



## 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.gov.br/cvm

### PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.003714/2023-01

Reg. Col. 2911/23

**Acusado:** Jorge Saraiva Neto  
**Assunto:** Apurar responsabilidade do DRI da Saraiva Livreiros S.A. - Em Recuperação Judicial por eventual violação ao art. 157, §4º, da Lei nº 6.404/1976, art. 3º c/c art. 6º, parágrafo único, e art. 4º, parágrafo único, todos da Resolução CVM nº 44/2021  
**Relator:** Diretor João Accioly  
**Voto:** Presidente João Pedro Nascimento

### MANIFESTAÇÃO DE VOTO

#### I. INTRODUÇÃO

1. Trata-se de PAS<sup>1</sup> instaurado, em 09/05/2023, pela Superintendência de Relações com Empresas (“SEP” ou “Área Técnica”), para apurar eventual responsabilidade de Jorge Saraiva Neto (“Jorge Saraiva” ou “Acusado”), na qualidade de Diretor de Relações com Investidores (“DRI”) da Saraiva Livreiros S.A. - Em Recuperação Judicial (“Saraiva” ou “Companhia”)<sup>2</sup>, por infração, em tese, ao art. 157, §4º, da Lei nº 6.404/1976 (“LSA”); art. 3º c/c art. 6º, parágrafo único, e art. 4º, parágrafo único, todos da Resolução CVM nº 44/2021, ao não adotar tempestivamente as providências necessárias e não divulgar Fato Relevante informando acerca da decisão judicial proferida em 10/04/2023 no âmbito do processo de Recuperação Judicial (“RJ”) da Companhia.

2. Em seu voto, o Diretor Relator propôs a condenação do Acusado à multa pecuniária (i) de R\$170.000,00 por infração ao art. 157, §4º, da Lei nº 6.404/1976 c/c art. 3º c/c art. 6º, parágrafo único; e (ii) de R\$170.000,00 por infração ao art. 4º, parágrafo único, todos da Resolução CVM nº 44/2021.

3. Acompanho integralmente as conclusões do voto do Diretor Relator, o que me permite ser mais objetivo nas reflexões e contribuições adicionais sobre o caso.

#### II. MÉRITO

4. Em 10/04/2023, às 11h30, foi juntada aos autos do processo de RJ da Saraiva decisão

<sup>1</sup> Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto que não estiverem nele definidos têm o significado que lhes foi atribuído no relatório do Diretor Relator (“Relatório”).

<sup>2</sup> A Companhia teve a recuperação judicial convalidada em falência em outubro de 2023.



## 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.gov.br/cvm](http://www.gov.br/cvm)

judicial determinando, dentre outros, a realização de reestabelecimento da proporção<sup>3</sup> entre as ações preferenciais sem voto e as ações ordinárias, antes do aumento do capital social pretendido, devendo tal item ser incluído na ordem do dia da AGO/E convocada para 28/04/2023.<sup>4</sup>

5. Durante o pregão do dia 10/04/2023, houve oscilação atípica com as ações de emissão da Saraiva. Por conta disto, no mesmo dia, às 13h48, a B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (“B3”) encaminhou o Ofício 535/2023-SLS<sup>5</sup> à Companhia, solicitando esclarecimentos acerca da oscilação atípica verificada naquela data.

6. Em 11/04/2023, a decisão judicial foi disponibilizada no Diário de Justiça Eletrônico (“DJE”). Na mesma data, às 19h56, em resposta ao questionamento da B3, a Saraiva apresentou Comunicado ao Mercado informando que: (i) desconhecia qualquer ato ou fato que não tivesse sido divulgado e que pudesse justificar a oscilação observada; (ii) questionou seus acionistas controladores e administradores, tendo eles afirmado desconhecerem qualquer ato ou fato relevante; e (iii) tomou conhecimento de que foi proferida decisão pelo Juízo da Recuperação Judicial, a qual foi disponibilizada nos autos às 11h30 do dia 10/04/2023, determinando que a reversão do desbalanceamento entre ações ordinárias e preferenciais fosse promovida antes da realização do aumento do capital social da Companhia.

