



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM Nº RJ2012/8386

Reg. Col. 8596/2013

- Interessado:** Energisa S.A. e Companhia Industrial Cataguases
- Assunto:** Recurso contra decisão da Superintendência de Relações com Empresas – SEP de não instaurar processo administrativo sancionador para apurar supostas irregularidades na destinação de lucro líquido dos exercícios sociais de 2007 a 2011 para reservas de lucro por meio de orçamento de capital (art. 196 da Lei nº 6.404/76).
- Diretor Relator:** Gustavo Borba

### RELATÓRIO

#### I. DO OBJETO

1. Trata-se de recurso interposto pela Energisa S.A. (“Energisa”, “Recorrente” ou “Reclamante”) contra a decisão da Superintendência de Relações com Empresas – SEP de não instaurar Processo Administrativo Sancionador (“PAS”) contra os administradores da Companhia Industrial Cataguases (“Cataguases”, “Companhia” ou “Reclamada”) diante de supostas irregularidades ocorridas na distribuição do lucro líquido dos exercícios sociais de 2007 a 2011 e de não determinar o refazimento das Demonstrações Financeiras anuais da Companhia para os referidos exercícios.

#### II. DA RECLAMAÇÃO E DAS MANIFESTAÇÕES SUBSEQUENTES DA RECLAMANTE

2. Em 18/07/2012, a Energisa S.A protocolizou reclamação (“Reclamação”) junto à SOI contra a Cataguases e seus Controladores, atribuindo a estes, a ocorrência de duas irregularidades: (i) a elaboração de proposta da administração sugerindo a retenção de R\$6.753.209,46 do lucro líquido do exercício social de 2011 para “Reserva para Aumento de Capital”, não prevista no estatuto social da Companhia; e (ii) a retenção indevida de lucros com base em orçamentos de capital supostamente superestimados nos exercícios sociais de 2007 a 2011.

3. Para a Recorrente, o §6º do art. 202 da Lei nº 6.404/76 (“LSA”) imporia a distribuição como dividendos dos lucros não destinados na forma dos arts. 193 a 197 do mesmo diploma legal. Dessa forma, como não haveria previsão, legal ou estatutária, de reserva para aumento de capital, e ficaria evidente a ilegalidade da retenção de lucros realizada.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

4. Além disso, por diversos anos, os controladores da Companhia teriam aprovado a retenção de capital com base em previsões de orçamentos fictícios, na medida em que teriam sido realizadas projeções de investimento/orçamento superestimadas.

5. A fim de comprovar o alegado, a Recorrente anexou em sua reclamação uma série de tabelas onde afirma que poderia ser verificada a diferença entre o valor da projeção de investimentos perante o valor total dos investimentos realizados, o que evidenciaria o excesso de retenção de dividendos, que chegaria ao montante de R\$ 32.825.000,00.

### III. DA RESPOSTA DA RECLAMADA

6. Em sua resposta, a Reclamada contraditou, em breve síntese, as acusações formuladas, afirmando que:

- i. a retenção de lucros não teria por objetivo privar acionistas do recebimento de dividendos, mas tão somente manter a Companhia com recursos suficientes para os investimentos essenciais e iminentes que seriam efetuados. Por essa razão, a Reclamada vinha aprovando a retenção de lucros com base em orçamento de capital, conforme o art. 196 da LSA;
- ii. em se pesando a retenção de recursos feita para reserva de aumento de capital ter sido inadequada do ponto de vista formal, pois não se circunscrevia nos pressupostos do art. 39 do Estatuto Social da Companhia, esta teria sido completamente legítima, uma vez que feita pensando nos melhores interesses da Companhia, não tendo trazido, na visão da Reclamada, qualquer prejuízo aos acionistas. Tal fato se verificaria, inclusive, pela convocação e realização de outra assembleia geral para retificar a deliberação;
- iii. quanto à acusação de retenção de recursos com base em orçamentos de capital “superfaturados”, a Reclamada fez três considerações: (a) todos os recursos retidos com base nos orçamentos de capital teriam sido investidos; (b) as projeções de investimento seriam feitas com base em premissas que nem sempre se confirmariam, de forma que seria natural que determinados investimentos projetados não fossem realizados<sup>1</sup>; e (c) a Recorrente teria identificado de forma equivocada os valores, uma vez que usaria como “valor de investimentos/orçamentos de capital” os valores que a Reclamada teria separado como projeção de investimentos no exercício, que não teriam sido os valores efetivamente retidos. Nesse passo, a acusação de retenção excessiva de recursos não se sustentaria diante do fato de que, mesmo com os altos investimentos realizados, a

