



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 102/2017-CVM/SEP/GEA-3

Rio de Janeiro, 27 de junho de 2017.

Assunto: **Recurso contra decisão de Superintendente**  
**Companhia Industrial Cataguases**  
**Processo CVM RJ-2012-8386**

Senhor Superintendente,

### **I. Introdução**

1. Trata-se de pedido de nova manifestação da Superintendência de Relações com Empresas (“SEP”), em processo instaurado por reclamação formulada pela Energisa S.A. (“Reclamante”), na qualidade de acionista minoritária da Companhia Industrial Cataguases (“Cataguases”). A reclamação já foi objeto de manifestações da SEP em três oportunidades anteriores neste processo.
2. Em síntese, a reclamação questiona retenções de lucros deliberadas pela Cataguases, que alegadamente não teriam cumprido os pressupostos legais para tanto. A SEP analisou as alegações da Reclamante e decidiu não instaurar procedimento sancionador. A Reclamante interpôs recurso contra tal decisão. Desde então, as questões tratadas no processo já foram objeto de comentários da Procuradoria Federal Especializada (“PFE”) e da Superintendência de Normas Contábeis (“SNC”).
3. Considerando que a Reclamante reitera pontos que já foram comentados pela SEP nas suas manifestações anteriores, este memorando não se propõe a reanalisar a questão mais uma vez. Seu objetivo é delimitar de modo mais claro e simplificado as matérias controvertidas, com vistas a facilitar a decisão pelo Colegiado.

### **II. Retenção de lucros relativos ao exercício de 2011**

4. Na assembleia geral ordinária de 11.06.2012, acionistas controladores votaram pela retenção de R\$6.753 mil, relativos ao resultado do exercício de 2011, em reserva para aumento de capital.

5. Ao assim deliberarem, eles rejeitaram proposta da administração, que previa distribuição desses valores. Contudo, em assembleia realizada em 12.11.2012, a decisão foi retificada e a distribuição desses valores foi aprovada.
6. Diante disso, reconhecendo o potencial abuso de poder na retenção de lucros, mas também a retificação antes que a matéria produzisse efeitos – considerando que os dividendos poderiam ser pagos até o fim do exercício social, segundo o art. 205, §3º, da Lei 6.404/76 –, a SEP optou por não instaurar processo sancionador.
7. Adicionalmente, como a assembleia ordinária ocorrera fora do prazo previsto no art. 132 da Lei 6.404/76, foi enviado ofício de alerta à Cataguases, nos termos da Deliberação CVM nº 542/08.
8. A Reclamante se insurge contra essas decisões, alegando que (i) a intempestividade da realização da assembleia restou comprovada e deve ser vista em conjunto com o atraso do pagamento dos dividendos; (ii) não é aplicável ao caso o art. 205, §3º, pois não se deliberou em assembleia pela prorrogação do prazo de pagamento para o fim do exercício de 2012 e (iii) houve prejuízos por ela suportados e não ressarcidos em função do pagamento extemporâneo, como despesas com advogados, correção monetária etc.
9. A SEP manteve sua decisão, por razões que estão exploradas em mais detalhes em relatório às fls. 727/736. A esse respeito, e em complemento a tal relatório, destaque-se que:
  - a. a assembleia poderia ter ocorrido tempestivamente e, ainda assim, ter deliberado pelo pagamento de dividendos até o fim do exercício de 2012, o que vai contra a tentativa de mesclar essa intempestividade com a discussão sobre a retenção de lucros; e
  - b. a decisão da SEP de instaurar ou não procedimentos de natureza sancionadora leva em conta os efeitos do caso perante o mercado como um todo, não devendo necessariamente se pautar por despesas em que um ou outro acionista específico possa ter incorrido para apresentar suas reclamações.
10. Não houve manifestações da PFE e da SNC sobre esse tema em particular, embora caiba registrar o comentário genérico da PFE sobre precedentes do Colegiado no sentido de que “não cabe ao Colegiado da CVM imiscuir-se na decisão das áreas técnicas que, de posse de subsídios suficientes para uma formação do seu juízo, optam pela não instauração de processo administrativo sancionador” (processo 19957.001108/2017-03), à fl. 871.
11. A questão a ser decidida pelo Colegiado, portanto, é, em primeiro lugar, se deve preservar a decisão da SEP, em vista da separação das funções de acusação e julgamento, ou se pode reformar essa decisão. Caso decida pela possibilidade em tese de reforma, deve então avaliar se as circunstâncias são tais que justifiquem fazê-lo nesse caso concreto.

### **III. Retenções de lucros relativos em desacordo com orçamentos de capital**

#### Divergência Teórica

12. A Cataguases promoveu retenções de lucros referentes a exercícios entre 2007 e 2011 com base em orçamentos de capital. Esses orçamentos de capital indicavam como fontes de recursos para os investimentos tanto essa parcela retida do

resultado como recursos que seriam obtidos junto a terceiros.

