



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-59 e 23-349 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 SANCIONADOR CVM N° 19957.003714/2023-01

Reg. Col. 2911/23

**Acusado:** Jorge Saraiva Neto

**Assunto:** Decisão judicial. Oscilação. Publicação e providências quando a fato relevante.

**Relator:** Diretor João Accioly

### VOTO

#### I. BREVE SÍNTESE DOS FATOS E CONTRADITÓRIO

1. Em 10.4.2023, às 11:30, foi juntada aos autos da recuperação judicial da companhia uma decisão de que a AGOE de 28.4.2023 deveria deliberar alteração na estrutura do capital entre ONs e PNs antes do aumento de capital. No mesmo dia a bolsa constatou oscilação atípica nas ações da Saraiva e a oficiou a respeito. No dia seguinte, às 19:46, a companhia publicou Comunicado ao Mercado sobre a decisão judicial. Afirmou à bolsa não saber informar se a decisão teria sido o motivo da oscilação.

2. A Acusação entende que o DRI não adotou as providências necessárias para apurar as causas da oscilação e deixou de publicar fato relevante tempestivamente. A Defesa sustenta que o DRI tomou as providências e que a decisão não constituía fato relevante.

#### II. MÉRITO

##### *Relevância da Informação*

3. Para a Acusação (Rel. §§14 e 15), a decisão judicial configurava fato relevante pois (i) o rebalanceamento das ações traria efeitos relevantes aos direitos dos acionistas, (ii) a Companhia teria reconhecido a relevância do fato no recurso que interpôs contra a decisão; e (iii) a controvérsia é sobre convocação e suspensão de assembleias já convocadas.

4. O Acusado alegou que o entendimento sobre o fato ser ou não relevante estaria abarcado pela *business judgment rule* (cf. Relatório, §24).

5. O entendimento deste Colegiado tem sido no sentido contrário. Destaco um trecho de voto proferido pelo Diretor Gustavo Gonzalez:

16. Questões diretamente relacionadas à observância de obrigações fixadas em lei, regulamento ou estatuto não são decisões negociais. Isto porque não há, nesses casos, margem de discricionariedade para decidir quanto ao cumprimento de tais obrigações. O administrador não pode alegar que uma decisão informada, refletida e desinteressada o levou a concluir pela violação do comando que estava obrigado a cumprir. Consequentemente, nessas hipóteses a análise da CVM não pode se restringir aos aspectos procedimentais.

17. A avaliação quanto à relevância de determinada informação é uma das hipóteses que não podem ser equiparadas a uma decisão negocial. Trata-se de um juízo de incidência normativa, como bem destacou a então Diretora Luciana Dias no julgamento do já referido PAS CVM nº 09/2009:

‘No caso da divulgação de fatos relevantes, o que se discute é o cumprimento, ou não, de uma regra de transparência, cabendo à administração a responsabilidade de identificar se a realidade fática se encaixa à definição legal e regulamentar de fato relevante. Em virtude disso, não vislumbro nessa decisão qualquer caráter relacionado ao negócio da companhia administrada.’’ (notas de rodapé omitidas)<sup>1</sup>

6. Por outro lado, parece-me que a questão da invocação da *business judgment rule* à decisão aqui tratada não é tão simples quanto os trechos acima podem sugerir. Vejo parcial mérito nas alegações da Defesa nesse ponto. Concordo integralmente com os trechos acima citados no que se refere a não haver discricionariedade para decidir sobre o cumprimento da obrigação de publicar fato relevante. Não há discricionariedade negocial para decidir se uma norma incide ou não a um conjunto de fatos, como nos precedentes citados acima. A conveniência negocial se limita à decisão de manter sigilo de determinados fatos, e ela dá lugar à obrigação expressa de publicá-los, se escaparem ao controle. E nisso não há uma opção do que é *melhor ou pior* para a companhia, que é do que trata a decisão negocial, pelo que a regra determina que o mérito da decisão não será examinado se atendidas suas condições procedimentais (em suma, uma decisão informada e sem interesses potencialmente conflitantes).

