



## 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 N° RJ2012/8386

Reg. Col. n.º 8596/2013

**Interessados:** 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 retenção de lucro líquido dos exercícios sociais de 2007 a 2011 por meio de orçamento de capital (artigo 196 da Lei n° 6.404/1976).

**Diretor Relator:** Gustavo Borba

### MANIFESTAÇÃO DE VOTO

#### INTRODUÇÃO

1. Preparei este arrazoado para registrar uma divergência pontual em relação ao voto do Relator. Essa não se refere ao mérito do recurso que nos foi submetido, mas especificamente à submissão dos lucros retidos com base em orçamento de capital, na forma do artigo 196 da Lei n° 6.404/1976, ao limite fixado no artigo 199 daquele mesmo diploma.
2. A bem da verdade, essa questão incidental não havia sido ventilada pelos interessados ou mesmo pela área técnica durante todo o trâmite do processo, sendo pela primeira vez tratada na primeira manifestação de voto do Relator. Em 10.07.2018, retomamos a discussão do caso, tendo a SEP, ao conhecer da minha posição acerca da natureza jurídica da retenção de lucros e sua submissão ao limite do saldo das reservas de lucro, solicitado que lhe fosse franqueado o direito de apresentar suas considerações acerca da matéria.
3. Naquela mesma oportunidade, o Relator – que, como visto, havia inaugurado a referida discussão – fez novas considerações sobre o assunto, resguardando-se o direito



## 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)

de rever sua posição no futuro. Em 26.07.2018, a SEP apresentou suas considerações acerca da matéria, subscrevendo o entendimento do Diretor Relator<sup>1</sup>.

4. Embora concorde com o Relator e com a área técnica que uma posição do Colegiado acerca do tema não era de fato necessária para a solução do caso concreto, entendi que não poderia acompanhar a manifestação original do Diretor Relator sem uma ressalva acerca da aplicabilidade da regra do artigo 199 à retenção de lucro feita com base no artigo 196 da Lei nº 6.404/1976. Pareceu-me, ademais, descabido discordar da posição do Relator em um tema pouco explorado sem explicitar as razões da minha divergência.

5. Dito isso, considerando que existe, de fato, uma divergência na casa, penso ser positivo avançarmos no exame da matéria. Os argumentos pela aplicação da regra do artigo 199 à retenção de lucro feita com base no artigo 196 da Lei nº 6.404/1976 foram bem explorados pelo Relator e pela área técnica. Creio, portanto, ser razoável que eu possa também expor os motivos pelos quais respeitadamente defendo posição diversa.

6. Com efeito, em que pesem os argumentos apresentados pela área técnica em sua manifestação, entendo, pelas razões expostas a seguir, que, no sistema da Lei nº 6.404/1976, os lucros retidos com base em orçamento de capital estão sujeitos a um regime jurídico específico, distinto daquele aplicável às reservas de lucros. Dessa distinção decorrem alguns efeitos relevantes, dentre os quais destaco, para fins deste voto, a inaplicabilidade da regra do artigo 199 à retenção de lucro feita com base no artigo 196 da Lei nº 6.404/1976, posto tratar-se de limite fixado especificamente para as reservas de lucros.

### **ANTECEDENTES: OS LUCROS EM SUSPENSO NO DECRETO-LEI Nº 2.627/1940**

7. Até o advento da Lei nº 6.404/1976, era comum a manutenção de lucros em suspenso, sem destinação específica. Era claro, então, que tais lucros não se confundiam com reservas. Nesse sentido, explicava Valverde em seus comentários ao Decreto-lei nº 2.627/1940 não serem reservas “os restos de lucros não distribuídos e que continuam em conta especial, geralmente sob os títulos – lucros suspensos ou lucros acumulados –

---

<sup>1</sup> Memorando nº 118/2018-CVM/SEP/GEA-4.



## 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)

à disposição da assembleia geral”<sup>2</sup>. A principal distinção entre os lucros destinados às reservas de lucros e aqueles mantidos em suspenso era o caráter transitório dos últimos. Nas palavras de Ascarelli:

“Econômica e juridicamente, os lucros em suspenso desempenham função análoga à das reservas criadas pela própria assembleia, embora (diversamente das reservas) se trate de conta de caráter transitório; diversamente das reservas assembleares, portanto, para que os lucros fiquem em suspenso será necessária, em cada exercício uma deliberação, embora implícita, da assembleia; analogamente às reservas tratam-se de fundos que aumentam o patrimônio líquido da sociedade.”<sup>3</sup>

8. Não era outro o entendimento de Erymá Carneiro:

### “Natureza jurídica dos lucros em suspenso

Além do ‘report-à-nouveau’ que tem a função de reserva inominada, pois são lucros não distribuídos, surge às vezes nos balanços uma conta denominada lucros suspensos, representando a mesma coisa, isto é, lucros aos quais a assembleia ou os sócios das empresas não quiseram dar destino específico em momento próprio.

Ditos lucros têm, como os saldos transportados do exercício anterior, na própria conta de lucros e perdas, função de reservas livres e estão à disposição dos sócios e da assembleia, distribuíveis nos termos do contrato social ou como o desejarem os acionistas, **não sendo, porém, como saldo transportado, uma reserva, no sentido jurídico**”.<sup>4</sup>

## A LEI Nº 6.404/1976: LIMITES À DISCRICIONARIEDADE. O ORÇAMENTO DE CAPITAL

9. A Lei nº 6.404/1976 estabeleceu um regime mais protetivo do direito do acionista ao dividendo do que aquele existente no Decreto-lei nº 2.627/1940. Dentre as novas proteções, destaca-se, para fins desta análise, a inclusão de regras destinadas a impedir a manutenção injustificada de lucros no balanço.

<sup>2</sup> VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações (Comentários ao decreto-lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940)*. 2ª Edição. Rio de Janeiro: Forense, 1953; v. II, p.376.

<sup>3</sup> ASCARELLI, Tulio. “Reservas”. In: *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. 2ª Edição. São Paulo: Saraiva, 1969, p. 417.

