

# COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

## PRECEDENTES COMENTADOS

*Organizadores*

**Gustavo Tavares Borba**

**Rodrigo Tavares Borba**

**José Gabriel Assis de Almeida**

Alexandre Costa Rangel • Alexandre Trejos Vargas • Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto • Bianca Napoli Figueiredo • Carlos Alexandre Lobo • Carlos Augusto Junqueira • Carlos Eduardo Aranha • Carlos Martins Neto • Carolina Estarque da Cunha • Cláudio Guerreiro • Daniel Kalansky • Eduardo Figueira de Brito • Eli Loria • Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França • Fabiano Marques Milani • Felipe Hanszmann • Fernanda Pereira Carneiro • Frederico Calmon Nogueira da Gama • Gabriela Codorniz • Gisela Sampaio da Cruz • Gustavo Tavares Borba • Henrique Vergara • Ivo Waisberg • João Laudo de Camargo • João Marcelo Sant'Anna da Costa • Jorge Hilário Gouveia Vieira • José Edwaldo Tavares Borba • José Gabriel Assis de Almeida • Julia Damazio Franco • Julia Hebling • Julian Fonseca Peña Chediak • Julio Ramalho Dubeux • Leandro Ravache • Leonardo Barros C. de Araújo • Luiz Antônio de Sampaio Campos • Marcelo Borja • Márcio Souza Guimarães • Marcos Galileu Lorena Dutra • Marcos Saldanha Proença • Marcus de Freitas Henriques • Maria Isabel do Prado Bocater • Mariana Pinto • Mariana Weguelin Vieira • Marlon Tomazette • Mauricio Moreira Menezes • Maurício Teixeira dos Santos • Norma Jonssen Parente • Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo • Paulo Cezar Aragão • Paulo Penna • Pedro Aurélio de Pessôa Filho • Pedro Wehrs do Vale Fernandes • Rafael Andrade • Rafael de Moura Rangel Ney • Raphael Manhães Martins • Renato Buranello • Ricardo Peres Freoa • Rodrigo Tavares Borba • Rodrigo Jesuino Bittencourt • Rodrigo R. Monteiro de Castro • Sérgio Campinho • Thaís Vianna Ferro • Thiago Saddi Tannous • Vitor Rozenhal • Viviane Muller Prado • Walfrido Jorge Warde Jr.



O GEN | Grupo Editorial Nacional – maior plataforma editorial brasileira no segmento científico, técnico e profissional – publica conteúdos nas áreas de concursos, ciências jurídicas, humanas, exatas, da saúde e sociais aplicadas, além de prover serviços direcionados à educação continuada.

As editoras que integram o GEN, das mais respeitadas no mercado editorial, construíram catálogos inigualáveis, com obras decisivas para a formação acadêmica e o aperfeiçoamento de várias gerações de profissionais e estudantes, tendo se tornado sinônimo de qualidade e seriedade.

A missão do GEN e dos núcleos de conteúdo que o compõem é prover a melhor informação científica e distribuí-la de maneira flexível e conveniente, a preços justos, gerando benefícios e servindo a autores, docentes, livreiros, funcionários, colaboradores e acionistas.

Nosso comportamento ético incondicional e nossa responsabilidade social e ambiental são reforçados pela natureza educacional de nossa atividade e dão sustentabilidade ao crescimento contínuo e à rentabilidade do grupo.

# COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS PRECEDENTES COMENTADOS

*Organizadores*

**Gustavo Tavares Borba**

**Rodrigo Tavares Borba**

**José Gabriel Assis de Almeida**

Alexandre Costa Rangel • Alexandre Trejos Vargas • Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto • Bianca Napoli Figueiredo • Carlos Alexandre Lobo • Carlos Augusto Junqueira • Carlos Eduardo Aranha • Carlos Martins Neto • Carolina Estarque da Cunha • Claudio Guerreiro • Daniel Kalansky • Eduardo Figueira de Brito • Eli Loria • Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França • Fabiano Marques Milani • Felipe Hanszmann • Fernanda Pereira Carneiro • Frederico Calmon Nogueira da Gama • Gabriela Codorniz • Gisela Sampaio da Cruz • Gustavo Tavares Borba • Henrique Vergara • Ivo Waisberg • João Laudo de Camargo • João Marcelo Sant'Anna da Costa • Jorge Hilário Gouveia Vieira • José Edwaldo Tavares Borba • José Gabriel Assis de Almeida • Julia Damazio Franco • Julia Hebling • Julian Fonseca Peña Chediak • Julio Ramalho Dubeux • Leandro Ravache • Leonardo Barros C. de Araújo • Luiz Antônio de Sampaio Campos • Marcelo Borja • Márcio Souza Guimarães • Marcos Galileu Lorena Dutra • Marcos Saldanha Proença • Marcus de Freitas Henriques • Maria Isabel do Prado Bocater • Mariana Pinto • Mariana Weguelin Vieira • Marlon Tomazette • Mauricio Moreira Menezes • Maurício Teixeira dos Santos • Norma Jonssen Parente • Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo • Paulo Cezar Aragão • Paulo Penna • Pedro Aurélio de Pessôa Filho • Pedro Wehrs do Vale Fernandes • Rafael Andrade • Rafael de Moura Rangel Ney • Raphael Manhães Martins • Renato Buranello • Ricardo Peres Freoa • Rodrigo Tavares Borba • Rodrigo Jesuino Bittencourt • Rodrigo R. Monteiro de Castro • Sérgio Campinho • Thaís Vianna Ferro • Thiago Saddy Tannous • Vitor Rozenthal • Viviane Muller Prado • Walfrido Jorge Warde Jr.