---

<sup>1</sup> Nesse sentido a Reclamada citou o entendimento de Modesto Carvalhosa, no sentido de que “por mais cuidadoso que seja o referido orçamento, podem ocorrer eventos econômicos durante sua execução que imponham uma adequada revisão orçamentária.” (fls. 751-752 de Comentários à Lei de Sociedades Anônimas).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Reclamada viria distribuindo dividendos em valores superiores ao dividendo mínimo obrigatório.

### IV. DECISÃO DA SEP

7. A SEP, em decisão de fls. 650-686 consignou que:
  - i. a decisão da AGE realizada em 12.11.2012, de distribuir dividendos no mesmo montante proposto pela administração para a AGO de 11.06.2012, teria retificado a impropriedade da decisão dos Controladores, a qual não teria, dessa forma, produzido efeito;
  - ii. não haveria na legislação pertinente, menção à necessidade de execução integral do orçamento anual, desde que investidos, no mínimo, os valores retidos do Lucro Líquido do Exercício; e
  - iii. não haveria previsão para a incidência de juros e correção monetária no caso concreto (fls. 650 a 686).

### V. RECURSO E MANIFESTAÇÕES SUPERVENIENTES DA ENERGISA

8. Em seu recurso, a Energisa argumentou que:
  - i. o atraso na realização da AGO seria, por si só, justa causa para instauração de inquérito ou processo administrativo sancionador contra os administradores responsáveis por tal atraso;
  - ii. as demais irregularidades ocorridas na AGO ensejariam punição aos administradores;
  - iii. a decisão de não distribuição de dividendos do exercício social de 2011, embora revista, teria gerado prejuízos aos acionistas, demandando reparação; e
  - iv. a prática da retenção ilegal de lucros faria parte de uma série de atos praticados pelos Controladores em detrimento do direito dos acionistas aos dividendos na totalidade dos lucros sociais não destinados, na forma dos arts. 193 a 197, conforme disporia o art. 202, §6º da LSA.
9. Após reunião do Colegiado, datada de 26 de fevereiro de 2013, foi requerida vista do processo pela, então diretora, Luciana Dias. Nesse ínterim, a Recorrente protocolou nessa autarquia manifestações adicionais, acompanhadas de parecer contábil, onde se expôs o que segue:



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

- i. o presente caso teria uma importância bastante acentuada, na medida em que a decisão da SEP serviria como uma “*diretriz de comportamento para as companhias*”<sup>2</sup>. Desta feita, seria imperioso que a área técnica tivesse analisado a justa causa diante do aspecto do direito sancionador, o que necessariamente implicaria na instauração do processo administrativo, mesmo diante das correções feitas pela Companhia;
- ii. o entendimento adotado pela SEP assumiria que o orçamento de capital seria “*uma ficção criada por lei sem qualquer consequência para Companhia*”<sup>3</sup>, entendimento esse que feriria qualquer lógica jurídica, tendo em vista que: (a) o orçamento de capital teria uma importância impar na estrutura legal das companhias, demonstrado pelo fato de que a LSA determinaria que ele deveria passar por todos os órgãos sociais da companhia; e (b) não se poderia admitir que existisse uma norma legal sem a devida consequência pelo seu descumprimento; e
- iii. (a) a própria SEP teria identificado, no caso em apreço, a suposta falta de governança corporativa da Companhia (fls. 679 e 681), mas não teria relacionado esse fato como agravante da ilegalidade cometida quanto à suposta retenção injustificada de lucros; (b) o argumento da Área Técnica sobre a inaplicabilidade dos precedentes citados ao caso vertente não procederia, uma vez que todos os precedentes abordariam a correta interpretação esperada dos dispositivos legais que versam sobre a retenção de dividendos com base no orçamento de capital.

