

1. Introdução

1.1 A principal questão levantada neste caso é a seguinte: Uma companhia pode adquirir suas próprias ações com base no saldo de lucros apurado em balanço patrimonial trimestral ou semestral?

1.2 Ao contrário da opinião da SEP e dos diretores Sérgio Weguelin e Eli Loria, entendo que nem a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, nem a Instrução CVM nº 10, de 14 de fevereiro de 1980, impedem a referida aquisição.

2. Saldo de Lucros

2.1 Para resolvermos a questão, precisamos analisar atentamente o art. 30, §1º, "b", da Lei nº 6.404/76, que assim dispõe:

Art. 30. A companhia não poderá negociar com as próprias ações.

§1º Nessa proibição não se compreendem :

(...)

b) a aquisição, para permanência em tesouraria ou cancelamento, desde que até o valor do saldo de lucros ou reservas, exceto a legal, e sem diminuição do capital social, ou por doação;

2.2 Note que a lei não diz a data em que o saldo de lucros deve ser apurado. No regime legal, portanto, esse saldo de lucros pode ser apurado em qualquer balanço levantado pela companhia, seja ele trimestral, semestral ou do exercício.

2.3 Portanto, interpretando a lei em seus estritos termos, não encontro suporte para a tese da SEP e do Diretor Eli Loria de que, para os fins do art. 30, só conta o saldo de lucros apurado ao final do exercício social.

2.4 O entendimento da SEP e do Diretor Eli Loria se baseia no suposto fato de que o lucro apurado em demonstrações trimestrais e semestrais não é propriamente lucro. Assim, não existiria nenhum saldo de lucros nesses balanços para amparar uma recompra de ações.

2.5 Esse entendimento me parece equivocado. Em termos jurídicos, lucro é algo que pode ser verificado em qualquer período de tempo, inclusive, em um negócio isolado, conforme ressaltou um dos autores do anteprojeto que resultou na Lei nº 6.404/76.[\(1\)](#)

2.6 Se os lucros só existissem mesmo no balanço de encerramento, a expressão "lucro líquido do exercício", repetida à exaustão em diversos artigos da Lei nº 6.404/76, seria absolutamente pleonástica, já que não haveria lucro fora do exercício.

2.7 Mais do que isso, se o lucro apurado em períodos menores não fosse lucro, a distribuição de dividendos com base em balanços intermediários não seria possível, contrariamente ao que prevê expressamente o art. 204:

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

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

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

2.8 Não é só. Se o lucro apurado em demonstrações trimestrais ou semestrais não fosse propriamente lucro, a distribuição de dividendos com base nessas demonstrações configuraria crime, tendo em vista o que dispõe o art. 177, § 1º, do Código Penal:

Art. 177 (...)

§1º - Incorrem na mesma pena [reclusão, de um a quatro anos, e multa], se o fato não constitui crime contra a economia popular:

(...)

VI - o diretor ou o gerente que, na falta de balanço, em desacordo com este, ou mediante balanço falso, distribui lucros ou dividendos fictícios;

2.9 E as indicações interpretativas não param por aí. O limite legal do art. 30, §1º, "b", pode ser decomposto em dois elementos: o saldo de reservas e o saldo de lucros, já que a lei diz "saldo de lucros ou reservas" e não apenas "saldo de reservas".

2.10 Quando analisamos o segundo elemento – o saldo de lucros – não podemos esquecer que §6º do art. 202 determinou que todo o lucro do exercício deve ser destinado:

Art. 202. (...)

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

2.11 Das hipóteses de destinação listadas nesse dispositivo, que são exaustivas, apenas uma não implica criação de reservas ou pagamento de dividendo: a retenção de lucros prevista no art. 196, cuja finalidade é cumprir orçamento de capital previamente aprovado.

2.12 Portanto, o único saldo de lucros que pode constar do balanço de encerramento do exercício pode ser incompatível, em muitas situações, com uma recompra de ações. Afinal, na ausência de fatos novos, não faz muito sentido uma companhia reter lucros para realizar investimentos e, na seqüência, distribuir caixa aos acionistas por meio de uma recompra.

2.13 Dessa forma, caso a interpretação da SEP prevaleça, a expressão "saldo de lucros ou reservas", que consta do art. 30 da Lei nº 6.404/76, perderia razão de ser, podendo ser substituída sem perda de conteúdo por "saldo de reservas". Obviamente, não cabe a CVM limitar assim o alcance da lei, exceto por meio de instrução normativa.

2.14 Na minha opinião, portanto, o art. 30, §1º, "b" da Lei nº 6.404/76 permite expressamente as recompras de ações realizadas com base no saldo de lucros apurado em balanços trimestrais ou semestrais, sem qualquer restrição.