**SERGIO BERMUDEZ ADVOGADOS  
BIBLIOTECA**



■ O autor deste livro e a editora empenharam seus melhores esforços para assegurar que as informações e os procedimentos apresentados no texto estejam em acordo com os padrões aceitos à época da publicação, e todos os dados foram atualizados pelo autor até a data de fechamento do livro. Entretanto, tendo em conta a evolução das ciências, as atualizações legislativas, as mudanças regulamentares governamentais e o constante fluxo de novas informações sobre os temas que constam do livro, recomendamos enfaticamente que os leitores consultem sempre outras fontes fidedignas, de modo a se certificarem de que as informações contidas no texto estão corretas e de que não houve alterações nas recomendações ou na legislação regulamentadora.

■ Fechamento desta edição: 06.08.2020

■ O Autor e a editora se empenharam para citar adequadamente e dar o devido crédito a todos os detentores de direitos autorais de qualquer material utilizado neste livro, dispondo-se a possíveis acertos posteriores caso, inadvertida e involuntariamente, a identificação de algum deles tenha sido omitida.

■ Atendimento ao cliente: (11) 5080-0751 | faleconosco@grupogen.com.br

■ Direitos exclusivos para a língua portuguesa

Copyright © 2021 by

Editora Forense Ltda.

Uma editora integrante do GEN | Grupo Editorial Nacional

Travessa do Ouvidor, 11 – Térreo e 6º andar

Rio de Janeiro – RJ – 20040-040

www.grupogen.com.br

■ Reservados todos os direitos. É proibida a duplicação ou reprodução deste volume, no todo ou em parte, em quaisquer formas ou por quaisquer meios (eletrônico, mecânico, gravação, fotocópia, distribuição pela Internet ou outros), sem permissão, por escrito, da Editora Forense Ltda.

■ Capa: Aurélio Corrêa

■ CIP – BRASIL. CATALOGAÇÃO NA FONTE.  
SINDICATO NACIONAL DOS EDITORES DE LIVROS, RJ.

C727

Comissão de Valores Mobiliários – precedentes comentados / organização Gustavo Tavares Borba, Rodrigo Tavares Borba, José Gabriel Assis de Almeida. – Rio de Janeiro: Forense, 2021.

Inclui bibliografia

ISBN 978-85-309-9104-3

1. Direito comercial – Brasil. 2. Comissão de Valores Mobiliários (Brasil). 3. Mercado de capitais. 4. Sociedades por ações – Brasil. I. Borba, Gustavo Tavares. II. Almeida, José Gabriel Assis de. III. Borba, Rodrigo Tavares.

20-63755

CDU: 347.7:336.76(81)

Meri Gleice Rodrigues de Souza – Bibliotecária CRB-7/6439

**abdr**  
ASSOCIAÇÃO  
BRASILEIRA  
DE EDITORES  
DE LIVROS  
Respeite o direito autoral

## ORGANIZADORES

GUSTAVO TAVARES BORBA

RODRIGO TAVARES BORBA

JOSÉ GABRIEL ASSIS DE ALMEIDA

## AUTORES

Alexandre Costa Rangel	João Marcelo Sant'Anna da Costa	Mauricio Moreira Menezes
Alexandre Trejos Vargas	Jorge Hilário Gouveia Vieira	Maurício Teixeira dos Santos
Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto	José Edwaldo Tavares Borba	Norma Jonssen Parente
Bianca Napoli Figueiredo	José Gabriel Assis de Almeida	Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo
Carlos Alexandre Lobo	Julia Damazio Franco	Paulo Cezar Aragão
Carlos Augusto Junqueira	Julia Hebling	Paulo Penna
Carlos Eduardo Aranha	Julian Fonseca Peña Chediak	Pedro Aurélio de Pessôa Filho
Carlos Martins Neto	Julio Ramalho Dubeux	Pedro Wehrs do Vale Fernandes
Carolina Estarque da Cunha	Leandro Ravache	Rafael Andrade
Claudio Guerreiro	Leonardo Barros C. de Araújo	Rafael de Moura Rangel Ney
Daniel Kalansky	Luiz Antônio de Sampaio Campos	Raphael Manhães Martins
Eduardo Figueira de Brito	Marcelo Borja	Renato Buranello
Eli Loria	Márcio Souza Guimarães	Ricardo Peres Freoa
Erasmio Valladão Azevedo e Novaes França	Marcos Galileu Lorena Dutra	Rodrigo Tavares Borba
Fabiano Marques Milani	Marcos Saldanha Proença	Rodrigo Jesuino Bittencourt
Felipe Hanszmann	Marcus de Freitas Henriques	Rodrigo R. Monteiro de Castro
Fernanda Pereira Carneiro	Maria Isabel do Prado Bocater	Sérgio Campinho
Frederico Calmon Nogueira da Gama	Mariana Pinto	Thaís Vianna Ferro
Gabriela Codorniz	Mariana Weguelin Vieira	Thiago Saddi Tannous
Gisela Sampaio da Cruz	Marlon Tomazette	Vitor Rozenthal
Gustavo Tavares Borba		Viviane Muller Prado
Henrique Vergara		Walfrido Jorge Warde Jr.
Ivo Waisberg		
João Laudo de Camargo		

## CASO COMPANHIA INDUSTRIAL CATAGUASES: RETENÇÃO DE LUCROS COM BASE EM ORÇAMENTO DE CAPITAL (ART. 196 DA LSA)

**PEDRO WEHRS DO VALE FERNANDES**

Doutorando e Mestre em Direito da Empresa pela UERJ. Pós-graduado em Direito Societário e Mercado de Capitais pela FGV. Pós-graduado em Direito Tributário pelo IBET. Bacharel em Direito pela UERJ. Professor de Direito Societário e Mercado de Capitais na FGV. Advogado.

