exclusivamente pelo pagamento maior ou menor dividendo, mas sim, por um custo médio ponderado de capital mais atraente*”.

12. A manifestação da APIMEC Brasil - Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais do Brasil é contra a proposta de flexibilização. Advoga que a política de dividendo mínimo vem fortalecendo o mercado de capitais. A APIMEC narra a história do dividendo mínimo, que vem desde o Decreto-lei nº 2.627, de 1940, que estabelecia um direito ao dividendo, para proteção ao sócio minoritário, mas não regulamentava um mínimo, ocasionando um problema jurídico que só viria a ser solucionado com a Lei 6.404/76. Também coloca que já vê muita flexibilidade no pagamento de dividendos: o uso de reservas e decisões de assembleia facultam pagar 0%; a Lei 6.404/76 faculta o pagamento de dividendo irrisório (valor ligeiramente superior a 0%, como colocado no Parecer SEAE) e os 25% como um bom “meio termo” como “supletivo” pela LSA.

13. A APIMEC reforça que eventual tributação dos dividendos tende a eliminar a sua distribuição caso não exista um mínimo obrigatório e que o capital integralizado das empresas têm custo sim (o que é um argumento econômico) e que as empresas devem atingir seu equilíbrio em relação ao uso de capital próprio e de terceiros.

14. A Associação de Investidores no Mercado de Capitais (Amec) e do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) seguem a mesma linha da APIMEC: o pagamento dos 25% não é entrave porque as empresas continuam crescendo e há flexibilidade na Lei, inclusive com os novos dispositivos que facultam a regulamentação do dividendo mínimo obrigatório a menor (arts. 294 e 294-A).

15. A contribuição do Sr. Ivan Correa Filho se preocupa com eventuais consequências da proposta, como a possível retenção desnecessária de caixa e/ou redução da disciplina de capital das empresas (ineficiência na alocação), e que as empresas se tornem menos atrativas principalmente para investidores institucionais, uma vez que a receita de proventos é essencial para o ALM[1] dessas instituições.

16. Por sua vez, a Associação Brasileira das Companhias Abertas ABRASCA traz uma manifestação bastante substantiva incluindo um estudo técnico. Em linhas gerais, A ABRASCA entende que a flexibilização do dividendo obrigatório poderá conferir às companhias e acionistas maior liberdade e eficiência na alocação de capital e que “*os efeitos esperados quando da elaboração da LSA não foram observados, não sendo possível estabelecer correlação direta ou indireta entre o crescimento do mercado de capitais e as mudanças das regras de dividendos introduzidas na legislação societária em 1976 e 2001*”.

17. Considera salutar que a própria companhia, juntamente com seus acionistas, tenha a liberdade de analisar a melhor alocação dos excedentes por ela produzidos, inclusive a título de reinvestimento quando essa fonte de recursos parecer mais vantajosa. Entende também que a discussão de flexibilização do dividendo é coerente com a discussão da sua tributação, e por isso, não devem ser permitidos interesses conflitantes nas regras de ambos os temas. Nesse sentido, ela pleiteia que seja feita uma discussão mais ampla do tema da flexibilização, acompanhado de benchmarking em relação à legislação dos principais mercados de capitais compatíveis com o do mercado brasileiro e harmonização com a eventual proposta de tributação.

18. Ao contrário de outras contribuições que entendem que não há flexibilização no dividendo obrigatório, a ABRASCA entende que “*o mínimo obrigatório só encontra uma exceção à distribuição compulsória, justificada na necessidade de preservar a higidez financeira da companhia e a intangibilidade do seu capital social (art. 189 da LSA)*”.

19. Ao contrário de outras contribuições, a ABRASCA enfatiza que o mercado de capitais das

companhias abertas não vai bem, com uma tendência de que mais empresas fechem seu capital do que de abertura de capital. Adicionalmente, a ABRASCA enfatiza que, além da situação dos mercados, o maior determinante para o pagamento de dividendos (portanto, menor investimento) é o tratamento tributário.