10. Destacou-se, ainda, que o presente caso se assemelharia aos processos administrativos RJ2007/10.879 e RJ2007/13.216, onde o Diretor Marcos Barbosa Pinto teria determinado que a SEP investigasse as eventuais irregularidades praticadas pelos administradores da Eletrobrás, dado o interesse do mercado sobre a definição do assunto<sup>4</sup>.

11. Segundo parecer apresentado, (a) a legislação societária brasileira estabeleceu que somente poderiam ser retirados lucros pelas companhias para o estabelecimento de reservas específicas da LSA, de modo que as reservas para investimento futuro ou para expansão somente seriam aceitáveis quando a fixação de seus valores seguissem as regras legais; e (b) por isso, o entendimento da SEP – que desconsideraria o *carry over*<sup>5</sup> – estaria equivocado, visto que esse

<sup>2</sup> Parágrafo 1º, fls. 773 dos autos.

<sup>3</sup> Parágrafo 16, fls. 777 dos autos.

<sup>4</sup> O referido precedente se trata de reclamação de acionistas da Eletrobrás que questionaram a não distribuição de dividendos obrigatórios que haviam sido retidos em exercícios passados pela Eletrobrás. Na oportunidade, em se pesando SEP ter entendido que não existiriam indícios de irregularidades no tocante ao não pagamento dos referidos dividendos, que teriam sido mantidos de forma supostamente ilegal na reserva especial, o então diretor, Marcos Barbosa Pinto teria acolhido a tese recursal e determinado que a mencionada área técnica diligenciasse no sentido de investigar eventuais irregularidades praticadas pelos administradores da Eletrobrás.

<sup>5</sup> Valores orçados para o ano, porém não investidos naquele exercício social e transferidos para investimentos no ano seguinte.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

valor seria, na realidade, um somatório dos orçamentos anteriores não completamente investidos, o que caracterizaria uma retenção ilegal de lucros, impondo dessa maneira a sua distribuição.

### VI. MANIFESTAÇÕES DA PFE-CVM E SNC

12. Em 22/07/2015, a Diretora Luciana Dias requisitou manifestação da Procuradoria Federal Especializada junto à CVM (fl. 848), a qual entendeu pertinente ouvir a Superintendência de Normas Contábeis e Auditoria quanto à suposta retenção excessiva de dividendos nos exercícios sociais de 2007 a 2011 (fl.s 849/850).

13. A SNC, apesar de entender que o processo trata de matéria puramente *societária*, por abordar questões referentes à retenção ou distribuição, manifestou-se sobre o pedido do Recorrente de distribuição dos aproximadamente R\$21 milhões que seriam o saldo da conta de Reserva para Investimentos.

14. Segundo a SNC, “*o simples fato de existir saldo na conta ‘reserva para investimento’ não significa, necessariamente, que existem ‘sobras’ dos recursos retidos pelo orçamento de capital*”, uma vez que estes recursos retidos estão alocados nos ativos da companhia, e as contas do patrimônio líquido “*representam valores residuais; Isto é, são escriturais*” (fl. 868).

15. A PFE-CVM devolveu o processo à SEP em 25/05/2017, alegando que “*a consulta formulada à PFE-CVM pela então Diretora Luciana Dias deveria ter sido direcionada à SEP, área responsável pela análise técnica dos fatos*”, mas registrou que o entendimento do Colegiado é 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 Administrativo 19957.001108/2017-03, Reg. Col. 0589/2017, dentre outros)*” (fl. 871).

### VII. MANIFESTAÇÃO FINAL DA SEP E DISTRIBUIÇÃO DO PROCESSO

16. Em sua manifestação final, a SEP manteve as conclusões dos relatórios RA/CVM/SEP/GEA-3/n<sup>os</sup> 101/2012, 12/2013 e 99/2014 e encaminhou o processo para a SGE, tendo sido a mim distribuído na reunião do Colegiado de 11/07/2017, conforme disposto nos arts. 2º e 3º da Deliberação CVM 558 de 2008 (fls. 852 e 880).