<b>Processo Administrativo Sancionador</b>	CVM RJ2012-8386
<b>Principais Temas Abordados</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• A natureza jurídica da retenção de lucros prevista no art. 196 da LSA;</li> <li>• A discricionariedade e flexibilidade dos administradores para definirem o orçamento de capital e a estrutura de capital adotada pela companhia; e</li> <li>• A inaplicabilidade da regra prevista no art. 199 da LSA à retenção de lucro com base em orçamento de capital de que trata o art. 196.</li> </ul>

### 1. CIRCUNSTANCIAS FÁTICAS<sup>1</sup>

Em assembleia geral ordinária, realizada em 11 de junho de 2012, os acionistas controladores da Companhia Industrial Cataguases (“Cataguases”) aprovaram (i) a

<sup>1</sup> Processo RJ-2012-8386, julgado em 02.10.2018 (analisado nas reuniões do Colegiado da CVM de 10.04.2018, 10.07.2018 e 02.10.2018). Os fatos expostos neste artigo foram colhidos das manifestações da área técnica da CVM, dos extratos das reuniões do Colegiado e dos votos proferidos pelos Diretores, todos disponíveis ao público no site da CVM.

destinação de parcela do lucro líquido do exercício social de 2011 a uma “reserva para aumento de capital”, não prevista no estatuto social, e (ii) a retenção de lucros com base em orçamento de capital, na forma do disposto no art. 196<sup>2</sup> da Lei 6.404/1976 (“LSA”).

Uma semana depois, no dia 18 de junho de 2012, a Energisa S.A. (“Energisa”), na condição de acionista minoritária, apresentou reclamação à Comissão de Valores Mobiliários, por reputar ilegais as deliberações acima, requerendo a instauração de processo administrativo sancionador e o refazimento das demonstrações financeiras da Cataguases para os exercícios de 2007 a 2011.

Meses após, em 12 de novembro do mesmo ano, foi realizada uma assembleia geral extraordinária da Cataguases, na qual foi retificada a deliberação de destinar parcela do lucro à “reserva de aumento de capital”, para determinar a distribuição aos acionistas, como dividendos, da quantia então retida na AGO de junho de 2012. A retenção de lucros com base em orçamento de capital foi, contudo, mantida.

Os argumentos expostos pela Energisa para justificar seu pleito, na reclamação apresentada à CVM e em manifestações posteriores ao longo do processo administrativo, foram os seguintes:

- (i) o atraso na realização da AGO de 2012 (ocorrida apenas em junho daquele ano) configuraria, por si só, justa causa para instauração de inquérito ou processo administrativo sancionador contra os administradores responsáveis por tal atraso;
- (ii) o lucro destinado à “reserva para aumento de capital”, em razão de ausência de previsão estatutária, deveria ser distribuído como dividendo, na forma do art. 202, § 6º, da LSA;
- (iii) a retificação da deliberação, referida em (ii) acima, não afastaria a responsabilização dos controladores da Cataguases em razão dos prejuízos gerados pelo atraso na aprovação do pagamento de dividendos, tais como despesas com advogados para a reclamação, correção monetária etc.;
- (iv) com relação à retenção de lucros com base em orçamento de capital, alegou que, desde 2007, os controladores da Cataguases teriam aprovado a retenção com base em previsões de orçamentos fictícios, porquanto as projeções de investimento/orçamento utilizadas teriam sido superestimadas;
- (v) os investimentos previstos não teriam sido totalmente executados, tendo havido, portanto, um excesso na retenção dos dividendos;
- (vi) o orçamento de capital teria uma importância ímpar na estrutura legal das companhias, demonstrado pelo fato de que a LSA determinaria que ele deve

passar por todos os órgãos sociais, de modo que seu descumprimento deve ser objeto de sanção;

- (vii) dos investimentos projetados pela Cataguases naqueles exercícios sociais, no valor de R\$ 108,7 milhões, somente foram efetivamente investidos R\$ 72,48 milhões, sendo que, do total investido, R\$ 33,48 milhões seriam provenientes de capital próprio (retenção de lucros), e o restante proveniente de capital de terceiros;
- (viii) ao investir menos do que o planejado, ainda que tenha utilizado lucros retidos com base em orçamento de capital, a Cataguases teria alterado a proporção entre uso de capital próprio e de terceiros implícita quando aprovado o orçamento, havendo assim excesso de retenção de capital próprio em prejuízo à distribuição de dividendos.

A Cataguases, em sua defesa, ponderou que:

- (i) a retenção de lucros feita para reserva de aumento de capital, ainda que retificada posteriormente, teria sido legítima, pois realizada no interesse da Companhia, sem ter, de todo modo, gerado prejuízo aos acionistas;
- (ii) a retenção de lucros com base em orçamento de capital não teria por objetivo privar acionistas do recebimento de dividendos, mas tão somente manter a Companhia com recursos suficientes para os investimentos que seriam efetuados;
- (iii) todos os recursos retidos com base nos orçamentos de capital teriam sido investidos;
- (iv) as projeções de investimento são feitas com base em premissas que nem sempre se confirmam, de forma a ser natural que determinados investimentos projetados acabem não sendo realizados;
- (v) houve equívoco da Energisa, vez que confundiu o “valor de investimentos/orçamentos de capital” com valores que a Cataguases teria definido como projeção de investimentos no exercício, os quais não se confundiriam com os montantes efetivamente retidos;
- (vi) a acusação de retenção excessiva de recursos não se sustentaria diante do fato de que, mesmo com os altos investimentos realizados, a Cataguases teria distribuído dividendos em valores superiores ao dividendo mínimo obrigatório.

## 2. PRINCIPAL(IS) QUESTÃO(ÕES) ANALISADA(S) PELA CVM

As principais questões tratadas pela CVM no caso em análise foram:

- (i) a natureza jurídica da retenção de lucros prevista no art. 196 da LSA;
- (ii) a discricionariedade e flexibilidade dos administradores para definirem o orçamento de capital e a estrutura de capital adotada pela companhia; e
- (iii) a inaplicabilidade da regra prevista no art. 199 da LSA à retenção de lucro com base em orçamento de capital de que trata o art. 196.

<sup>2</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”.