<sup>4</sup> CARNEIRO, Erymá. *O Balanço das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Edição da Revista das Sociedades Anônimas, 1958, pp. 456-459. Sem grifos no original.



## 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)

10. Segundo os artigos 192 e 202, §6º, da nossa Lei Societária, todo o lucro líquido do exercício deve ser destinado pela assembleia geral na forma dos artigos 193 a 203. Desse modo, deixou de ser possível manter em “suspensão” uma parcela do lucro, para destinação futura.

11. Isso não significa, contudo, que a Lei nº 6.404/1976 tenha impedido a manutenção de lucros no patrimônio líquido. Com efeito, além de regular de forma específica algumas reservas de lucros (artigos 193, 195, 195-A e 197) e estabelecer os requisitos para a criação de reservas estatutárias (artigo 194), a Lei das S.A. permite a retenção de lucros no balanço para financiar projetos de interesse da companhia. Trata-se justamente do artigo 196, que, segundo os Professores Lamy e Bulhões, “limita a discricionariedade da assembleia geral para reter lucros, subordinando essa deliberação à aprovação de orçamento de capital para os próximos exercícios”<sup>5</sup>.

12. Essa restrição à liberdade da assembleia a que se referiam Lamy e Bulhões não foi feita, contudo, mediante à equiparação dos lucros retidos àqueles destinados às reservas de lucro. Ao contrário, tomou-se o cuidado, no texto da lei, de registrar que a Lei nº 6.404/1976 deu tratamento específico para os lucros retidos com base em orçamento de capital, distinguindo-os de outras parcelas do capital próprio aplicado no ativo, inclusive as reservas de lucros.

### **RESERVAS E RETENÇÃO DE LUCROS NA LEI Nº 6.404/1976**

13. Começo por uma análise do Capítulo XVI da Lei nº 6.404/1976 da Lei das S.A., que dispõe sobre “Lucro, Reservas e Dividendos” e está dividido em três seções.

14. Referido capítulo se inicia com as regras sobre a apuração do lucro e de sua destinação (Seção I), passando na sequência para as hipóteses de reservas e retenções de lucros (Seção II) para ao final concluir com as regras aplicáveis aos dividendos (Seção III). A forma como as disposições encontram-se logicamente encadeadas ilustra a celebrada capacidade de sistematização dos autores do anteprojeto e a sua preocupação em criar um regime coeso e harmonioso: o lucro apurado, e não destinado a reservas ou

---

<sup>5</sup> LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A.: (pressupostos, elaboração, aplicação)*. 3ª Edição, Vol. I. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 309.



## 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)

retido com base em orçamento de capital, deve, a princípio<sup>6</sup>, ser distribuído aos acionistas na forma de dividendos.

15. De acordo com a SEP, “parece evidente que a retenção está tratada na seção referente às reservas e não à de Lucro, estando, inclusive, prevista no artigo 196, entre as reservas de contingências (art. 195) e a de lucros a realizar (art. 197).”

16. Peço vênha para discordar da SEP. Conhecida por sua clareza e sistematicidade, em mais de uma passagem a Lei Societária se refere às reservas de lucros e às retenções de lucro como coisas distintas, inclusive no título da seção mencionada pela área técnica. Com efeito, a seção II do capítulo XVI da Lei não se intitula “Reservas”, mas sim “Reservas e Retenção de Lucros”. As ementas dos artigos 193, 194, 195, 195-A e 197<sup>7</sup>, empregam o termo “Reserva”, enquanto o artigo 196 não utiliza tal palavra, se referindo à “Retenção de Lucros”. A expressão “retenção de lucros” é empregada mais duas vezes na Seção II, mais especificamente no artigo 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).”

17. O artigo 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 (“Limite do Saldo das Reservas de Lucro”) quanto no dispositivo (“o saldo das reservas de lucros, exceto as para contingências, de incentivos fiscais e de lucros a realizar, não poderá ultrapassar o capital social”).

18. Por fim, o último artigo da seção em exame (200) cuida da reserva de capital, e elenca, dentre as finalidades da referida reserva, a absorção de prejuízos que “ultrapassarem os lucros acumulados e as reservas de lucros”. Mais uma vez, a Lei se refere às reservas e à retenção como figuras distintas, reunidas por meio da conjunção aditiva. Faz-se, ademais, referência ao artigo 189, que, como se verá a seguir, estabelece

<sup>6</sup> A princípio, pois a Seção destinada aos dividendos contempla, ainda, a possibilidade de destinação de parcela do lucro a uma reserva especial (artigo 202, §4º). Não irei examinar a referida reserva especial por se tratar de matéria irrelevante para a questão em debate.

<sup>7</sup> As ementas são as seguintes: Reserva legal, artigo 193; reservas estatutárias, artigo 194; reservas para contingências, artigo 195; reserva de incentivos fiscais, artigo 195-A; e reserva de lucros a realizar, artigo 197.



## 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)

regramentos diferentes para reservas de lucro e retenção de lucro, o que comprova se tratarem de contas distintas, sujeitas a regimes jurídicos próprios.

19. A interpretação dos dispositivos da Seção II do Capítulo XVI da Lei nº 6.404/1976 nos conduz, portanto, à conclusão de que **a Lei Societária distingue as reservas de lucro e a retenção de lucros. O reiterado emprego da conjunção aditiva nas passagens acima transcritas, 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, denota a opção da Lei nº 6.404/1976 de diferenciar uma da outra.**

20. Destarte, a falta de referência 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.

21. Não se trata, como argumenta a SEP, de “uma interpretação gramatical e exclusiva desses dois artigos [os artigos 196 e 199] considerados de forma fragmentada, fora da análise integrada da lei”, mas de interpretação que respeita o texto e sistema da Lei nº 6.404/1976, como exporei ao longo deste voto.

### CONCEITOS JURÍDICOS, CONTÁBEIS E FINANCEIROS

22. Os que negam a distinção entre as reservas de lucros e a retenção de lucros parecem se basear na terminologia usualmente empregada pela Contabilidade. Essa, com efeito, usualmente se refere genericamente a todas as parcelas de lucro apropriadas pela companhia como “reservas”<sup>8</sup>.