É o relatório.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### VOTO

1. Inicialmente, é importante destacar que não cabe ao Colegiado, ressalvadas situações excepcionais, rever a decisão das áreas técnicas de não instaurar procedimentos sancionadores aos participantes do mercado sob sua supervisão (nesse sentido, podemos citar, a título de exemplo, a decisão proferida no Processo CVM nº 19957.001108/2017-03).

2. No presente caso, entretanto, dado o ineditismo do assunto tratado, e como parte da discussão diz respeito ao pedido do Reclamante<sup>6</sup> de republicação e refazimento das demonstrações financeiras da Companhia em virtude da suposta retenção irregular de lucros para reserva vinculada a orçamento de capital, farei uma breve análise do mérito da questão trazida ao conhecimento do Colegiado.

#### I. ALEGAÇÃO DE ABUSO DE PODER

3. A primeira reclamação da Energisa consiste no suposto abuso de poder cometido pelos controladores e membros da diretoria, que teriam destinado parte do lucro do exercício social de 2011, no montante aproximado de R\$6,7 milhões, para a irregular (sem previsão estatutária) “Reserva para Aumento de Capital”.

4. Apesar de reconhecer que tal retenção seria irregular, a SEP entendeu que, como a decisão teria sido retificada logo após (no mesmo ano), na Assembleia Geral Extraordinária realizada em 12/11/2012, na qual se decidiu pela distribuição dos R\$6,7 milhões na forma de dividendos aos acionistas, a irregularidade inicial não teria gerado efeitos substanciais, razão pela qual não haveria justa causa para instauração de um processo administrativo sancionador.

5. Nesse sentido, destaco que, nos termos do art. 9º, §4º da Lei nº 6.385/76<sup>7</sup>, a CVM deve priorizar seus esforços em infrações que possuam natureza grave e cuja sanção proporcione maior efeito educativo ao mercado. Tal ponderação é tão importante que foi reforçada na edição da Lei nº 13.506/17, que explicitou a possibilidade de se deixar de instaurar processo administrativo sancionador dependendo da relevância da conduta e da expressividade da lesão ao bem jurídico tutelado:

§4º Na apuração de infrações da legislação do mercado de valores mobiliários, a Comissão priorizará as infrações de natureza grave, cuja apenação proporcione maior efeito educativo e preventivo para os participantes do mercado, e

<sup>6</sup> Fl. 724.

<sup>7</sup> Redação vigente à época: “§4º Na apuração de infrações da legislação do mercado de valores mobiliários, a Comissão deverá dar prioridade às infrações de natureza grave, cuja apenação proporcione maior efeito educativo e preventivo para os participantes do mercado”.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

**poderá deixar de instaurar o processo administrativo sancionador**, consideradas a pouca relevância da conduta, a baixa expressividade da lesão ao bem jurídico tutelado e a utilização de outros instrumentos e medidas de supervisão que julgar mais efetivos. (g.n.)

6. Diante desse contexto, não vislumbro qualquer situação excepcional que pudesse justificar manifestação do Colegiado sobre algum aspecto específico da decisão da área técnica quanto à não instauração de processo sancionador.

### II. SUPOSTA RETENÇÃO EXCESSIVA DE LUCROS NOS EXERCÍCIOS SOCIAIS DE 2007 A 2011

7. O segundo e principal ponto da reclamação, em relação ao qual entendo ser conveniente a análise pelo Colegiado para fins de orientação ao mercado, diz respeito à alegada retenção excessiva de lucros dos exercícios sociais de 2007 a 2011, em virtude de uma alegada apresentação reiterada de orçamentos de capital superestimados que justificariam a manutenção de parte dos lucros do exercício na Reserva de Retenção de Lucros (ou Reserva para Investimento<sup>8</sup>).

8. Os investimentos projetados pela Cataguases naqueles exercícios sociais teriam sido de R\$108,7 milhões, enquanto os valores efetivamente investidos teriam sido de R\$72,48 milhões. Desse total investido, R\$33,48 milhões seriam provenientes de capital próprio (retenção de lucros), o que corresponderia a 30,81% dos valores projetados e a 46,19% do montante efetivamente investido<sup>9</sup>.

9. O montante restante utilizado pela Companhia para o projeto de investimento relacionado ao orçamento de capital seria oriundo de empréstimos, ou seja, recursos de terceiros (passivo).