### 3. DECISÃO DA CVM

#### 3.1 Decisão da área técnica

A Superintendência de Relações com Empresas da CVM (“SEP”), após analisar as alegações da Energisa, decidiu não instaurar procedimento sancionador.

Com relação à destinação de lucros para a “reserva de aumento de capital” entendeu que:

- (i) a despeito de reconhecer o potencial abuso de poder na retenção de lucros, a retificação teria ocorrido antes de o ato produzir efeitos, pois, ainda que a assembleia geral tivesse sido realizada tempestivamente, poderia ter sido deliberado o pagamento dos dividendos até o fim do exercício de 2012 (art. 205, § 3º, da LSA);
- (ii) a decisão 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;
- (iii) enviou ofício de alerta à Cataguases, nos termos da Deliberação CVM 542, de 09.07.2008, em razão de a assembleia geral ordinária ter ocorrido fora do prazo previsto no art. 132 da LSA.

No que diz respeito à retenção de lucros pela Cataguases com fundamento em orçamento de capital, a SEP sustentou que:

- (i) de acordo com as informações produzidas pela Cataguases, os investimentos previstos no orçamento de capital nem sempre foram integralmente executados (em média foram executados 80% dos valores previstos), mas a parcela executada dos orçamentos foi sempre em valor superior ao das retenções de lucro;
- (ii) 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;
- (iii) uma vez que os investimentos executados excederam as retenções, não há valores retidos injustificadamente que deveriam ser restituídos aos acionistas;
- (iv) o mix entre capital próprio e capital de terceiros é essencialmente uma decisão de gestão, amparada pela regra de proteção à decisão empresarial (*business judgement rule*) e que a administração de estrutura de capital é muito dependente das circunstâncias nos mercados de ações e dívidas, que podem ser bastante voláteis;
- (v) 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 da Energisa, no sentido de que as previsões de investimento teriam sido elaboradas com o propósito de obstar uma maior distribuição de dividendos;

- (vi) se percentual significativo dos investimentos previstos foi, de fato, realizado, afasta-se a hipótese de o orçamento ser uma mera ficção.

A Energisa interpôs recurso ao Colegiado contra a decisão da SEP de não instaurar processo administrativo sancionador. O recurso foi distribuído, em julho de 2017, para relatoria do Diretor Gustavo Borba e julgado pelo Colegiado da CVM em reuniões ocorridas nos dias 10 de abril, 10 de julho e 2 de outubro do ano de 2018.

#### 3.2 Voto do Relator Diretor Gustavo Borba

O Diretor Gustavo Borba iniciou seu voto destacando que, em regra e salvo situações excepcionais, não caberia ao Colegiado rever a decisão de áreas técnicas da CVM de não instaurar procedimentos sancionadores aos participantes do mercado sob sua supervisão.

Dado, contudo, o ineditismo do assunto tratado e o pedido de republicação e refazimento das demonstrações financeiras da companhia, entendeu o Diretor Relator que o Colegiado deveria analisar o mérito do recurso apresentado.

Ao examinar o primeiro ponto do recurso – relativo à deliberação, posteriormente retificada, de destinação de parte do lucro líquido do exercício à “reserva para aumento de capital” – o Diretor Gustavo Borba acompanhou o entendimento da SEP, valendo destacar o seguinte trecho de seu voto:

5. Nesse sentido, destaco que, nos termos do art. 9º, § 4º da Lei nº 6.385/767, 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 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.

Com relação à suposta retenção excessiva de lucros nos exercícios de 2007 a 2011, o Diretor Gustavo Borba igualmente concordou com o entendimento da SEP, destacando que:

- (i) 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*; e
- (ii) o importante é que o montante retido dos lucros seja integralmente gasto conforme previsto no orçamento de capital, como ocorreu no caso.

Questionou, ainda, equivocada alegação de natureza contábil feita pela Energisa, sobre necessidade de redução da conta de retenção de lucros à medida que os investimentos fossem realizados, expondo o seguinte:

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. [...]

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.

Ao final de seu voto, e ainda que o ponto não tivesse sido objeto de questionamento até o momento no processo, o Diretor Gustavo Borba revelou seu entendimento no sentido de que o limite previsto no art. 199 da LSA<sup>3</sup> seria aplicável à retenção de lucros de que trata o art. 196 da LSA.

Tal afirmação deu origem a interessante e profundo debate sobre o tema, com nova manifestação da SEP, complemento de voto pelo Diretor Relator e elaboração de minucioso voto sobre o tema pelo Diretor Gustavo Gonzalez, conforme será examinado a seguir.

<sup>3</sup> “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. Atingindo esse limite, a assembleia deliberará sobre aplicação do excesso na integralização ou no aumento do capital social ou na distribuição de dividendos”.

### 3.3 A questão incidental sobre aplicação do limite previsto no art. 199 da LSA e o voto do Diretor Gustavo Gonzalez

Após a manifestação de voto do Diretor Gustavo Borba, o Diretor Gustavo Gonzalez pediu vista do processo. Retomado o julgamento, em 10 de julho de 2018, Gustavo Gonzalez pediu a suspensão da análise do processo para que a SEP formalizasse considerações a aplicação do art. 199 da LSA sobre a retenção de lucros de que trata o art. 196 do mesmo diploma legal.