23. Sem pretender aqui me estender no assunto, ressalto que embora haja grande interface entre a Contabilidade e o Direito, tratam-se de disciplinas autônomas<sup>9</sup>. É

---

<sup>8</sup> IUDICIBUS, Sérgio; MARTINS, Eliseu; GELBCKE, Rubens; SANTOS, Ariovaldo dos. *Manual de Contabilidade Societária*. 3ª Edição. São Paulo: Atlas, 2018, p. 386.

<sup>9</sup> LOPES, Alexsandro Broedel; MOSQUERA, Roberto Quiroga. “O Direito Contábil: fundamentos conceituais, aspectos da experiência brasileira e implicações”. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga; LOPES, Alexsandro Broedel. *Controvérsias Jurídico-Contábeis: (Aproximações e Distanciamentos)*. São Paulo: Dialética; 2010.



## 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)

evidente, portanto, que **é o Direito, e não a Contabilidade, que determina a natureza jurídica das retenções de lucro.**

24. Como bem reportado pelo Diretor Relator em seu segundo voto, a doutrina jurídica diverge quanto à natureza jurídica da retenção de lucro, havendo nomes importantes que a equiparam às reservas de lucro. Com a devida vênia, parece-me que tal posição decorre da transposição de conceitos contábeis<sup>10</sup> ao plano jurídico, ignorando o fato de que o Direito, mais especificamente a Lei nº 6.404/1976<sup>11</sup>, disciplina de modo bastante detalhado a contabilidade das sociedades anônimas, incluindo o regramento da retenção de lucros.

25. 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. Contudo, o fato de cumprirem funções análogas, como já apontava Ascarelli na passagem acima transcrita, também não é determinante para determinar a natureza jurídica da retenção de lucros no sistema da Lei nº 6.404/1976.

### **DOS LUCROS EM SUSPENSO AOS LUCROS RETIDOS COM DESTINAÇÃO ESPECÍFICA**

26. Na perspectiva jurídica, os lucros retidos com base no artigo 196 da Lei nº 6.404/1976 são lucros conservados dentro da companhia para a realização de investimentos previstos em orçamento de capital.

27. Por se tratar, juridicamente, de lucro e não de uma reserva de lucros, a retenção de lucros prevista no artigo 196 foi considerada por parte da doutrina como uma evolução dos lucros em suspenso que existiam na vigência do Decreto-lei nº 2.627/1940. Sobre o assunto, Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro:

---

<sup>10</sup> Diz Carlos Augusto da Silveira Lobo: “Como milita em áreas afins àquelas palmilhadas pelo Direito, a Contabilidade muitas vezes se apropria de conceitos jurídicos. Frequentemente, todavia, desliga-se do significado preciso, que esses conceitos têm na ciência jurídica, para utilizá-los em função dos objetivos que só ela, a Contabilidade, tem em mira.” LOBO, Carlos Augusto da Silveira. *As Demonstrações Financeiras das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Renovar, 2001, p. 29.

<sup>11</sup> Assinale-se, ademais, a importância que hoje têm as normas elaboradas em consonância com os padrões internacionais de contabilidade (IFRS). Tais normas têm foco nas demonstrações de resultado, não havendo, nesse momento, regramento internacional detalhado acerca das contas do patrimônio líquido.





## 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)

“Também não se confundem com as reservas as importâncias correspondentes a lucros não distribuídos pela sociedade, na prática denominados lucros em suspenso, aos quais não se deu destinação específica no momento próprio (...). Do ponto de vista jurídico, não são tecnicamente reservas os saldos de lucros transportados de um exercício para outro (*report à nouveau*), como também a parcela do lucro retido pela sociedade, por deliberação da Assembléia Geral, quando prevista em orçamento de capital por ela previamente aprovado, figura essa que a lei cuida em seu art. 196, sob a rubrica retenção de lucros.”<sup>12</sup>

“O autofinanciamento das empresas, mediante a reaplicação de seus resultados positivos torna-se, a bem dizer, excepcional, no regime agora vigente e somente se fará por referência a um orçamento de capital previamente aprovado pelos acionistas. Note-se, desde logo, que os fundos retidos pela sociedade com tal finalidade não se intitulam propriamente como reservas. A lei criou a respeito figura nova, denominando-a retenção de lucros, disciplinada no art. 196.”<sup>13</sup>

### 28. No mesmo sentido, Fran Martins:

“A retenção de lucros tem, na verdade, função econômica de reserva inominada, pois são lucros não distribuídos e que passam de um exercício para outro, no balanço, como saldo credor de lucros e perdas. A retenção de lucros, também chamada, na técnica contábil, de *report-à-nouveau*, distingue-se dos lucros suspensos apenas formalmente, porquanto ambos têm a mesma natureza, isto é, são lucros aos quais a assembleia geral não quis dar destino específico no momento próprio. Como explica Erymá Carneiro, limita-se a distinção entre as duas figuras ao fato de que, enquanto a conta de ‘lucros suspensos’ aparece de forma especial em virtude de transferência do saldo de lucros da conta de lucros e perdas para ela, o característico do ‘lucro retido’ ou *report-à-nouveau* é constar expressamente contabilizado como saldo da conta Lucros e Perdas.

Daí porque tem-se entendido, com razão, que embora com apresentação contábil própria, distinta, os lucros suspensos e os lucros retidos são representações gráficas da mesma coisa, isto é, lucros apurados e não distribuídos por decisão assemblear. Sob este aspecto, Tullio Ascarelli e Barros Leães os consideram verdadeiras reservas pela função econômica que desempenham; aumentam o patrimônio da companhia, embora se distingam das reservas assembleares em dois pontos: a) não exigem prévia autorização

<sup>12</sup> TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*. São Paulo: Livraria e Editora Jurídica J. Bushatsky, 1979, p. 568.

<sup>13</sup> Idem, p. 578.