7. Também é importante deixar claro que o julgador pode, sim, avaliar o mérito da decisão sobre publicar ou não o fato relevante, independentemente de essa decisão ter sido informada e desinteressada. Mas há pontos de semelhança que tornam compreensível a confusão conceitual. É que a regra da decisão negocial, no fim das contas, vem de princípios gerais de direito que também se manifestam de outras maneiras e noutras esferas. Por esses caminhos, chega-se a entendimentos que em última análise equivalem ao que a Defesa quis sustentar com a invocação da BJR: pode-se até discordar da conclusão quanto ao juízo sobre a incidência normativa (e discordo), mas supondo um caso onde o DRI tiver feito uma avaliação razoável e justificável sobre a não caracterização de determinado fato como “relevante” (na acepção de influência sobre decisões dos investidores), não haveria elemento subjetivo para configurar reprovabilidade da conduta. Afinal, a definição legal de fato relevante contém elemento sujeito à interpretação, que é a inferência do que seria a aptidão de um fato para poder “influir de modo ponderável” na decisão dos investidores acerca da companhia. O *dever de divulgar* não é discricionário; tampouco é discricionário o *dever de avaliar* se determinado fato é capaz de influenciar os investidores. Mas a *própria avaliação* tem alguma margem, não exatamente de *discricionariedade*, mas de *diversidade* de interpretações e inferências sobre o que, no fim das contas, outras pessoas *poderão* considerar determinante para suas decisões.

---

<sup>1</sup> PAS CVM nº RJ2016/7190, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. 09.07.2019.

8. Nesse sentido, a Defesa resgata um trecho de importante precedente do Colegiado:

“ainda que venhamos a discordar do julgamento do DRI, a esse não deve ser imputada responsabilidade quando sua avaliação era razoável e justificável no contexto em que foi feita e pautada pelos critérios estabelecidos pela Lei nº 6.404/1976 (...) entendo que decisões razoáveis e abalizadas não devem ser censuradas, ainda que venhamos a delas discordar, principalmente quando consistentes com o padrão de divulgação da companhia”<sup>22</sup>

9. Ou seja, se determinada avaliação sobre relevância tiver sido razoável, ainda que dela se discorde, essa circunstância por si só não determina a responsabilização. Se em seu melhor juízo o DRI não enxerga a incidência da definição de relevância, não há reprovabilidade da conduta de não publicar. A incidência da regra que determina a publicação não é sujeita a juízo do DRI. Não se trata propriamente de regra de decisão negocial, porque o mérito da decisão é avaliado e não só seu procedimento, mas cabe sim o afastamento da responsabilização.

10. No caso concreto, todavia, as evidências me levam a dar razão à Acusação.

11. O DRI alega que tomou conhecimento da decisão judicial apenas no dia seguinte à sua juntada nos autos do processo judicial, motivo pelo qual teria deixado de divulgar o fato no mesmo dia (10 de abril). Porém, mesmo que tenha sabido da decisão no dia seguinte, a conduta evidenciada nestes autos ainda me parece configurar as infrações imputadas pela Acusação.

12. É verdade que a disponibilização nos autos da decisão do dia 10 ocorreu apenas no dia 11 e que se considera como data da citação das partes apenas o dia 12. Mas isso não resolve a situação. De um lado, existe a obrigação de, constatada uma oscilação atípica, inquirir as pessoas com acesso a informações que possam afetar o mercado para averiguar se elas têm conhecimento de algo que deva ser divulgado (art. 4º, p. único da RCVM 44).

13. Destaco, aqui, que cheguei a conceder oportunidade adicional para que a Defesa trouxesse aos autos evidência do que alegou na peça de defesa, quanto aos procedimentos que alegou ter tomado para apurar possíveis fatos causadores da oscilação (Rel. §36). Ao manifestar-se sobre esse ponto, o DRI se limitou a responder que tomou conhecimento da decisão judicial “*por meio de sua assessoria jurídica (o que poderia ocorrer por avisos enviados via e-mail ou telefonema, conforme urgência da questão)*”. Logo, não trouxe qualquer evidência de que realmente atuou para tentar descobrir a existência de informação relevante, diante da oscilação atípica, como exigido pela regulamentação.

14. Embora a citação acerca da decisão judicial tenha ocorrido apenas no dia seguinte ao da publicação do comunicado ao mercado, trata-se de ciência ficta. Sim, é possível argumentar que saber da decisão antes da citação decorre de algum esforço. Mas não há demonstração de que, ao receber o ofício da bolsa sobre a oscilação, o DRI tenha questionado outros integrantes da administração para apurar o que acontecera, omissão que a Acusação lhe atribui e que, para refutar, ele deveria ter demonstrado com evidências positivas de sua atuação.