3. Reserva Legal

3.1 O Diretor Sérgio Weguelin se deu conta desse fato, mas trouxe à tona uma outra preocupação, a saber, o fato de que a recompra de ações com base no saldo de lucros que consta do balanço trimestral ou semestral pode prejudicar a formação da reserva legal prevista no art. 193 de Lei nº 6.404/76.

3.2 Realmente, a aquisição das próprias ações com base em balanços levantados antes do encerramento do exercício pode vir a prejudicar a formação da reserva legal. No entanto, entendo que essa possibilidade não deve impedir a operação pretendida, pelas seguintes razões:

- i. a reserva legal e o próprio capital social podem ser ainda mais prejudicados se os balanços trimestrais e semestrais forem desconsiderados para fins de recompra de ações; e
- ii. eventual prejuízo à reserva legal não é inadmissível em nosso sistema jurídico, pois ele também ocorre em outras hipóteses semelhantes, como a distribuição de dividendos com base em demonstrações financeiras semestrais.

3.3 Para que o primeiro argumento seja compreendido, precisamos antes considerar como deve ser contabilizada uma recompra de ações com base no saldo de lucros que conste em balanço trimestral ou semestral. Segundo nossas normas contábeis, essa contabilização se dá sem que o lucro do exercício seja alterado, mediante uma conta redutora do saldo de lucros.

3.4 Assim, se uma companhia apura lucro de R\$50 no primeiro semestre, aplica essa quantia na recompra de ações e apura R\$50 de lucro no segundo semestre, seu lucro do exercício será de R\$100, muito embora metade desses lucros não estejam mais disponíveis para destinação, pois o respectivo saldo foi reduzido em R\$50 pela recompra.

3.5 Portanto, para que uma operação de recompra afete a reserva legal, três circunstâncias devem ocorrer, simultaneamente: (i) a companhia deve ter lucro no exercício; (ii) a recompra deve ter reduzido o saldo de lucros a montante inferior a 5% do lucro do exercício; e (iii) a companhia não deve ter alienado as ações adquiridas.

3.6 A circunstância referida em 3.5(i) acima é necessária porque o art. 193 da lei determina que a reserva legal seja composta a partir do lucro do exercício. Logo, se o lucro do exercício for negativo, não haveria mesmo destinação para a reserva legal.

3.7 A circunstância referida em 3.5(ii) acima também é necessária. Para que ela se concretize, a tendência de lucro apurada no balanço intermediário deve se reverter abruptamente após a recompra, porém sem levar a empresa a apurar prejuízo no exercício, de tal sorte que o saldo de lucros ao final do exercício seja insuficiente para formar a reserva legal.

3.8 Porém, mesmo nesse caso, a reserva legal não será afetada caso a companhia tenha alienado as ações durante o exercício, conforme menciono em 3.5(iii) acima, pois, se isso tivesse ocorrido, a conta redutora do saldo de lucros seria revertida e a companhia poderia atender ao disposto no art. 193 da lei.

3.9 Noto, aliás, que o art. 14 da Instrução CVM nº 10/80 obriga a companhia a vender as ações adquiridas quando seu valor ultrapassar o saldo de lucros e reservas:

Art. 14. A companhia deverá alienar as ações que excederem o saldo de lucros e reservas disponíveis, no prazo de 3 (três) meses, a contar da aprovação do balanço em que se apurar o excesso, findo o qual as ações excedentes serão canceladas.

3.10 Devido a todos esses condicionantes, acredito que os casos em que a recompra com base em balanços trimestrais ou semestrais venha a prejudicar a reserva legal sejam relativamente raros; mais raros, ao que tudo indica, do que os casos em que a reserva legal seria prejudicada se adotássemos o entendimento proposto pela SEP e pelo Diretor Eli Loria.

3.11 Com efeito, se os balanços trimestrais e semestrais forem desconsiderados, uma companhia que teve prejuízos significativos nos três primeiros trimestres do ano, por exemplo, poderá efetuar uma recompra de ações com base no saldo do encerramento do exercício anterior, mesmo sabendo que esse saldo, incluindo a reserva legal, já foi inteiramente consumido.

3.12 Por esse motivo, acredito que devemos eleger o último balanço trimestral como base para cálculo do saldo de lucros ou reservas de que fala o art. 30, §1º, "b", da Lei nº 6.404/76. Não vejo nisso nenhuma heresia, até porque a lei admite que a formação da reserva legal seja prejudicada em outra hipótese bastante similar.