## 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)

estatutária para a sua constituição, bastando uma deliberação da assembléia, mesmo implícita, para que tais lucros não sejam distribuídos; b) ao contrário das reservas, têm caráter de conta transitória.”<sup>14</sup>

29. **Embora os lucros retidos com base em orçamento de capital se assemelhem aos antigos lucros em suspenso, por se tratar de uma espécie de capital próprio aplicado no balanço, sujeita a um regime jurídico distinto daquele aplicável ao capital social ou às reservas, há um elemento que os distingue de modo relevante: o fato de que os lucros em suspenso eram compostos por parcela do lucro não destinada, enquanto a retenção de lucros é uma forma válida de destinação de parte do resultado, que possui, inclusive, regramento próprio na Lei Societária.**

### A RETENÇÃO DE LUCROS COMO UM LUCRO ACUMULADO

30. No tocante à natureza jurídica, os lucros retidos foram historicamente classificados como lucros acumulados, com base não só em autorizada doutrina, como também em orientação expressa da CVM. Senão vejamos.

31. Começo por José Luiz Bulhões Pedreira, que em seu magistral “Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia”, assinalava que a retenção de lucros devia ser registrada na conta de lucros ou prejuízos acumulados prevista na redação original do artigo 178, § 2º, “d”, da Lei nº 6.404/1976:

“Lucros (ou prejuízos) Acumulados: registra os lucros apurados pela sociedade empresária até a data do balanço e que ainda não tiveram destinação definida em proposta dos órgãos da administração à Assembleia Geral, ou são retidos na sociedade, por deliberações da Assembleia, nos termos do art. 196 da lei de sociedade por ações.”<sup>15</sup>

32. A CVM tinha a mesma orientação. É o que se depreende, em primeiro lugar, do artigo 8º da Instrução CVM n.º 59/1986:

“Art. 8º - A conta de lucros acumulados contemplará apenas a parcela relativa a frações

<sup>14</sup> MARTINS, Fran. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, Vol. 2, T. II. Rio de Janeiro: Forense, 1978, p. 700.

<sup>15</sup> BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Finanças e demonstrações financeiras da companhia: conceitos fundamentais*. Rio de Janeiro: Forense, 1989, p. 612.



## 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)

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 n.º 6.404/76.”

33. A mesma orientação foi mantida no Parecer de Orientação CVM nº 24/1992:

“Retenção de Lucros

A retenção de lucros poderá apresentar-se com diversas denominações, tais como: reserva para expansão, para reinvestimento etc., podendo estar ainda compreendida na conta de Lucros Acumulados. (...)”

34. Penso que a Instrução CVM n.º 59/1986 e o Parecer de Orientação CVM n.º 24/1992 são duas manifestações inequívocas da CVM no sentido de diferenciar a retenção de lucros das reservas de lucro<sup>16</sup>. Não há um registro claro acerca do momento em que a SEP (e, eventualmente, outras áreas técnicas) alterou seu entendimento acerca da matéria. Em 2004, por exemplo, a SEP e a PFE-CVM possuíam entendimentos divergentes quanto à necessidade de se computar a retenção de lucros no cálculo do limite do artigo 199 da Lei nº 6.404/1976, com a primeira entendendo que sim e a segunda que não<sup>17</sup>.

35. No que se refere ao Colegiado, até onde sei, o assunto jamais foi objeto de uma discussão específica. Ressalto, contudo, que a posição aqui defendida não é inédita nessa instância. Com efeito, a Diretora Ana Novaes, no voto que proferiu no Processo CVM nº 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.”

---

<sup>16</sup> A bem da verdade, a Instrução CVM n.º 59/1986 parecia também admitir que a retenção de lucros fosse classificada como uma reserva de lucros. Nesse sentido, o parágrafo único do artigo 7º previa que as reservas de lucros seriam constituídas e utilizadas na forma prevista nos artigos 193 a 199 e 202 § 5º da Lei nº 6.404/1976, sem excepcionar o artigo 16. Muito embora, como visto, o artigo seguinte (8º) expressamente admita a possibilidade de a retenção de lucro ser registrada como lucro acumulado, a tabela anexa à Instrução com sugestão de modelo para o controle das reservas de lucro inclui novamente à retenção para expansão. Esse entendimento é corroborado pela leitura da Nota Explicativa à Instrução CVM n.º 59/1986, que elencava a retenção do artigo 196 dentre as reservas de lucro, mas expressamente repisava a possibilidade de o valor retido ser registrado na conta de Lucros Acumulados”, desde que justificado em nota explicativa o seu fundamento legal.”

<sup>17</sup> Processo CVM nº RJ/2004/3697.



## 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)

### **AS REFORMAS DE 2007, 2008 E 2009 E AS MUDANÇAS NO PLANO DE CONTAS DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO**

36. Na seção anterior, mencionei o entendimento de que os lucros retidos com base em orçamento de capital teriam natureza de lucros acumulados. É importante, contudo, assinalar que as mudanças na Lei nº 6.404/1976 realizadas entre 2007 e 2009<sup>18</sup> deram nova estrutura ao patrimônio líquido, substituindo a conta “lucros ou prejuízos acumulados” por uma conta de “prejuízos acumulados” (artigo 178, §2º, “d”). Hoje, referida conta pode somente ter saldo zero ou negativo.

37. O ajuste no artigo 178, §2º, “d” teve como objetivo reforçar a ilegalidade de não se dar destinação à totalidade do lucro do exercício – mesmo propósito, aliás, que justificou a inclusão do §6º ao artigo 202 na reforma de 2001. Não se discutiu, no âmbito da referida reforma, a exclusão ou mesmo a alteração da retenção de lucros prevista no artigo 196, posto tratar-se de forma válida de destinação de parte do resultado.

38. Todavia, a alteração na estrutura do patrimônio líquido teve reflexos no registro contábil das retenções de lucro, uma vez que a conta “lucros e prejuízos acumulados” registrava não só os lucros “em suspenso” – aqueles que, ao arrepio da lei ou na vigência do regime anterior, não haviam sido destinados – como também aqueles validamente retidos com base em orçamento de capital.

