



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

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 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.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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)¹

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. Concorde 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.

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



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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”²
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.

² PAS CVM nº 19957.005949/2016-09, Rel. Gustavo Machado Gonzalez, j. 09/07/201



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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 RCV 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 RCV 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).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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, conseqüentemente, 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 conseqüências 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 advertência³.

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.

³ 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.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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 RCV 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 precedentes⁴, 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 RCV 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 RCV 44);
- (ii) R\$170.00 por não adotar as providências obrigatórias diante de oscilação atípica (infração ao art. 4º, p. único, da RCV 44).

Rio de Janeiro, 25 de março de 2025

João Accioly

Diretor Relator

⁴ 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