---

<sup>22</sup> PAS CVM nº 19957.005949/2016-09, Rel. Gustavo Machado Gonzalez, j. 09/07/201

15. Em síntese, embora em tese se possa admitir uma avaliação cuidadosa do DRI de determinado fato, e uma conclusão de que não foi esse fato que causou a oscilação, isto só poderia decorrer de uma resposta adequada à obrigação de investigar as possíveis origens da oscilação, da subsequente análise dessa informação, e de uma decisão fundamentada. E nada disso há nestes autos. Parece-me que a explicação apresentada foi uma forma de retroativamente tentar justificar que o Defendente não publicou o fato tempestivamente, quando o que as provas dos autos me permitem inferir ter ocorrido é que não tomou as providências que deveria e, ao ter conhecimento da decisão judicial no dia seguinte à oscilação, deixou de publicá-la como fato relevante tempestivamente.

16. Já quanto à suposta opinião de não caracterização do fato como relevante, quando questionado sobre o horário da divulgação do comunicado ao mercado (19h46 do dia 11), o DRI afirmou que usou como base o art. 5º da RCVM 44, que recomenda que para garantir a disseminação uniforme da informação, a divulgação deve ser feita em horário no qual os títulos da companhia não estejam sendo negociados no mercado.

17. Há duas inconsistências nessa tese.

18. A primeira é que, pelo §1º do art. 6º da RCVM 44, deve-se divulgar imediatamente o fato relevante na hipótese de ocorrer oscilação atípica nos papéis emitidos pela companhia. A divulgação só deve ser feita fora do pregão quando não há vazamento. A lógica da norma é simples: se a informação vaza e os papéis oscilam, para-se a negociação a fim de divulgar a informação de maneira mais uniforme. Se a informação ainda está protegida e a companhia pretende divulgá-la, é mais adequado divulgá-la fora do horário do pregão para que seja conhecida e tenha seus possíveis impactos avaliados enquanto não há negociação.

19. A segunda é a contradição desse argumento com o de que o DRI teria considerado o fato como não relevante. Nesse sentido, se o DRI optou por aguardar o fim do horário de pregão para divulgar o fato, é porque reconheceu que a decisão dos investidores acerca do que fazer em relação aos papéis seria impactada pela divulgação. Logo, o alegado juízo de prudência para divulgação fora do pregão pressupõe o enquadramento do fato como relevante – se não fosse relevante, poderia ser divulgado durante o pregão.

20. A Defesa argumenta ainda, que a oscilação seria de baixa relevância pois representaria uma variação de apenas R\$ 0,19 para as preferenciais e em R\$ 1,37 para as ordinárias. Esse fato, porém, robustece ainda mais a tese acusatória: considerando as cotações naquela data, essas variações representaram percentuais enormes nos preços (quase 24% nas PNs e quase 20% nas ONs).

21. Afirma a Defesa, também, que o dever de balanceamento seria fato notório, já de conhecimento do mercado, pelo que a decisão de incluir tal assunto em pauta de AGOE não teria inovado em nada o assunto e, por isso, não seria um fato relevante (Rel. §§29-32).

22. A tese teria consistência econômica sob as premissas de que: (i) a decisão não inovou no conjunto de informações disponível ao mercado; e (ii) essas informações já seriam conhecidas e disseminadas, estando refletidas no preço.

23. Porém, não foi apenas o dever de balanceamento que a decisão reiterou. Ela inovou substancialmente a realidade dos direitos e obrigações e, consequentemente, a previsão que se poderia fazer deles para apreçamento dos papéis. Embora o dever de rebalancear as ações com e sem voto já estivesse estabelecido, a decisão determinou que isso fosse feito antes do aumento de capital, quando a intenção da administração era primeiro aumentar o capital e depois rebalancear os direitos. No caso concreto, essa ordem alteraria bastante as consequências para os investidores e para a própria companhia (como ela mesmo argumenta no recurso pelo que tentou reformar a decisão). Assim, ao contrário das alegações da Defesa, a informação não era amplamente conhecida. O rebalanceamento até poderia ser, mas não sua anterioridade ao aumento de capital. Assim, a inclusão da matéria na AGOE para que fosse deliberada antes do aumento de capital bem se enquadra na definição de fato relevante do art. 157, §4º, da Lei 6.404.