Em manifestação objeto do Memorando 118/2018-CVM/SEP/GEA-4, a SEP acompanhou o entendimento do Diretor Relator pela aplicação da regra do art. 199 à retenção de lucros feita com base no art. 196 da LSA, sob os seguintes argumentos:

- (i) ao saldo da retenção de lucros, assim como ao saldo das reservas legal e estatutária, são acrescidos cumulativamente, ano a ano, os valores que lhe são destinados nas respectivas AGO; esses saldos somente sofrerão reduções, em regra, em razão de uma das possibilidades de utilização previstas na Lei, das quais podem ser citadas exemplificativamente, aquelas previstas na alínea “b” do § 1º do art. 30, art. 44, § 5º do art. 45, § 4º do art. 107, art. 169 e parágrafo único do art. 189 da LSA;
- (ii) somente interpretação literal e não sistemática dos art. 196 e 199 da LSA levaria a conclusão de que (a) retenção não é reserva e, portanto, a retenção do art. 196 não está incluída no limite do art. 199, ou (b) ainda que a retenção do art. 196 seja uma reserva de lucros para outros fins, sua denominação (retenção) deveria constar expressamente do texto do art. 199;
- (iii) a retenção de lucros é tratada topograficamente na LSA na seção referente às reservas e não à do lucro, estando, inclusive, prevista no art. 196 que fica entre as reservas de contingências (art. 195) e de lucros a realizar (art. 197);
- (iv) José Waldecy de Lucena entende se tratar de uma reserva de lucros;
- (v) reserva de retenção de lucros pode servir de base para resgate ou amortização de ações, bem como para o pagamento do valor de reembolso, o que se deve ao fato de se tratar de um reserva de lucros;
- (vi) os lucros acumulados constituem uma conta de caráter eminentemente transitório, ao passo que a retenção de lucros tem uma destinação específica prevista em orçamento de capital previamente aprovado pela assembleia, caracterizando-se, assim, como uma reserva, constituída com a finalidade específica e de caráter não provisório;
- (vii) a análise das companhias abertas atuais mostra que é rara a situação em que as reservas de lucro ultrapassam o valor do capital social, o que teria acontecido apenas em 8 das 187 companhias, em 2015, e em 7 delas, em 2016, sendo que destas 7, apenas uma não deliberou aumento de capital para se adequar ao limite previsto no art. 199 da LSA;
- (viii) conclui que a prática de mercado indica que, apesar das opiniões divididas da doutrina, as companhias vêm observando o limite imposto pelo art. 199 às reservas de lucros, com exceção apenas das reservas para contingências, de incentivos fiscais e de lucros a realizar.

Ao ser retomado o julgamento, na reunião de 2 de outubro de 2018, o Diretor Gustavo Gonzalez, que acompanhou o Diretor Relator quanto ao mérito do recurso, apresentou manifestação de voto divergente quanto à questão incidental referente à (não) aplicação do art. 199 à retenção de lucros prevista no art. 196 da LSA. Os principais argumentos expostos para essa conclusão são, a seguir, destacados:

- (i) além de regular de forma específica algumas reservas de lucros (arts. 193, 195, 195-A e 197) e estabelecer os requisitos para a criação de reservas estatutárias (art. 194), a LSA permite a retenção de lucros no balanço para financiar projetos de interesse da companhia, na forma do artigo 196, dando a esses, contudo, tratamento específico em relação às reservas de lucro;
- (ii) conhecida por sua clareza e sistematicidade, a LSA se refere às reservas de lucros e às retenções de lucro como coisas distintas; a Seção II do capítulo XVI da LSA não se intitula “Reservas”, mas sim “Reservas e Retenção de Lucros”;
- (iii) as ementas dos arts. 193, 194, 195, 195-A e 197 empregam o termo “Reserva”, enquanto o art. 196 não utiliza tal palavra, referindo-se à “Retenção de Lucros”;
- (iv) a expressão “retenção de lucros” é empregada mais duas vezes na Seção II, no art. 198, que tem como ementa “Limite da Constituição de Reservas e Retenção de Lucros” e dispõe que “a destinação dos lucros para constituição das reservas de que trata o artigo 194 e a retenção nos termos do artigo 196 não poderão ser aprovadas, em cada exercício, em prejuízo da distribuição do dividendo obrigatório (artigo 202)”;
- (v) o art. 199 também se insere na seção “Reservas e Retenção de Lucros” e faz referência somente ao saldo das “reservas de lucros”, tanto em sua ementa, quanto no dispositivo;
- (vi) a interpretação dos dispositivos da Seção II do Capítulo XVI da LSA conduz, portanto, à conclusão de que a LSA distingue as reservas de lucro e a retenção de lucros, o que se evidencia pelo reiterado emprego da conjunção aditiva nas referências acima, bem como o cuidado que o legislador teve ao se referir expressamente a essas duas parcelas do patrimônio líquido nos dispositivos que lhes fossem igualmente aplicáveis;
- (vii) a falta de menção expressa à retenção de lucro no artigo 199, aliada ao fato de que o artigo antecedente (198) trata essa parcela do patrimônio líquido como algo distinto das reservas de lucro, indica que os lucros retidos com base em orçamento de capital não devem ser computados no cálculo do saldo cujo limite é ali fixado;
- (viii) é o Direito – e não a Contabilidade – que determina a natureza jurídica das retenções de lucro;
- (ix) não se ignora que as reservas e a retenção de lucro têm a função de reforçar o capital próprio da companhia, ao indisponibilizar lucros que, de outro modo, deveriam ser distribuídos aos acionistas; o fato de cumprirem funções análogas, contudo, não é determinante para definir a natureza jurídica da retenção de lucros;