39. De acordo com a Instrução CVM nº 469/2008, que dispõe sobre a aplicação da Lei nº 11.638/2007, a CVM orientou as companhias a registrarem na conta “reserva de lucros” todos os lucros destinados nos termos dos artigos 194 a 197 da Lei nº 6.404/1976<sup>19</sup>. Diante dessa orientação expressa, as companhias abertas têm registrado na conta de reserva de lucros tanto as parcelas de lucros efetivamente destinadas a essas reservas como aquela retida com base em orçamento de capital, como bem destacado pela SEP em seu memorando.

40. A meu ver, temos duas discussões distintas. A primeira é sobre a natureza

<sup>18</sup> Lei nº 11.638/2007, Medida Provisória nº 449/2008 e Lei nº 11.941/2009.

<sup>19</sup> Instrução CVM nº 469/2008, Art. 5º. No encerramento do exercício social, a conta de lucros e prejuízos acumulados não deverá apresentar saldo positivo. Parágrafo único. Eventual saldo positivo remanescente na conta de lucros e prejuízos acumulados deverá ser destinado para reserva de lucros, nos termos dos art. 194 a 197 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, ou distribuído como dividendo.



## 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)

jurídica da retenção de lucros. Como tenho exposto ao longo do voto, entendo que se trata de uma espécie específica de capital próprio, que não se confunde com a reserva de lucros. Essa conclusão a meu ver não se altera em razão das reformas realizadas entre 2007 e 2009. Como dito, a substituição da conta “lucros e prejuízos acumulados” pela conta de “prejuízos acumulados” não teve a intenção nem o condão de alterar a natureza jurídica da “retenção de lucro”, tornando-a uma reserva de lucros. Nesse sentido, vale frisar que a Lei nº 6.404/1976 continua se referindo a lucros acumulados ao lado das reservas de lucros, não só nos já examinados dispositivos da Seção II do Capítulo XVI, como também em outras passagens (no artigo 189, caput e parágrafo único, no artigo 201, no artigo 204, §2º, no artigo 226, §1º, e no artigo 250, inciso III).

41. A segunda questão é sobre o registro da retenção de lucros no patrimônio líquido. Naturalmente, a questão fica prejudicada quando se entende – equivocadamente, em minha opinião – que a retenção de lucros é uma espécie de reserva. Embora entenda que a retenção de lucros não é uma reserva, reconheço que desde a reforma do artigo 178, §2º, “d”, a Lei nº 6.404/1976 não contempla, de forma expressa, uma conta específica para o registro da retenção de lucros.

42. Esse fato não deveria, contudo, ser um obstáculo intransponível, uma vez que, em função dos IFRS, as companhias brasileiras vêm reconhecendo em seus patrimônios líquidos contas que não estão previstas na Lei Societária<sup>20</sup>.

43. Não cabe aqui me estender no exame do plano de contas da Lei nº 6.404/1976 e, mais especificamente, da sua coexistência com as regras contábeis editadas para permitir a convergência das normas contábeis brasileiras aos padrões internacionais. Sobre o tema, faço apenas referência à lição de Paulo Cezar Aragão que, em sua análise sobre a nem sempre tranquila harmonização das regras da Lei Societária com os IFRS, destaca a “desarmonia entre a visão segmentada das contas do patrimônio líquido, de ‘gavetas’ taxativamente identificadas e qualificadas, característica da LSA, e o sistema

---

<sup>20</sup> “Além dos itens previstos na Lei nº 6.404/76, o grupo patrimônio líquido pode apresentar outras contas para melhor evidenciar a situação patrimonial da companhia, bem como para atender a outras normatizações que estabeleçam a necessidade da divulgação”. IUDICIBUS, Sérgio; MARTINS, Eliseu; GELBCKE, Rubens; SANTOS, Ariovaldo dos. *Manual de Contabilidade Societária*. 3ª Edição. São Paulo: Atlas, 2018, p. 397.



## 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)

dos IFRS”<sup>21</sup>.

44. Assim, nada impede, a meu ver, 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 artigos 189 e 199, que reconhecem efeitos práticos à distinção das reservas e retenção, e que serão examinadas a seguir nos itens 57 a 60 deste voto.

### USOS DA RETENÇÃO. A QUESTÃO DA RECOMPRA

45. Passo agora ao exame dos usos previstos na lei para a retenção de lucros.

46. Os lucros retidos com base no artigo 196 são lucros disponíveis aos acionistas. Por tal motivo, podem ser (i) transferidos aos acionistas mediante recompra (artigo 30, § 1º, “b”), resgate e amortização (artigo 44) ou reembolso (artigo 45, § 5º); (ii) utilizados para a integralização de ações subscritas e não integralizadas (artigo 107, § 4º); (iii) capitalizados em aumento de capital (artigos 169 e 17, §5º); ou (iv) utilizados para o pagamento de dividendos, inclusive intermediários (artigo 204, §2º).

47. Em seu memorando, a SEP assinala que a distinção entre a retenção de lucros e as reservas de lucro pode ter efeitos indesejados e ainda não totalmente dimensionados no tocante às operações da companhia aberta com ações de sua própria emissão, em razão dos dispositivos constantes da Instrução CVM nº 567/2015, que hoje regula a matéria.

48. A possibilidade de a companhia negociar com suas próprias ações decorre do artigo 30 da Lei nº 6.404/1976, que assinala o caráter extraordinário dessas operações (o

---

<sup>21</sup> ARAGÃO, Paulo Cezar. “A Lei das S.A. e os padrões contábeis internacionais (IFRS).” In: VENÂNCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, pp. 675-676. Na referida passagem o autor examina a exigência do IFRS de que a outorga de opções a administradores, empregados e colaboradores seja reconhecida como despesa, tendo como contrapartida um crédito na conta de patrimônio líquido.

Na mesma obra coletiva, Luiz Alberto Colonna Rosman examina a incompatibilidade de algumas regras do IFRS com o regime do capital social, destacando os ajustes feitos em diversos países europeus para impedir que, em razão das novas regras contábeis, fossem distribuídos (ou mesmo se tornassem passíveis de distribuição) lucros meramente contábeis e, portanto, ainda fictícios. ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. “Incompatibilidade de Regras do IFRS sobre a Apuração do Lucro Distribuível com o Princípio da Intangibilidade do Capital Social”. In: *Idem.*, pp. 365 e ss.