13. Uma situação recorrente dessas retenções foi que, de acordo com as informações produzidas pela Companhia, os investimentos previstos no orçamento de capital nem sempre foram integralmente executados (em média foram executados 80% dos valores previstos), mas ao menos a parcela executada foi superior às retenções.
14. Desse modo, não se pode afirmar que foram retidos valores que deixaram de ser aplicados nos investimentos que justificaram as retenções, ainda que se possa contra argumentar que, se os investimentos foram menores que originalmente previstos e os montantes captados junto a terceiros foram iguais aos previstos, a estrutura de capital final foi diferente daquela com a qual os acionistas manifestaram sua aprovação. Além da Reclamante, a SNC levanta esse ponto.
15. Contudo, a SEP ao considerar a questão manteve o posicionamento de que:
  - a. divergências entre investimentos previstos e realizados são usuais e o percentual dessas divergências no caso não é indicativo de que a Cataguases tenha deliberadamente retido mais recursos do que de fato pretendesse utilizar;
  - b. uma vez que os investimentos executados excederam as retenções, não há valores retidos injustificadamente que devessem ser restituídos aos acionistas;
  - c. o *mix* entre capital próprio e capital de terceiros é essencialmente uma decisão de gestão, amparada pela regra de proteção à decisão empresarial; e
  - d. nessa linha, se assim o desejasse, a Cataguases poderia ter financiado 100% dos investimentos previstos nos orçamentos de capital com lucros retidos, sem qualquer menção a capital de terceiros, o que enfraquece a tese de que as previsões de investimento teriam sido elaboradas com o propósito de obstar uma maior distribuição de dividendos.
16. Em reforço a esses pontos, cabe destacar que, se os orçamentos de capital passarem a ser interpretados como a Reclamante sugere, poderão surgir complexidades difíceis de serem administradas pelas sociedades anônimas.
17. Isso porque o orçamento de capital será alçado a uma posição central não só na retenção de lucros do exercício – função a que tradicionalmente é associado na Lei 6.404/76 –, mas à própria gestão da estrutura de capital em uma perspectiva mais ampla. A prevalecer a leitura que a Recorrente indica, a gestão da estrutura de capital das sociedades anônimas estará em grande medida vinculada ao orçamento de capital submetido à assembleia.
18. Ocorre que essa administração de estrutura de capital é muito dependente das circunstâncias nos mercados de ações e dívidas, que podem ser bastante voláteis. Na prática, esse é um trabalho usualmente desempenhado por diretorias financeiras das companhias, que monitoram continuamente as condições de mercado.
19. Diante de uma visão mais rígida do orçamento de capital, as companhias passarão a ter de antecipar uma parte expressiva do esforço de estimar as condições de mercado e definir sua estrutura ótima de capital para o momento da assembleia, perdendo, assim, parte da flexibilidade com que a tarefa é executada atualmente.

20. Note-se, ainda, que não apenas a estrutura de capital é inerentemente mutável, como também os projetos que tal estrutura se propõe a financiar são sujeitos a incertezas diversas, que podem fazer com que eles não sejam adotados como previstos por ocasião da elaboração do orçamento de capital submetido a assembleia.
21. É claro que não se pode, a pretexto de se reconhecer alguma margem de flexibilidade à gestão de capital das companhias, transformar o orçamento em uma ficção, desprovido de qualquer implicação prática depois de aprovado. Mas a SEP fez essa avaliação no caso concreto e concluiu que um percentual significativo dos investimentos previstos foi, de fato, realizado, afastando, em princípio, a hipótese de o orçamento ser uma mera ficção.
22. Resta, portanto, ao Colegiado decidir se está de acordo com essa interpretação ou se, em seu entendimento, a divisão entre capitais próprios e de terceiros indicada em orçamento de capital apresentado a assembleia geral para justificar retenções de lucros deve vincular a administração de tal modo que lucros retidos sejam obrigatoriamente distribuídos, se isso for necessário para preservar tal divisão.

### Divergência nos Números

23. Adicionando mais uma camada de complexidade à discussão anterior, há uma divergência sobre os números fornecidos pela Cataguases.
24. A Reclamante lança dois tipos de dúvidas a esse respeito.
25. A primeira é de caráter genérico, no sentido de que a SEP não poderia ter acolhido os dados da Cataguases sem exigir qualquer espécie de comprovação.
26. Sobre esse ponto, cabe observar que:
- a. a SEP utilizou dados extraídos de documentos oficialmente disponibilizados pela Cataguases, notadamente suas demonstrações contábeis auditadas;
  - b. a Reclamante também recorreu ao exercício de compilar dados para calcular o montante dos dividendos que entende devidos e, exceto pela questão do *carry over* comentada a seguir, chega a montantes bastante próximos aos da Cataguases, como se nota na comparação entre as tabelas nas páginas 683 e 807; e
  - c. considerando já terem decorrido dez anos do início dos fatos, o esforço de conciliação para reduzir as divergências além do patamar atual não seria justificado.
27. A segunda espécie de dúvida envolve o chamado *carry over*, isto é, a parcela de investimentos orçada em exercício anterior, mas que, não sendo realizada em tal exercício, é transposta para o exercício seguinte. De acordo com a Reclamante, esse valor deveria ser somado ao montante dos investimentos previstos para o exercício seguinte.
28. Por exemplo: se ao longo de 2 exercícios são previstos investimentos de R\$10 em cada um deles, conforme orçamentos de capital, mas ao final do primeiro deles se verifica a realização financeira de investimentos no montante de R\$8, a Reclamante ajusta o valor dos investimentos previstos para o segundo ano para R\$12. Assim, se ao final desse segundo ano forem investidos os R\$10 previstos, a Reclamante conclui que a diferença deveria ser distribuída como dividendos.