- (x) a Instrução CVM 59/1986 e o Parecer de Orientação CVM 24/1992 são duas manifestações inequívocas da CVM no sentido de diferenciar a retenção de lucros das reservas de lucro;
- (xi) a Diretora Ana Novaes, no voto que proferiu no Processo CVM RJ2013/5993, manifestou o entendimento de que “os lucros retidos com base em orçamento de capital, por terem a natureza de lucro acumulado (e não de reserva de lucro), não têm limite para seu saldo, não sendo a eles aplicados a norma do art. 199 da lei”;
- (xii) a Instrução CVM 469/2008, que dispõe sobre a aplicação da Lei 11.638/2007, orientou as companhias a registrarem na conta “reserva de lucros” todos os lucros destinados nos termos dos arts. 194 a 197 da LSA, passando as companhias abertas a registrar também a retenção de lucros nesta conta; essa Instrução, contudo, não altera a natureza jurídica da retenção de lucros, apenas determina sua forma de contabilização ante a ausência da rubrica “lucros acumulados”;
- (xiii) nada impede que a retenção de lucros continue sendo registrada no patrimônio líquido em conjunto com as reservas de lucros, desde que existam subcontas específicas para cada uma dessas contas; essa segregação é indispensável em razão das regras previstas nos arts. 189 e 199, que reconhecem efeitos práticos à distinção das reservas e retenção;
- (xiv) da distinção entre a retenção de lucros e as reservas de lucros decorrem duas consequências relevantes: a primeira é a ordem de imputação de prejuízos (art. 189 da LSA), sendo certo que a retenção de lucros é absorvida antes das reservas; a segunda, a inaplicabilidade do art. 199 aos lucros retidos com base em orçamento de capital;
- (xv) Luiz Antônio de Sampaio Campos, Luiz Carlos Piva e Nelson Eizirik, no mesmo sentido, entendem ser inaplicável o limite previsto no art. 199, da LSA, às retenções de lucro com base em orçamento de capital de que trata o art. 196;
- (xvi) a exclusão dos lucros retidos do limite do art. 199 é plenamente justificável, uma vez que a cifra registrada no balanço corresponde a valores empregados no autofinanciamento após uma aprovação específica da assembleia geral, feita com base em orçamento de capital.

### 3.4 Decisão do Colegiado

O Colegiado, por unanimidade, acompanhando as conclusões do Diretor Relator Gustavo Borba, deliberou pela inadmissão do recurso no que se refere à decisão da SEP de não abertura de processo administrativo sancionador e pelo indeferimento do pedido de refazimento das demonstrações financeiras da Companhia Industrial Cataguases.

Quanto à questão incidental, o Colegiado, por maioria – tendo os Diretores Pablo Renteria e Henrique Machado acompanhando a manifestação de voto do Diretor Gustavo Gonzalez –, entendeu que a retenção de lucros prevista no art. 196 da LSA não está sujeita ao limite do art. 199, ponto em que restou vencido o Diretor Relator.

#### 4. ANÁLISE CRÍTICA

O Colegiado da CVM decidiu acertadamente as questões tratadas no caso, tanto com relação à natureza jurídica da retenção de lucros prevista no art. 196 da LSA e a discricionariedade dos administradores para definir a estrutura de capital da companhia, quanto no que diz respeito à inaplicabilidade da regra prevista no art. 199 da LSA à retenção de lucro com base em orçamento de capital de que trata o art. 196.

A seguir far-se-ão esclarecimentos pontuais, bem como serão adicionados alguns argumentos àqueles levantados pelos Diretores da CVM, a fim de destacar o acerto dos votos condutores da decisão tomada pelo Colegiado no caso analisado.

##### 4.1 A retenção de lucros com base em orçamento de capital

A retenção de lucros com base em orçamento de capital está prevista no art. 196 da LSA, que possibilita à assembleia geral, por proposta dos órgãos da administração, reter parcela de lucro líquido prevista em orçamento de capital.

A LSA trata da retenção de lucros não como uma *reserva*, mas como espécie de *lucros acumulados*. A supressão da referência a lucros acumulados, no art. 178, § 2º, *d*, da LSA, que trata da conta de patrimônio líquido, promovida pela MP 449/2008, convertida na Lei 11.941/2009, não implicou a eliminação de lucros acumulados, aos quais a LSA ainda se refere em diversos artigos (189, parágrafo único; 200, I; 201; 204, § 2º; 226, § 1º), mas apenas uma alteração na forma de divulgação de registros contábeis.

A natureza da retenção de lucros tratada no art. 196 da LSA como espécie de lucros acumulados é reconhecida pela CVM na Instrução 59/1986, que dispõe o seguinte no art. 8º:

Art. 8º A conta de lucros acumulados contemplará apenas a parcela relativa a frações de lucros que não possam ser computadas na declaração do dividendo por ação. Poderá ser, ainda, admitida a utilização desta rubrica para abrigar as retenções de lucros na forma do artigo 196 da Lei nº 6.404/76.

José Luiz Bulhões Pedreira destaca que sua função é “obrigar os órgãos da administração a justificar à Assembleia Geral a retenção [do lucro remanescente da formação de reservas e do pagamento de dividendo obrigatório], com base nas necessidades ou conveniências dos negócios sociais”<sup>4</sup>. Em sentido similar, confira-se o seguinte trecho na Nota Explicativa à Instrução CVM 59/1986:

A retenção de lucros objetiva justificar a não distribuição de maiores parcelas de lucro a título de dividendos, ou seja, o não pagamento de dividendo superior ao mínimo obrigatório, tendo em vista as necessidades de recursos da companhia em decorrência de seu plano orçamentário.

De fato, a LSA contém sofisticado sistema normativo, cujo objetivo é possibilitar aos acionistas minoritários a efetiva participação nos lucros, por meio da imposição de limite à discricionariedade da maioria dos acionistas nas decisões sobre retenção de

lucros. Não por outra razão, a LSA determina que: (i) a retenção não pode prejudicar a distribuição do dividendo obrigatório (art. 198), (ii) o detalhamento do orçamento de capital, que deverá compreender todas as fontes de recursos e aplicações de capital, fixo e circulante (art. 196, § 1º), (iii) durará até cinco exercícios, salvo no caso de execução, por prazo maior, de projeto de investimento (art. 196, § 1º), (iv) a revisão anual de seu valor, quando tiver duração superior a de um exercício (art. 196, § 2º), (v) e os lucros não destinados como reservas ou retidos em conformidade com orçamento de capital deverão ser distribuídos como dividendos (art. 202, § 6º).