## 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)

*caput* do citado dispositivo deixa claro que, nesse ponto, a vedação é a regra) e determina que tais operações estão limitadas ao “valor do saldo de lucros ou reservas, exceto a legal” e não podem importar em diminuição do capital social.

49. O §2º do artigo 30 da Lei nº 6.404/1976 atribui competência à CVM para regular a aquisição por companhias abertas das suas próprias ações. A matéria foi originalmente disciplinada por meio da Instrução CVM nº 10/1980, que, fiel ao texto da Lei, vedava a aquisição de ações de emissão da companhia, para permanência em tesouraria ou cancelamento, quando demandasse “a utilização de recursos superiores ao saldo de lucros ou reservas disponíveis, constantes do último balanço” (artigo 2º, “b”). De acordo com o artigo 7º da referida instrução, consideravam-se disponíveis, para fins de recompra, todas as reservas de lucro ou de capital, exceto a legal, a de lucros a realizar, a de reavaliação, a de correção monetária do capital realizado e a especial de dividendo obrigatório não distribuído.

50. Em seu memorando, a SEP destaca que “sempre prevaleceu o entendimento de que os montantes retidos com base no art. 196 da Lei 6.404/76 estavam incluídos no saldo de lucros ou reservas disponíveis.” Eu subscrevo o entendimento da SEP, mas entendo que a retenção de lucros podia ser empregada para recompras por compor o saldo de lucros, que era expressamente mencionado no artigo 2º, “b”, da Instrução CVM nº 10/1980, e não por se tratar de uma reserva disponível.

51. Nesse sentido, noto que a Instrução CVM nº 10/1980 empregava o adjetivo “disponível” apenas para se referir às reservas. Noto nesse sentido, que o artigo 2º, “b”, da referida instrução se referia a “lucros ou reservas disponíveis”, sem diferenciar reservas de lucros e de capital, enquanto o artigo 7º considerava “disponíveis, para os efeitos desta [daquela] Instrução, todas as reservas de lucros ou de capital com exceção das seguintes”. A Nota Explicativa nº 16/1980, editada em conjunto com a Instrução CVM nº 10/1980, confirma essa interpretação<sup>22</sup>.

---

<sup>22</sup> Transcrevo o trecho relevante: “A par da expressa proibição imposta ao uso da reserva legal para aquisição das próprias ações pela Lei nº 6.404/76, o princípio da intangibilidade do capital social requer se estenda a vedação a outras reservas constituídas com recursos financeiramente indisponíveis, como é o caso da reserva de reavaliação, que representa mero acréscimo escritural de bens do ativo, e da de lucros a realizar. O regime excepcional que cerca a constituição da reserva especial de dividendo obrigatório resulta na caracterização desses recursos como indisponíveis, vez que, quando não absorvidos por prejuízo, é obrigatória sua distribuição no exercício posterior. Exclui-se a reserva de correção monetária





## 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)

52. Já a Instrução CVM nº 567/2015 veda recompras que requererem a utilização de recursos superiores aos disponíveis (artigo 7º, IV). A definição de recursos disponíveis inclui (i) todas as reservas de lucro ou de capital, exceto a legal, a de lucros a realizar, a especial de dividendo obrigatório não distribuído, e a de incentivos, e, ainda, (ii) o resultado já realizado do exercício social em andamento, segregadas as destinações às reservas acima mencionadas (artigo 7º, §1º).

53. Verifica-se, portanto, que a Instrução CVM nº 567/2015 não se refere a lucros ou a lucros acumulados, mas somente a reservas e ao “resultado já realizado do exercício social em andamento”. Por tal motivo, a SEP assinala que uma decisão que confirme que a retenção de lucros e as reservas de lucros são, sob ponto de vista jurídico, coisas distintas, poderia conduzir a equivocada conclusão de que os lucros retidos com base em orçamento de capital não deveriam ser considerados como “recursos disponíveis” para fins de recompra.

54. A própria área técnica reconhece que essa interpretação seria indesejável e não corresponderia aos objetivos que nortearam a reforma normativa. Nesse sentido, a SEP destaca que as discussões que resultaram na edição da Instrução CVM nº 567/2015 não buscavam restringir os recursos que poderiam ser usados no contexto de uma recompra, mas ampliá-los, em linha com a decisão do Colegiado nos processos nº RJ-2008-2535 e RJ-2008-4587<sup>23</sup>.

55. Além das considerações da SEP, entendo que qualquer interpretação da Instrução CVM nº 567/2015 que impedisse à companhia de utilizar lucros disponíveis aos acionistas para recompras contraria o regime legal. Não existe justificativa na Lei das S.A. que autorize a CVM a impedir que lucros disponíveis aos acionistas sejam empregados pela companhia para adquirir ações de sua própria emissão. Não há, no caso, preocupação com preservação da integridade do capital social ou qualquer outra

---

por não configurar uma reserva de capital propriamente dita e, sim, atualização da expressão monetária do capital social, cuja integridade e realidade devem ser preservadas.”

<sup>23</sup> Há, inclusive, discussão sobre se o conceito de “resultado já realizado do exercício social em andamento” não incluiria lucros que não estariam ainda disponíveis aos acionistas e que, consequentemente, não poderiam ser distribuídos aos acionistas (inclusive por meio de recompra) em homenagem ao princípio da intangibilidade do capital social. Sobre o assunto, cf. CAMPOS, Luiz Antônio de Sampaio. “Algumas notas sobre a utilização do lucro do exercício em curso: dividendo e recompra”. In: ADAMEK, Marcelo Vieira Von (Coord.). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2011.





## 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)

justificativa para considerar tais recursos como indisponíveis. Nessa perspectiva, a interpretação literal do artigo 7º, IV e §1º, da Instrução CVM nº 567/2015 criaria uma aparente antinomia com o artigo 30 da Lei nº 6.404/1976, que é hierarquicamente superior.