10. Diante desses números, a área técnica concluiu que não haveria qualquer violação à Lei nº 6.404/76, que permite a retenção de lucros com base em orçamento de capital<sup>10</sup>, uma vez que

<sup>8</sup> Conforme denominada na última proposta da administração apresentada à época, para a AGO de 2012, referente ao exercício social de 2011.

<sup>9</sup> Há uma divergência entre os valores informados pelo Reclamante e pela Reclamada. Os valores utilizados pela SEP foram retirados das demonstrações financeiras anuais da Companhia.

<sup>10</sup> Art. 196. A assembleia-geral poderá, por proposta dos órgãos da administração, deliberar reter parcela do lucro líquido do exercício prevista em orçamento de capital por ela previamente aprovado.

§1º O orçamento, submetido pelos órgãos da administração com a justificação da retenção de lucros proposta, deverá compreender todas as fontes de recursos e aplicações de capital, fixo ou circulante, e poderá ter a duração de até 5 (cinco) exercícios, salvo no caso de execução, por prazo maior, de projeto de investimento.

§2º O orçamento poderá ser aprovado pela assembleia-geral ordinária que deliberar sobre o balanço do exercício e revisado anualmente, quando tiver duração superior a um exercício social.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

nada indicaria que os lucros retidos para o projeto de investimento não teriam sido efetivamente gastos, tanto que foi necessária a realização de empréstimos para complementar os recursos necessários ao projeto.

11. O Reclamante, entretanto, defende uma visão expansiva de tal dispositivo, sob o argumento de que, juntamente com a aprovação do orçamento de capital, estaria implícita autorização para endividamento obrigatório e proporcional da companhia, nos casos em que o valor retido não fosse suficiente para a execução de todos os investimentos propostos no orçamento apresentado.

12. Assim, ao investir menos do que o planejado, apesar de ter utilizado totalmente os lucros que foram retidos na Reserva de Retenção de Lucros, a Companhia teria “desbalanceado” a proporção entre capital próprio e capital de terceiros implícita quando da aprovação do orçamento de capital pela assembleia geral, o que conduziria à conclusão de que houve excesso de retenção de capital próprio à custa da não distribuição de dividendos.

13. Acompanho a área técnica no sentido de que não assiste razão ao Reclamante.

14. Inicialmente, embora existam algumas diferenças entre os valores apresentados pelo Reclamante, pela Reclamada e os apurados pela SEP, parece haver indicativos claros de que todos os recursos retidos nos exercícios sociais entre 2007 e 2011, a título da Reserva de Retenção de Lucros vinculados ao orçamento de capital, teriam sido aplicados nos projetos pertinentes.

15. O fato de os desembolsos da Companhia terem sido, ao longo de cinco anos, 20% inferiores ao que estava planejado não leva à conclusão de que haveria sistemático e proposital superdimensionamento dos orçamentos a fim de reter lucros e assim privar os acionistas de dividendos.

16. Quanto à tese da Recorrente de que a composição entre capital próprio e capital de terceiros proposta no orçamento apresentado à assembleia geral deveria ser mantida, entendo que essa suposição não possui base de sustentação legal ou regulamentar.

17. Não há obrigação de vinculação da administração à estrutura de capital pretendida pelo recorrente, uma vez que essa é uma decisão gerencial que pode ser influenciada por inúmeros outros fatores, em especial os lucros obtidos nos exercícios sociais, e está abarcada pela *business judgement rule*.

18. O que deve ser respeitado, como ocorreu, é que o montante retido dos lucros tenha sido integralmente gasto com o objetivo próprio da reserva (vinculado ao orçamento de capital).





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Assim, caso não houvesse sido totalmente investido, seria, então, por exemplo, passível de distribuição aos acionistas na forma de dividendos.

19. Alternativamente, no meu entender, caso o investimento estivesse previsto para mais de um exercício, esse orçamento poderia ser revisto e novamente proposto para a aprovação da assembleia geral.

20. Tal questão não se confunde, como aduz o Reclamante, com a proteção que o legislador procurou outorgar aos acionistas minoritários contra eventuais acúmulos excessivos e indevidos de “lucros acumulados”, por interesse de seus controladores.