3.13 Refiro-me, obviamente, ao pagamento de dividendos com base em demonstrações financeiras semestrais, conforme prevê o art. 204 da Lei nº 6.404/76. Ninguém nunca questionou a possibilidade de pagamento desses dividendos, muito embora esses dividendos possam prejudicar a formação da reserva legal da mesma forma que a recompra de ações.

3.14 Nem se diga, como faz o diretor Eli Loria, que no caso dos dividendos intermediários isso só ocorre porque a lei assim o prevê expressamente. Essa afirmação não procede. Na verdade, não existe qualquer regra na Lei nº 6.404/76 que diga que os dividendos distribuídos com base em balanços intermediários podem afetar a reserva legal.

3.15 Tanto no caso da recompra quanto no caso dos dividendos, a lei simplesmente autoriza a utilização de balanços levantados antes do encerramento do exercício. Tanto num caso como noutro, a conclusão de que essas operações podem afetar a formação da reserva legal decorre das regras contábeis e não de disposição legal expressa.

4. Dividendos

4.1 Há ainda um outro argumento no voto do diretor Sérgio Weguelin que merece uma análise criteriosa: a recompra de ações com base em demonstrações intermediárias pode afetar a distribuição do dividendo obrigatório, prejudicando assim os acionistas da companhia.

4.2 Por razões semelhantes àquelas discutidas nos itens 3.5 a 3.8 acima, a recompra de ações prejudicará o dividendo obrigatório se: (i) a companhia tiver lucro no exercício; (ii) a aquisição das próprias ações tiver reduzido o saldo de lucros a montante inferior ao dividendo obrigatório; e (iii) a companhia não tiver alienado as ações adquiridas.

4.3 Portanto, o dividendo obrigatório não será prejudicado em todos os casos, mas somente naqueles em que a tendência de lucro apurada no balanço intermediário for revertida abruptamente, de forma a tornar o saldo de lucros insuficiente para pagar os dividendos obrigatórios, porém sem gerar prejuízo no exercício.

4.4 Além disso, o dividendo obrigatório só será prejudicado caso a companhia não consiga alienar as ações adquiridas durante o exercício, o que lhe

possibilitaria reverter a conta redutora do saldo de lucros que consta do balanço.

4.5 Mais uma vez, acredito que a lei tenha admitido essa possibilidade rara de maneira implícita, pois o texto do art. 30, §1º, "b" fala, como já vimos, em "saldo de lucros ou reservas", sem exigir que esse saldo conste das demonstrações financeiras de encerramento do exercício.

4.6 Digo mais: essa opção da lei não deve trazer prejuízos significativos para os acionistas de companhias abertas, ao contrário do que se poderia supor inicialmente. Pois, pelo menos em um mercado perfeito, a recompra de ações tem efeitos econômicos muito similares a uma distribuição de dividendos.(2)

4.7 De um lado, a recompra de ações implica uma saída de caixa da companhia e um benefício financeiro equivalente para os acionistas vendedores. De outro lado, ela gera um acréscimo patrimonial indireto para os demais acionistas, pois o número de ações em circulação diminui.

4.8. Ao final, o efeito econômico é muito similar a uma distribuição de dividendos em valor equivalente. A única diferença é que alguns acionistas recebem dinheiro e outros são beneficiados indiretamente, por passarem a deter uma fatia maior da companhia.

4.9 E essa diferença – o fato de que alguns recebem dinheiro e outros em acréscimo patrimonial – não é muito relevante, pois qualquer acionista poderia ter oferecido suas ações à venda para a companhia. E os acionistas que não contemplados sempre podem fazê-lo, mesmo após a recompra, vendendo suas ações a outros participantes do mercado.

4.10 É claro que, na prática, mercados perfeitos não existem. Problemas de liquidez, custos de transação e assimetrias tributárias podem fazer com que uma opção ou outra seja mais vantajosa. Todavia, os administradores da companhia estão, na maioria dos casos, em uma posição relativamente desinteressada para avaliar os prós e os contras de cada alternativa.(3)

4.11 O que me preocupa, na verdade, são eventuais dividendos mínimos ou fixos das ações preferenciais. Esses sim podem ser muito prejudicados por um programa de recompra que consuma todos os lucros disponíveis. Note-se, que nesse caso, a recompra tem conseqüências distributivas sérias, pois reparte entre todos os acionistas um lucro que deveria caber apenas às ações preferenciais.

4.12 Por esse motivo, acredito que devemos instituir uma salvaguarda, qual seja, que as recompras aprovadas com base em balanço trimestral ou semestral sejam suportadas por estimativas e projeções da administração que indiquem que a recompra não prejudicará eventual dividendo mínimo ou fixo dos preferencialistas, nem o dividendo obrigatório.