29. Já a Cataguases reporta os valores previstos para cada exercício especificamente. Ou seja, no exemplo simplificado acima, ela reportaria investimentos projetados de R\$10 em cada exercício.
30. Evidentemente, o ajuste promovido pela Recorrente sobre os montantes dos orçamentos de capital fornecidos pela Cataguases leva a ajustes que se acumulam ao longo do tempo, se os investimentos são menores que os previstos.
31. Esse é o principal fator para a discrepância de números que as partes apresentaram no processo, discrepância essa que levou a SNC a sugerir a oitiva do auditor independentes da Cataguases e até mesmo a realização de inspeção *in loco*.
32. A nosso ver, entretanto, a divergência parece afetar mais a forma de exposição dos dados do que propriamente seu conteúdo. E, na verdade, ambas as formas podem ser legítimas, a depender da pergunta que se queira responder.
33. Se o objetivo da análise é avaliar eventual saldo a ser distribuído (ou efetivamente investido) em uma janela temporal, o ajuste sugerido pela Reclamante faz sentido. Retornando aos números ilustrativos do exemplo acima, se a Cataguases prevê investimentos de R\$10 em cada exercício, mas no primeiro deles só executa financeiramente R\$8, há uma parcela de R\$2 pela qual deve responder a seus acionistas. Nesse contexto, o ajuste dos investimentos previstos no segundo ano para R\$12 é razoável.
34. Mas se a avaliação é feita com propósito de determinar o montante passível de ser investido em um determinado exercício, então a Cataguases não pode considerar-se autorizada a efetuar investimentos de R\$12 no segundo período, quando o orçamento de capital efetivamente prevê R\$10. Ele deve realizar investimentos de R\$10 e, para além disso, no máximo, realizar financeiramente os R\$2 que tenham permanecido pendentes.
35. Esse esclarecimento dissipa a maior parte da divergência dos números, porém não dá respostas imediatas às questões que o processo deve endereçar.
36. Pelo método da Cataguases, a distância entre os orçamentos de capital e os investimentos realizados é menor. Pelo método da Reclamante, que ajusta o valor dos orçamentos de capital da Cataguases para cima, essa diferença evidentemente é maior. De um ou de outro jeito, no entanto, o fato é que os valores investidos foram superiores aos retidos.
37. Assim, a única forma em que essa controvérsia pode ter consequências práticas no tocante à distribuição de dividendos é caso se venha a concluir que a proporção entre recursos próprios e de terceiros prevista no orçamento de capital devesse ser estritamente preservada. Como visto, essa é exatamente a questão teórica já apresentada neste relatório.
38. Portanto, entendemos que não há divergências de valores materiais que justificassem verificações diligências investigativas adicionais nesse momento. Uma vez que o Colegiado decida como os orçamentos de capital devem ser interpretados, será possível determinar se as retenções foram ou não efetuadas de modo regular.

### Saldo Contábil da Reserva de Investimentos

39. Em algumas passagens de suas manifestações (p. ex., página 793), a Reclamante afirma que, se os valores retidos tivessem sido investidos conforme previstos, o saldo contábil da “reserva para investimentos”, que integra o patrimônio líquido da Cataguases, estaria zerado.

40. No entanto, tal afirmação é tecnicamente equivocada, por razões já mencionadas no RA/CVM/SEP/GEA-3/nº 99/14 (v. página 822), da SEP, e no Memorando nº 7/2017-CVM/SNC/GNC (v. página 868), da SNC. Ainda assim, trata-se de questão controvertida, que também aguarda decisão do Colegiado.

#### IV. Conclusão

41. Em razão do exposto, mantidas as conclusões dos relatórios RA/CVM/SEP/GEA-3/nºs 101/2012, 12/2013 e 99/2014, e em vista das considerações dos despachos da Secretaria Executiva do Colegiado (fls. 852) e da PFE (fls. 870/871) encaminhamos o processo à Superintendência Geral para posterior submissão ao Colegiado.

Atenciosamente,

Raphael Souza

Gerente de Acompanhamento de Empresas 3

Ao SGE, de acordo com a manifestação da GEA-3

Fernando Soares Vieira

Superintendente de Relações com Empresas



Documento assinado eletronicamente por **Raphael Acácio Gomes dos Santos de Souza, Gerente**, em 30/06/2017, às 19:22, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Fernando Soares Vieira, Superintendente**, em 03/07/2017, às 15:39, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), informando o código verificador **0308702** e o código CRC **A035BAEE**.

*This document's authenticity can be verified by accessing [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), and typing the "Código Verificador" **0308702** and the "Código CRC" **A035BAEE**.*