56. Por tal motivo, caso o Colegiado ao final decida que a retenção de lucros do artigo 196 não está sujeita ao limite do saldo das reservas de lucros a que alude o artigo 199, por se tratar de conta sujeita a um regime jurídico distinto, será importante assinalar que a parcela de lucros retida com base em orçamento de capital pode ser utilizada em negociações pela companhia aberta com ações de sua emissão, por se tratar de lucro disponível aos acionistas, devendo, portanto, ser incluída no limite de recursos disponíveis da Instrução CVM nº 567/2015. Ademais, deve a SDM incluir, em uma eventual reforma do normativo, o ajuste da definição constante do §1º do artigo 7º.

### EFEITOS PRÁTICOS DA DISTINÇÃO

57. A distinção entre lucros retidos e reservas de lucro não é uma simples questão formal de nomenclatura. Dela decorrem, ao menos, duas consequências relevantes.

58. A primeira delas é a ordem de imputação de prejuízos. De acordo com o parágrafo único do artigo 189 da Lei nº 6.404/1976, o prejuízo apurado em determinado exercício será absorvido, em primeiro lugar, pelos lucros acumulados. Se o prejuízo do exercício sobejar esse montante, a parcela excedente será então absorvida pelas reservas de lucro. Se essas também não foram suficientes, o prejuízo remanescente será absorvido pela reserva legal<sup>24</sup>.

59. A segunda distinção efetiva relaciona-se, justamente, à já mencionada inaplicabilidade dos limites do artigo 199 aos lucros retidos com base em orçamento de capital. É essa a opinião, por exemplo, de Luiz Antonio de Sampaio Campos<sup>25</sup> e de Luiz Carlos Piva, que transcrevo a seguir:

---

<sup>24</sup> Art. 189. (...) Parágrafo único. O prejuízo do exercício será obrigatoriamente absorvido pelos lucros acumulados, pelas reservas de lucros e pela reserva legal, nessa ordem. (sem grifos no original)

<sup>25</sup> CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. “Notas sobre a Destinação do Lucro do Exercício: A reserva de lucros a realizar e a destinação a ela do lucro excedente do dividendo obrigatório”. In: VENÂNCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, p. 430.



## 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)

“Alguns autores entendem, a nosso ver erradamente, que as retenções de lucro de que trata o artigo 196 são computadas para efeito do limite de reservas fixado no artigo 199 (LATORRACA, loc. cit.; CAMPIGLIA, 1978, v. 5, p. 248).

Os lucros retidos com base no artigo 196 da LSA têm a finalidade de dar suporte financeiro à execução do projeto previsto em orçamento de capital aprovado pela assembleia. Submeter o saldo dessa conta ao limite previsto no artigo 199 conflita com a finalidade da norma legal (...)”<sup>26</sup>

60. No mesmo sentido, Nelson Eizirik, ao comentar o artigo 199:

“A retenção de lucros de que trata o artigo 196 também não está sujeita ao limite previsto neste artigo, ou seja, não há a necessidade de ser observado o valor do capital social, tendo em vista que a finalidade da sua retenção é a execução de projeto previsto em orçamento de capital.”<sup>27</sup>

### **INCOMPATIBILIDADE DOS OBJETIVOS DA RETENÇÃO DE LUCROS COM O LIMITE DO ARTIGO 199**

61. A exclusão dos lucros retidos do limite do artigo 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.

62. Em sua manifestação, a SEP assinala que o limite do saldo das reservas de lucros estabelecido no artigo 199 não incluiria os valores destinados à reserva de contingências nem à reserva de lucros a realizar uma vez que tais reservas estariam ligadas a um evento futuro previsível, cuja ocorrência geraria a sua reversão. A reserva de incentivos fiscais também foi excluída de tal limite, mas por um motivo diferente: o fato de que a distribuição de valores correspondentes às doações e subvenções governamentais poderiam ter impactos tributários indesejados.

63. As razões pelas quais a retenção de lucros do artigo 196 também não deve ser

---

<sup>26</sup> PIVA, Luiz Carlos. “Finanças da Companhia”. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das Companhias*. 2ª Edição, Vol. I. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 1225.

<sup>27</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume III – Artigos 138 a 205. 2ª Edição, Revista e Ampliada. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 516.



## 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)

incluída no saldo das reservas de lucro do artigo 199 são, em certa medida, similares àquelas apontadas pela SEP para justificar a exclusão das reservas previstas nos artigos 195 e 197. Afinal de contas, a retenção de lucros somente se justifica para financiar projetos legítimos e previstos em orçamento de capital.

64. Ao contrário das reservas de lucros estatutárias estabelecidas com base no artigo 194, em que a assembleia geral dá uma autorização genérica no momento da criação da reserva no estatuto (o que não implica dizer que cada destinação àquela reserva não deva ser feita no interesse social), cada retenção de lucros do artigo 196 é feita de modo circunstanciado, uma vez que a deliberação que aprova tal medida é dada de forma específica, autorizando o autofinanciamento dos projetos indicados no orçamento de capital submetido à assembleia.

65. Em teoria, uma companhia pode obter lucro em valor superior ao valor do seu capital social em poucos ou mesmo em um único exercício social. Essa hipótese é, naturalmente, bastante remota, quiçá puramente teórica, quando se trata de companhias abertas<sup>28</sup>, mas é factível em outros cenários, como, por exemplo, companhias em estágios iniciais que atuem em setores de alta rentabilidade. As regras da Lei nº 6.404/1976 se aplicam a companhias abertas e fechadas, de maior e menor porte, e não há qualquer justificativa para se proibir que a administração de uma companhia que, eventualmente, se veja na situação acima descrita possa propor aos acionistas que retenham uma parcela do lucro em valor superior ao do capital social para financiar novos projetos previstos em orçamento de capital.

66. Veja-se que na Lei nº 6.404/1976 o orçamento de capital pode “ter a duração de até 5 (cinco) exercícios, salvo no caso de execução, por prazo maior, de projeto de investimento” (artigo 196, §1º), sendo que o orçamento que tiver duração superior a um exercício social deve ser anualmente revisado (artigo 196, §2º). Trata-se, portanto, de uma retenção relacionada a eventos futuros previsíveis: os investimentos previstos no orçamento de capital. No caso do artigo 196, a inexecução dos investimentos previstos no orçamento de capital exige a reversão dos valores retidos na referida conta.