20. A ABRASCA acrescentou um estudo sobre efeitos de implementação da tributação dos dividendos na França que concluiu que “*a queda no pagamento de dividendos permitiu maior concentração de caixa nas empresas que utilizaram esse excedente para aumentarem seus investimentos, acumularem economias corporativas e melhorarem a política de crédito a seus clientes, equação que ajudou as empresas a crescerem mais rapidamente.*”

6. Conclusões Seae

21. A Tomada Pública de Subsídios é um instrumento de consulta aberto ao público utilizado pelo poder público para coletar dados, informações e visões da sociedade em geral sobre temas relevantes aos trabalhos desenvolvidos pela administração pública, permitindo a ocorrência de um debate plural e reduzindo assimetrias de informação entre os atores envolvidos. A presente Tomada Pública recebeu contribuições significativas que contribuíram para o amadurecimento das discussões a respeito das questões relativas à obrigatoriedade de distribuição de dividendos pelas empresas do tipo Sociedades Anônimas. As contribuições recebidas demonstraram a existência de divergências no entendimento da LSA, o que corrobora a tese de que não há clareza sobre o entendimento do texto legal, sendo essa aferição um dos objetivos desta Tomada de Subsídios. Nota-se, em particular, a sugestão da ABRASCA de uma discussão mais ampla, com base em uma proposta específica, municiada de benchmarking de outros países e harmonizada com a questão da tributação como um possível encaminhamento da discussão. Nesse sentido, apresenta-se anexa minuta de Projeto de Lei (Anexo 07), que pode servir de base para um diálogo mais concreto com os interessados pela temática.

22. Cabe destacar que a maioria das contribuições teceu comentários sobre o próprio mercado secundário de bolsa, não fornecendo muita informação sobre a questão dos investimentos, talvez até pela preponderância da questão tributária no tema. Nesse sentido, a Seae entende que as evidências favoráveis sustentadas em seu parecer sobre os impactos positivos da flexibilização não foram questionadas. Trata-se de tema importante para o desenvolvimento nacional, no âmbito de reformas microeconômicas, e fácil de ser implementada.

23. A principal questão dos comentários contrários era a do dividendo obrigatório como favorável ao acionista minoritário e investidores institucionais que lidam com carteiras de empresas pagadoras, ambos esperando uma maior previsibilidade de rendimentos no mercado secundário. Novamente, vale ressaltar que a ideia não é proibir o pagamento de dividendos, mas sim que isso possa ser decidido entre gestão e acionistas com base em expectativas de resultados de investimentos que possam proporcionar ganhos de capital. Assim, as empresas teriam liberdade na escolha de sua política de pagamentos de dividendos, podendo adotar ou não uma política de maior previsibilidade de dividendos - lembrando que a tributação e o custo de acesso ao capital externo são determinantes nessa decisão— para a escolha e composição de carteiras de investimento.

24. Não obstante a proteção ao acionista minoritário ter melhorado muito desde a publicação da LSA em 1976, seria possível também colocar em discussão e aprimorar, por meio de regulamentação infralegal, o modo sobre como a decisão sobre dividendos é apresentada ou decidida pelos acionistas, de forma a garantir uma decisão de maior consenso.

25. Por fim, este Relatório deve ser encaminhado às outras agências do setor financeiro pertinentes e Receita Federal para discussão e harmonização dos temas de tributação e distribuição de dividendos.

Brasília, de de 2021

À consideração superior.

RICARDO VIDAL DE ABREU
EPPGG/Chefe de Divisão

AURÉLIO MARQUES CEPEDA FILHO
Coordenador de Concorrência no Sistema Financeiro

RAFAEL CAMPELO FERRAZ
Coordenador Geral de Concorrência no Sistema Financeiro

De acordo.

Documento assinado eletronicamente
ANDREY VILAS BOAS DE FREITAS
Subsecretário de Advocacia da Concorrência

ALEXANDRE MESSA PEIXOTO DA SILVA
Secretário de Acompanhamento Econômico

^[1] Asset Liability Management (ALM) é uma técnica de gerenciamento de riscos que visa a evitar o descasamento entre ativos e passivos.

Documento assinado eletronicamente

NOME

Cargo



Documento assinado eletronicamente por **Alexandre Messa Peixoto da Silva, Secretário(a)**, em 28/12/2022, às 14:38, 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 28/12/2022, às 15:29, 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 Substituto(a)**, em 28/12/2022, às 15:47, 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 28/12/2022, às 15:56, 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 28/12/2022, às 19:05, 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, informando o código verificador **30521417** e o código CRC **854A4801**.

Referência: Processo nº 10099.100706/2022-04.

SEI nº 30521417