Ao estabelecer requisitos para a retenção de lucros, com previsão de revisões anuais, a LSA procura evitar a apresentação de propostas apenas formais, buscando a aproximação dos valores retidos com as quantias financeiras que efetivamente serão objeto de investimento pela companhia. Como destaca Modesto Carvalhosa:

Esse orçamento deverá ser elaborado com toda a fundamentação econômico-financeira possível, com o objetivo de demonstrar inequivocamente que os recursos correspondentes à parcela de lucro retida serão, de fato, aplicados como previsto no orçamento de capital<sup>5</sup>.

Não se deve, todavia, esperar que os administradores da companhia determinem, com exatidão, o valor que será objeto de investimento; como qualquer orçamento, há de se considerar que pode existir variação, dentro do que razoavelmente pode se esperar em situação similar à de determinada companhia, na quantia investida. Daí a obrigação, imposta pela LSA, de revisão anual do valor do orçamento de capital.

Sobre esse ponto, refere Nelson Eizirik que a “a companhia não está obrigada a cumprir integralmente o referido orçamento, mas deve revisar anualmente a sua execução”, destacando que, se houver sobras, “desaparece o fundamento para retenção de lucros, passando a ser obrigatória a sua distribuição como dividendos na assembleia geral ordinária subsequente”<sup>6</sup>.

No caso analisado, o exame realizado pela área técnica da CVM indicou que a totalidade do lucro objeto de retenção pela Cataguases foi efetivamente utilizado em investimentos realizados pela companhia, não havendo assim qualquer valor retido em excesso que devesse ser distribuído como dividendo aos acionistas.

Depreende-se, desse ponto da reclamação apresentada, que a Energisa, ainda que indiretamente, questionava a estrutura de capital adotada pela Cataguases. No entender da reclamante, aparentemente, a companhia deveria ter priorizado o financiamento por capital de terceiros ao autofinanciamento com lucros acumulados, proporcionando a distribuição, como dividendos, de parte do lucro retido em razão do orçamento de capital. Passa-se, a seguir, a tratar desta questão.

##### 4.2 Estrutura de capital da companhia e discricionariedade dos administradores

Estrutura de capital de uma sociedade é a proporção entre capital próprio e capital de terceiros que utiliza no seu financiamento.

<sup>4</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Finanças e demonstrações financeiras da companhia*. Rio de Janeiro: Forense, 1989. p. 433.

<sup>5</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, p. 752.

<sup>6</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 3, p. 74.

Os administradores da companhia, em atendimento ao interesse social, sempre procurarão obter financiamento para o desenvolvimento dos negócios sociais da forma menos custosa e mais eficiente. Para tentar reduzir seu custo de capital, uma companhia precisa, primeiramente, obter as informações acerca dos custos das diferentes fontes de financiamento. Em segundo lugar, deve saber como combinar essas diferentes fontes, a fim de atingir uma estrutura de capital ideal para suas características.

Os benefícios de uma estrutura de capital ótima são evidentes, conforme destaca William L. Megginson:

Se a estrutura de capital é relevante, e se conseguíssemos determinar precisamente quais fatores foram fundamentais, os benefícios para a sociedade seriam imensos. Administradores poderiam sempre se assegurar que suas companhias seriam financiadas ao menor custo possível, investidores poderiam realmente confiar suas poupanças ao mercado financeiro que garantiria máximo retorno pelo mínimo risco, e os legisladores poderiam projetar regimes regulatório e tributário que maximizassem um maior retorno agregado com o mínimo risco possível para que a parcela de capital investido de uma nação seja alocada considerando seu maior e melhor uso<sup>7</sup>.

José Luiz Bulhões Pedreira expõe, com a precisão e propriedade que lhe são peculiares, as situações em que o capital fixo e o circulante de determinada companhia são usualmente financiados com capital próprio ou de terceiros<sup>8</sup>.

O autor destaca como vantagens do uso de capital próprio: (i) maior estabilidade financeira, (ii) preservação da capacidade futura de endividamento, (iii) maior eficiência administrativa (dedicação maior à realização do objeto social do que à administração do passivo exigível). Como desvantagens dessa fonte de financiamento, pontua: (i) diluição de direito de participação dos sócios; (ii) limitação da taxa de rentabilidade do capital próprio à do capital aplicado; (iii) indedutibilidade, como custo financeiro, do lucro distribuído; (iv) instabilidade do controle da companhia.

Quanto ao uso de capital de terceiros, cita como vantagens: (i) a preservação dos direitos de participação de sócios e acionistas; (ii) o aumento da taxa de rentabilidade do capital próprio; (iii) a dedutibilidade dos custos financeiros para fins de imposto de renda; (iv) a não interferência na administração e na direção da companhia; (v) maior disponibilidade de recursos. Como desvantagens, aponta: (i) diminuição da capacidade financeira, (ii) efeitos da diminuição do lucro ou do aumento dos prejuízos são

<sup>7</sup> MEGGINSON, William L. *Corporate Finance Theory*. Massachusetts: Addison Wesley, 1997. p. 305. No original: “If capital structure does matter, and if we could determine precisely which factors were critical, the benefits to society would be immense. Corporate managers could always ensure that their companies were being financed at the lowest possible cost, investors could confidently entrust their savings to financial markets that guaranteed maximum return for minimum risk, and public policy-makers could design a regulatory and taxation regime that maximized aggregate output at the minimum possible risk to the nation’s stock of investment capital could be allocated to its highest and best use”.

<sup>8</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Finanças e demonstrações financeiras da companhia*. Rio de Janeiro: Forense, 1989. p. 410 e ss.

mais intensos; (iii) redução da capacidade futura de endividamento; (iv) redução de eficiência administrativa; (v) maior risco de falência e consequente perda de controle.