21. O elaborado mecanismo de constituição de reservas e distribuição de dividendos estabelecido pela Lei nº 6.404/76 – especialmente após as reformas de 2001 e 2007<sup>11</sup> (“CAPÍTULO XVI – Lucro, Reservas e Dividendos”) – objetiva, sem dúvida, evitar que os acionistas majoritários privem os minoritários dos lucros gerados pela companhia e os acumulem indefinidamente sem uma destinação específica, como corretamente afirmaram os ex-diretores da CVM Luiz Antônio de Sampaio Campos e Norma Jonssen Parente, em precedentes citados pelo Reclamante<sup>12</sup>.

22. Ressalte-se, entretanto, que, no caso concreto, pelo que se extrai das informações constantes dos autos, não houve desrespeito às regras aplicáveis da LSA, de modo que não se pode afirmar, diante das evidências existentes, que foram investidos valores superiores aos lucros retidos com base nos orçamentos de capital e que teria havido retenção indevida de lucros dos exercícios em questão.

23. Quanto à afirmação dos Recorrentes de que “*se todo o valor retido no período em análise tivesse sido integralmente investido conforme os orçamentos de capital – como afirma a SEP em seu Relatório – a conta ‘Reserva para Investimentos’ deveria estar zerada*”, entendo que a alegação não possui sustentação segundo as práticas contábeis vigentes.

24. Ao fazer tal afirmação, o Reclamante desconsidera que a conta Reserva de Retenção de Lucros, pelas regras contábeis, não vai sendo reduzida à medida que são realizados os investimentos previstos no orçamento de capital. Mesmo que se considere que essa rubrica não possa ser classificada propriamente como uma “reserva”, em virtude de uma leitura literal do art. 196 da Lei 6.404/76 (“retenção de lucros”), o tratamento contábil seria o mesmo, uma vez que,

<sup>11</sup> Pelas leis nº 10.303/01 e 11.638/07, respectivamente.

<sup>12</sup> Processo CVM nº RJ2001/12367, Diretor Relator Luiz Antônio Sampaio de Campos e Processo CVM nº RJ2001/3270, voto da Diretora Norma Jonssen Parente em processo de relatoria do Diretor Wladimir Castelo Branco (fl. 720).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

ainda que se adote esse entendimento, tal rubrica seria equiparável a um reserva<sup>13</sup>, razão pela qual entendo inócuo o prosseguimento dessa discussão teórica.

25. Dessa forma, quando a Reserva de Retenção de Lucros é constituída (contra a conta Lucros Acumulados, proveniente da Demonstração do Resultado do Exercício – DRE), o montante pertinente já possui sua correspondência no Ativo da Companhia. Assim, a conta de Reserva não é uma conta que “acumula recursos”, assim como não o é o Capital Social. Ambas são rubricas que indicam que as origens dos recursos estão expressas no ativo da companhia, constituindo capital próprio e não de terceiros.

26. Assim, a Reserva de Retenção de Lucros não seria desconstituída ou reduzida, sem um ato específico (por ex., capitalização), em virtude da mera destinação dos recursos para o investimento previsto no orçamento de capital, do que se conclui que esse pressuposto da tese da recorrente é inconsistente.

27. Portanto, afigura-se natural que o valor das reservas de lucros (qualquer uma das autorizadas pela LSA<sup>14</sup>, inclusive as estatutárias) continue crescendo, exercício após exercício, na medida em que novas retenções são feitas. Não sem razão a própria lei impõe um limite a esse crescimento, consubstanciado no seu art. 199:

---

<sup>13</sup> Observe-se que, s.m.j., essa tese não encontra respaldo nas normas contábeis vigentes e aplicadas no Brasil. Cito, nesse sentido, o Manual de Contabilidade Societária editado pela FIPECAFI, 2ª edição, que denomina a retenção de lucros do art. 196 como “**Reserva de lucros para expansão (retenção de lucros)**”, conta do Patrimônio Líquido das demonstrações financeiras (pág. 425).