5. Competência da Assembléia

5.1 Resta avaliar um último argumento que consta do voto do Diretor Sérgio Weguelin: a recompra de ações com base em balanços trimestrais e semestrais desloca a competência para a destinação do lucro líquido do exercício, que é da assembléia geral, para os administradores da companhia.

5.2 Acredito que esse argumento não pode prosperar, pelo menos para as companhias abertas sujeitas à fiscalização da CVM. Digo isso porque o art. 1º da Instrução CVM nº 10 diz expressamente que os programas de recompra só podem ser autorizados pelo conselho de administração caso haja previsão estatutária nesse sentido.

5.3 Confira-se:

Art. 1º Poderão adquirir ações de sua emissão, para efeito de cancelamento ou permanência em tesouraria, e posteriormente aliená-las, as companhias abertas cujo estatuto social atribuir ao conselho de administração poderes para autorizar tal procedimento.

5.4 Portanto, a situação é idêntica à distribuição de dividendos intercalares e intermediários, prevista no art. 204, cuja competência é dos órgãos da administração, desde que isso esteja previsto no estatuto:

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

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

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

6. Posição da CVM

6.1 Por todo o exposto - e observada a salvaguarda sugerida no item 4.11 acima – acredito que a CVM deva voltar ao seu entendimento original a respeito do assunto, segundo o qual a companhia pode recomprar suas ações com base em saldo de lucros que conste de balanço trimestral ou semestral.

6.2 Assim como a Lei nº 6.404/76, a Instrução CVM nº 10/80 não limita a utilização de demonstrações trimestrais ou semestrais para fins de recompra de ações. O art. 7º da Instrução se limita a definir quais são as reservas consideradas disponíveis para fins de recompra, enquanto o art. 14 fala genericamente em "saldo de lucros e reservas disponíveis".

6.3 Confira-se:

Art. 7º Consideram-se disponíveis, para os efeitos desta Instrução, todas as reservas de lucros ou de capital com exceção das seguintes:

- a) legal;
- b) de lucros a realizar;
- c) de reavaliação;
- d) de correção monetária do capital realizado;
- e) especial de dividendo obrigatório não distribuído.

Art. 14. A companhia deverá alienar as ações que excederem o saldo de lucros e reservas disponíveis, no prazo de 3 (três) meses, a contar da aprovação do balanço em que se apurar o excesso, findo o qual as ações excedentes serão canceladas.

6.4 Não há aí qualquer restrição à data de apuração do balanço. Além disso, o estudo básico da extinta SJUR que subsidiou a elaboração da Instrução CVM nº 10/80 previa expressamente a utilização de balanços intermediários. No item 98 desse estudo, por exemplo, encontramos a seguinte afirmação:[\(4\)](#)

98. A data que prevalece para confronto das Ações em Tesouraria com os saldos de lucros e de reservas existentes, deve ser a data de levantamento ao Balanço Anual ou Balanços Intermediários.

6.5 O momento atual me parece propício para retornarmos a esse entendimento original. Após as recentes quedas nas bolsas, tenho certeza de que muitas companhias gostariam de recomprar suas próprias ações, mas acabam sendo impedidas por uma interpretação equivocada da Lei nº 6.404/76 e da Instrução CVM nº 10/80.

7. Conclusão

7.1 Por todo o exposto, voto pelo deferimento do recurso apresentado pela companhia, permitindo a recompra de ações com base em balanços trimestrais e semestrais, desde que apoiada em projeções e estimativas da administração que indiquem que operação não deve prejudicar o dividendo obrigatório nem eventuais dividendos fixos ou mínimos.

Rio de Janeiro, 7 de outubro de 2008.

Marcos Barbosa Pinto

[\(1\)](#) J. L. Bulhões Pedreira. **Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia**. Rio de Janeiro: 1989, p. 450.

[\(2\)](#) S. Ross et al. **Administração Financeira**. Trad. Antonio Zoratto Sanvincente. São Paulo: 2002, p. 409-410.

[\(3\)](#) Digo "na maioria dos casos" e "posição relativamente desinteressada" porque alguns planos de opção de compra podem gerar incentivos para que os administradores promovam planos de recompra ainda contrariamente aos interesses dos acionistas com o intuito de elevar artificialmente o preço das ações. Todavia, esses incentivos não estão presentes em planos de opção de compra focados no longo-prazo; além disso, os efeitos de planos de recompra sobre o preço das ações não é tão previsível como esse raciocínio parecer supor.

[\(4\)](#) **Aquisição, pela Companhia Aberta, de Ações de sua Própria Emissão - Ações em Tesouraria**. Novembro de 1978, p. 25.