Muitos estudos têm sido produzidos com o objetivo de analisar a importância da estrutura de capital e sua relevância na redução do custo de capital e no aumento do valor de mercado das companhias. Não parece ser possível, contudo, definir uma estrutura ótima de capital que se aplique a todas as companhias em geral ou mesmo a todas as companhias dentro de um mesmo setor econômico. As situações específicas de cada sociedade, analisadas tendo em vista sua situação fática e à luz do contexto socioeconômico em que se inserem, é que permitirão a seus administradores, discricionariamente, adotar a estrutura de capital que lhes pareça mais conveniente à realização do objeto social<sup>9</sup>.

Paulo de Tarso Domingues, nesse sentido, afirma que “nada na lei obriga, ao menos de forma direta, a que a principal fonte de financiamento da sociedade seja efetuada através de capitais próprios”, nem “que haja uma qualquer proporcionalidade mínima entre capitais próprios e alheios ou de adequação do capital social relativamente à atividade desenvolvida pela sociedade”, destacando que é “impossível estabelecer um critério que, nomeadamente em termos econômicos, tenha validade universal (para todas as sociedades e para todos os momentos), no tocante à determinação da estrutura ótima de financiamento empresarial”<sup>10</sup>.

São acertadas, assim, as manifestações da SEP e do Diretor Gustavo Borba acerca da aplicação da *business judgement rule* à decisão da administração da companhia quanto ao uso de capital próprio e capital de terceiros no financiamento de suas atividades, reconhecendo as inúmeras circunstâncias que podem influenciar escolhas dessa natureza.

### 4.3 A não aplicação do limite previsto no art. 199 da LSA à retenção de lucros com base em orçamento de capital

Embora se tratasse de questão incidental, a profundidade e o detalhamento do voto proferido pelo Diretor Gustavo Gonzalez, apoiado em tese defendida por juristas de escol como José Luiz Bulhões Pedreira e Luiz Alberto Colonna Rosman<sup>11</sup>, Nelson Eizirik<sup>12</sup>, Luiz Carlos Piva<sup>13</sup> e Luiz Antônio de Sampaio Campos<sup>14</sup>, fizeram com que o julgado se apresentasse como importante precedente acerca da inaplicabilidade do

<sup>9</sup> Sobre o assunto, cf. FERNANDES, Pedro Wehrs do Vale; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. Financiamento da companhia e estrutura de capital. In: BOTREL, Sergio; BARBOSA, Henrique (coord.). *Finanças corporativas: aspectos jurídicos e estratégicos*. São Paulo: Atlas, 2016.

<sup>10</sup> DOMINGUES, Paulo de Tarso. Capitalização de sociedades. *Questões de direito societário em Portugal e no Brasil*. São Paulo: Almedina, 2012. p. 445-446.

<sup>11</sup> Pareceres não publicados.

<sup>12</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 3, p. 74.

<sup>13</sup> PIVA, Luiz Carlos. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 2, p. 1.690.

<sup>14</sup> CAMPOS, Luiz Antônio de Sampaio. Notas sobre destinação do lucro do exercício: a reserva de lucros a realizar e a destinação a ela do lucro excedente do dividendo obrigatório. In: VENANCIO

limite previsto no art. 199 da LSA à retenção de lucros com base em orçamento de capital de que trata o art. 196.

O voto apresentado por Gustavo Gonzalez é extenso e contém todos os argumentos necessários a justificar a desnecessidade de observância do limite previsto no artigo 199 da LSA (valor do capital social) ao montante destinado à retenção de lucros com base em orçamento de capital, de modo que, a seguir, serão feitos apenas sucintos comentários sobre a questão.

A LSA, seja em sua redação original, seja na versão vigente, distingue reservas de lucros acumulados. As reservas são patrimônio líquido excedente ao capital social que possui destinação específica, determinada na lei ou no estatuto social, já os lucros acumulados não a possuem. A espécie de lucro acumulado mais comum é a retenção de lucros com base em orçamento de capital, aprovada pela assembleia geral, regulada no art. 196 da LSA.

A norma prevista no art. 199 da LSA é cogente e faz referência expressa à “reservas de lucros”, excepcionando as reservas para contingências, de incentivos fiscais e de lucros a realizar. Como o dispositivo não faz referência à “retenção de lucros”, deve-se apurar se uma interpretação sistemática da LSA conduz ao entendimento de que a limitação imposta também abrange os lucros retidos na forma do art. 196.

Como referido no voto proferido pelo Diretor Gustavo Gonzalez, a lei trata as reservas de lucros e a retenção de lucros do art. 196 como espécies *distintas* de capital próprio da companhia, como se verifica de uma série de dispositivos.

Evidencia ainda mais essa distinção o fato de o art. 198, que precede imediatamente a norma ora analisada, ao impedir que as reservas estatutárias e a retenção de lucros com base em orçamento de capital prejudiquem a distribuição do dividendo mínimo obrigatório, faça referência às “reservas” e à “retenção”, tratando-as com distinção. Se tivessem a mesma natureza jurídica, a LSA simplesmente teria feito referência às “reservas tratadas nos artigos 194 e 196”, sem ter feito a necessária diferenciação que consta da norma vigente.

Como a limitação constante do art. 199 da LSA estabelece restrição à liberdade de as companhias destinarem o lucro do exercício, não se pode impor sua aplicação aos lucros retidos com base em orçamento de capital aprovado pela assembleia geral. Aplica-se, neste caso, o princípio geral de que são interpretadas estritamente as disposições que limitam a liberdade ou restringem direitos<sup>15</sup>.

Assim, não havendo norma expressa que submeta a retenção de lucros do art. 196 à regra do art. 199, os lucros retidos com base em orçamento de capital podem superar o valor do capital social, de modo que o Colegiado da CVM decidiu corretamente também a questão incidental surgida no decorrer do julgamento do caso analisado.

FILHO, Alberto; SILVEIRA LOBO, Carlos Augusto; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (org.). *A Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 429-430.

<sup>15</sup> Princípio geral esse que, hoje, também encontra respaldo legal no art. 3º, V, da Lei 13.874/2019 (“Lei da Liberdade Econômica”).