67. Ao revés, cabe assinalar que o registro dos lucros retidos na forma do artigo 196

---

<sup>28</sup> V. itens 44 e ss. do memorando da SEP.



## 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)

no patrimônio líquido da companhia não se modifica na medida em que os projetos previstos no orçamento de capital que justificou a retenção forem sendo executados. Esse valor indicará a origem de parte do capital aplicado no ativo e ficará, portanto, registrado no patrimônio líquido até que (a) seja compensado com prejuízos em exercícios subsequentes ou (b) a assembleia geral – se e quando entender pertinente – delibere dar-lhe destinação diferente, seja para fins de aumento de capital, seja para distribuição como dividendo ou, ainda, para formação de reservas estatutárias.

### **O LIMITE DO ARTIGO 199 E A PROTEÇÃO POR ELE OFERECIDA AOS ACIONISTAS**

68. Por fim, gostaria de examinar o argumento da SEP de que a submissão dos lucros retidos ao limite fixado no artigo 199 da Lei nº 6.404/1976 protege os acionistas.

69. Começo novamente com Ascarelli, para quem a fixação de um limite máximo para o saldo das reservas<sup>29</sup>:

“visa a tutela do acionista à distribuição do lucro. Esta tutela é frisada quando as reservas excessivas devam ser distribuídas. Caso, ao contrário, possam ser capitalizadas, a tutela do acionista assenta apenas nas maiores dificuldades de capitalização decorrente dos quórum necessários para uma alteração do capital”<sup>30</sup>.

70. A Lei nº 6.404/1976 prevê que o valor das reservas de lucros, exceto as para contingências, de incentivos fiscais e de lucros a realizar, que ultrapassar o capital social pode ser aplicado na integralização ou no aumento do capital social ou na distribuição de dividendos. Na prática, verifica-se que quase sempre as companhias optam pelo aumento de capital mediante a capitalização das reservas (artigo 169).

71. Em seu memorando, a SEP traz uma importante análise da prática corrente das companhias abertas. Analisando uma amostra de 187 companhias cujas ações são listadas em segmentos diferenciados de negociação da B3, a SEP verificou que, em 2015, todas as sete ou oito (conforme se compute ou não a retenção para cálculo do limite) companhias cujo saldo das reservas excedeu o limite legal realizaram um aumento de capital para se readequar. Em 2016, apenas uma das sete ou cinco (conforme a interpretação que se dê ao artigo 199) distribuiu dividendos para seus

<sup>29</sup> O autor fazia referência ao artigo 130, §2º, do Decreto-lei nº 2.627/1940.

<sup>30</sup> ASCARELLI, Tulio. *Op. Cit.*, p. 412.



## 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)

acionistas para se readequar ao limite do artigo 199, tendo as demais deliberado capitalizar o valor excedente.

72. Essa constatação me leva a concluir que, ao contrário do que indica a SEP, a discussão em tela é mais teórica do que prática.

73. A meu ver, a capitalização das reservas que sobejam o valor do capital social não fornece qualquer proteção efetiva aos acionistas. Trata-se, como aponta o jurista lusitano Paulo de Tarso Domingues, de “mera alteração contabilística dos valores que compõem o patrimônio social – que se mantém, portanto, o mesmo antes e depois da operação – e conservando os sócios sua posição societária inalterada após a realização da mesma”<sup>31</sup>.

74. De fato, a capitalização de lucros e reservas reduz a flexibilidade da companhia, afetando negativamente na sua capacidade de devolver recursos aos seus acionistas. Afinal de contas, as reservas de lucros e a retenção de lucros são valores disponíveis, enquanto o capital social é submetido a um regime mais rigoroso que busca garantir a sua integridade<sup>32</sup>. Nesse sentido, vale citar novamente Paulo de Tarso Domingues:

“O efeito mais evidente da realização de aumento de capital gratuito traduz-se no facto de que determinados valores – correspondentes às reservas – que podiam, em princípio, ser livremente distribuídos pelos sócios, deixam, com sua incorporação do capital social de o poder ser”<sup>33</sup>.

75. Por tal motivo, há quem defenda que são os credores sociais os principais beneficiados pela capitalização das reservas<sup>34</sup>. Se o que se quer proteger é o direito do acionista ao dividendo, pode-se entender, inclusive, que a interpretação aqui defendida é mais benéfica. Afinal de contas, o saldo da conta lucros retidos pode ser a qualquer momento utilizado para pagamento de dividendos.

---

<sup>31</sup> DOMINGUES, Paulo de Tarso. *Variações sobre o capital social*. Almedina, 2013, p. 426.

<sup>32</sup> Sobre o conceito, funções e regime legal do capital social cf. ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. *Op. Cit.* In: VENÂNCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. *Op. Cit.*, pp. 365 e ss.

<sup>33</sup> DOMINGUES, Paulo de Tarso. *Op. Cit.*, p. 427.

<sup>34</sup> NADAL, Apolinia Martinez. *El aumento de capital con cargo a reservas y beneficios en la sociedad anónima*. Madri: Editorial McGraw-Hill, 1996.



## 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)

### CONCLUSÃO

76. Diante do exposto, respeitosamente divirjo do Relator e da SEP no tocante à sujeição dos lucros retidos na forma do artigo 196 da Lei nº 6.404/1976 aos limites do artigo 199 daquele mesmo diploma. A retenção de lucros tem natureza distinta das reservas, o que justifica certas divergências no tratamento dessas duas contas do patrimônio líquido.

77. Essa divergência em nada impacta nas conclusões da SEP em seu relatório de análise inicial, razão pela qual, ressalvado o ponto examinado neste voto, acompanho o bem lançado voto do Diretor Relator e voto pela inadmissão do recurso no que se refere à decisão de não abertura de Processo Administrativo Sancionador e pelo indeferimento do pedido de refazimento das demonstrações financeiras da Companhia.

É como voto.

Rio de Janeiro, 2 de outubro de 2018

**Gustavo Machado Gonzalez**

Diretor