Ademais, as definições de reservas de lucros apresentadas pelo Manual aplicam-se integralmente à retenção de lucros do art. 196: “**lucros obtidos e reconhecidos pela empresa, retidos com finalidade específica**” e como “**valores (...) que se originam de lucros não distribuídos aos proprietários**” (pág. 411 e 412, respectivamente).

Adicionalmente, o CPC 26, que trata da apresentação das demonstrações contábeis, ao explicar a Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido, revela:

106B. O patrimônio líquido deve apresentar o capital social, as reservas de capital, os ajustes de avaliação patrimonial, as **reservas de lucros**, as ações ou quotas em tesouraria, os prejuízos acumulados, se legalmente admitidos os lucros acumulados e as demais contas exigidas pelos Pronunciamentos Técnicos emitidos pelo CPC.

108. Os componentes do patrimônio líquido referidos no item 106 incluem, por exemplo, cada classe de capital integralizado, o saldo acumulado de cada classe do resultado abrangente e **a reserva de lucros retidos**.

Em uma análise jurídica, também não verifico razões para classificação de forma diversa. Nesse sentido, cito Maria Isabel Bocater, José Luiz Braga e Carlos Martins Neto, em DIFERIMENTO DO PAGAMENTO DE DIVIDENDOS OBRIGATÓRIOS EM RAZÃO DE SITUAÇÃO FINANCEIRA INCOMPATÍVEL: CONSIDERAÇÕES SOBRE A INTELIGÊNCIA DO ART. 202, § 4º, DA LEI DAS S.A.: “*Adicionalmente, a Lei das S.A. reforça o caráter prioritário dos dividendos fixos ou mínimos que sejam estatutariamente atribuídos aos titulares de ações preferenciais sem voto, dispondo no seu art. 203 que a constituição das reservas a que se referem os arts. 194 (estatutária), 195 (incentivos fiscais), 196 (reserva para investimentos) e o pagamento do dividendo obrigatório não devem prejudicar o direito dos acionistas titulares de ações preferenciais ao recebimento de dividendos mínimos ou fixos, inclusive com relação aos atrasados (no caso de tais dividendos serem cumulativos). Em outras palavras, apurado o lucro líquido do exercício, constitui-se a reserva legal e, em seguida, atende-se ao pagamento prioritário desses dividendos*”.

<sup>14</sup> Arts. 193 a 197 da Lei nº 6.404/76.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Art. 199. **O saldo das reservas de lucros**, exceto as para contingências, de incentivos fiscais e de lucros a realizar, **não poderá ultrapassar o capital social. Atingido esse limite**, a assembléia deliberará sobre aplicação do excesso na integralização ou no aumento do capital social ou na distribuição de dividendos.(g.n.)

28. Nesse momento<sup>15</sup>, torna-se obrigatória a destinação do excesso para incorporação ao capital social da companhia (caso se decida por um aumento de capital) ou para distribuição aos acionistas na forma de dividendos<sup>16</sup>.

29. Assim, como afirmou a área técnica, *“a existência de saldo na conta Reserva de Retenção de Lucros não significa que os valores retidos e contabilizados nessa conta não tenham sido investidos dentro daquele exercício”*.

30. Do exposto, voto pela inadmissão do recurso no que se refere à decisão de não abertura de processo administrativo sancionador pela SEP e acompanho o entendimento da área técnica com relação ao indeferimento do pedido de refazimento das demonstrações financeiras da Companhia.

É como voto.

Rio de Janeiro, 10 de abril de 2018.

*Original assinado por*  
Gustavo Tavares Borba  
**Diretor Relator**

---

<sup>15</sup> Conforme precedentes da CVM, não há dúvida de que os lucros destinados a orçamento de capital seriam computados para fins de apuração de “excesso de reservas”, como se pode verificar na manifestação da Diretora Norma Parente no âmbito do processo administrativo RJ2001/12367: “Portanto, nem a reserva estatutária, nem a retenção de lucros com base no art. 196 pode ultrapassar o limite do capital social, mas isso não significa que a acumulação de lucros com base em tais dispositivos não se sujeite a regras próprias”.

<sup>16</sup> Ressalte-se, ainda, que não há discussão no presente caso quando à efetiva e regular distribuição dos dividendos obrigatórios dos exercícios.