#### ***Divulgação por meio de Comunicado ao Mercado e Tempestividade***

24. Há alguns precedentes da CVM que entendem que a divulgação por meio de comunicado ao mercado de informação enquadrada como “relevante” gera a infração de não divulgação de fato relevante, com pena reduzida para advertência<sup>3</sup>.

25. O caso dos autos, contudo, não tem as características determinantes do entendimento de tais precedentes. Não se trata apenas de erro formal de divulgação, pois, mais que a divulgação por meio inadequado, ela foi intempestiva.

26. Como já dito, dispõe o art. 6º, p. único da RCVM 44 que a divulgação deve ser imediata. Por um lado, realmente não se pode supor que a inclusão nos autos da decisão judicial seja instantaneamente conhecida pelo DRI. Por outro, acima de não tomar as providências que deveria para apurar o fato diante da oscilação atípica, como o DRI diz ter aguardado o fim do pregão para divulgar o comunicado ao mercado (Rel. §37, “b”), essa decisão foi tomada durante o pregão, e necessariamente pressupõe que ele obtivera o conhecimento da informação ainda quando as negociações estavam abertas. Assim tendo ocorrido, a regra determina a divulgação imediata.

---

<sup>3</sup> Ver, à exemplo, PAS CVM nº RJ2008/8976, Rel. Dir. Eliseu Martins, j. em 15.09.2009; (ii) PAS CVM nº RJ2012/10069, Rel. Dir. Pablo Rentería, j. em 31.03.2015; (iii) PAS CVM nº 19957.007010/2017-51, Rel. Dir. Gustavo Tavares Borba, j. em 04.07.2018; (iv) PAS CVM nº RJ2016/7929, Rel. Dir. Flavia Perlingeiro, j. em 29.09.2020.

### III. CONCLUSÃO E DOSIMETRIA

27. Voto pela **condenação** de Jorge Saraiva Neto por não adotar tempestivamente as providências necessárias e não divulgar fato relevante acerca da decisão judicial proferida em 10.4.2023 na recuperação judicial da Saraiva, em infração ao art. 157, §4º, da Lei 6.404, e à RCVM 44, art. 3º c/c art. 6º, parágrafo único, e art. 4º, parágrafo único.

28. Com base nas circunstâncias do caso e em linha com precedentes<sup>4</sup>, fixo as penas-base em (i) R\$200 mil tanto para a falha na divulgação de fato relevante, em violação ao art. 157, §4º, da Lei 6.404, c/c art. 3º c/c art. 6º, parágrafo único, da RCVM nº 44, e (ii) em R\$200 mil para a ausência de adoção de providências diante de oscilação atípica na cotação das ações da Companhia, em violação ao art. 4º, parágrafo único, da mesma Resolução.

29. Por todo o exposto, com fundamento no art. 11, II, da Lei 6.385, aplicando-se a atenuante de 15% a cada uma das condutas imputadas por seus bons antecedentes, voto por condenar Jorge Saraiva Neto, na qualidade de diretor de relações com investidores da Saraiva, às multas de:

- (i) R\$170.000 por não divulgar tempestivamente fato relevante (infração ao art. 157, §4º, da Lei 6.404 c/c art. 3º c/c art. 6º, p. único, da RCVM 44);
- (ii) R\$170.00 por não adotar as providências obrigatórias diante de oscilação atípica (infração ao art. 4º, p. único, da RCVM 44).

Rio de Janeiro, 25 de março de 2025

**João Accioly**

Diretor Relator

---

<sup>4</sup> PAS CVM nº 19957.009116/2018-71, Rel. Pres. Marcelo Barbosa, j. em 03/12/2019; PAS CVM nº RJ2014/6255, relator diretor Pablo Renteria, j. em 18.04.2017; PAS CVM nº RJ2014/2314, relator direto Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. 27.10.2015; PAS CVM nº RJ2013/2400, relatora diretora Luciana Dias, j. em 18.03.2015; PAS CVM nº RJ2011/8224, relator direito Otavio Yazbek, j. em 3.12.2013; PAS CVM nº RJ2012/14871, relatora diretora Ana Novaes, j. em 26.11.2013