7. Por fim, em 12/04/2023, a certidão de publicação da decisão judicial foi disponibilizada nos autos.

8. A Área Técnica imputou à Jorge Saraiva, na qualidade de DRI da Companhia, a responsabilidade por não adotar tempestivamente as providências necessárias e não divulgar Fato Relevante informando acerca da decisão judicial proferida em 10/04/2023 no processo de RJ, mesmo após ter sido alertado pela B3 acerca da oscilação atípica identificada naquela data, em suposta infração ao art. 157, §4º, da LSA, art. 3º c/c art. 6º, parágrafo único, e art. 4º, parágrafo único, todos da Resolução CVM nº 44/2021.

<sup>3</sup> Em AGE da Saraiva realizada em 28/09/2022, foi aprovado o aumento de capital em créditos com emissão de ações preferenciais no âmbito do Plano de Recuperação Judicial da Saraiva. Como consequência, a proporção entre as ações ordinárias e as ações preferenciais foi modificada, de tal modo que as ações ordinárias passaram a representar 7% (sete por cento) do total, enquanto as ações preferenciais passaram a corresponder a 93% (noventa e três por cento), em infração à LSA e ao Estatuto Social da Companhia. Fez-se necessária adequação entre o número de ações preferenciais e ações ordinárias emitidas em nome da Saraiva, respeitando-se a proporção de até 2/3 (dois terços) de ações preferenciais sem direito a voto e de 1/3 (um terço) de ações ordinárias, conforme inc. III, do art. 8º, da Lei nº 10.303/2002 (*i.e.*, as companhias abertas existentes poderão manter proporção de até dois terços de ações preferenciais, em relação ao total de ações emitidas, inclusive em relação a novas emissões de ações, não lhes sendo aplicável a proporção de 50%-50% prevista no §2º, do art. 15, da LSA).

<sup>4</sup> A referida decisão determinou também: (i) a intimação do prestador de serviços KR Capital e da Companhia para que esclarecessem a composição do crédito da KR Capital, o qual foi cedido ao Fundo Alpha; (ii) a suspensão, até a prestação de esclarecimentos, de quaisquer pagamentos adicionais em favor da KR Capital; e, (iii) a intimação do Administrador Judicial para que se manifestasse sobre o tema (Doc. nº 1759613).

<sup>5</sup> Doc. nº 1760671.



## 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.gov.br/cvm](http://www.gov.br/cvm)

9. Sobre o tema, ressaltou que a CVM tem no regime informacional um de seus principais pilares de funcionamento<sup>6</sup>, que busca garantir a higidez do Mercado de Capitais e a prevenção de eventuais falhas estruturais que possam prejudicar o seu funcionamento eficiente.<sup>7</sup>

10. A regulação do Mercado de Capitais determina que as companhias abertas têm a obrigação de divulgar informações sobre atos e/ou fatos relevantes, ocorridos ou relacionados aos seus negócios.<sup>8</sup>

11. A Resolução CVM nº 44/2021 regulamenta o dever de divulgação de informações relevantes, com previsão de: (i) responsável pelo cumprimento de tal obrigação; (ii) meios a serem adotados; e (iii) a forma para divulgação de atos ou fatos relevantes. Com relação especificamente aos deveres e responsabilidades com relação à divulgação do fato relevante, o parágrafo único, do art. 4º, da referida norma prevê que:

“Art. 4º. (...)

Parágrafo único. Na hipótese do caput, ou caso ocorra oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados, o Diretor de Relações com Investidores deve inquirir as pessoas com acesso a atos ou fatos relevantes, com o objetivo de averiguar se estas têm conhecimento de informações que devam ser divulgadas ao mercado.”

12. A divulgação de informação relevante não é mero formalismo regulatório. Trata-se de premissa fundamental para assegurar a isonomia entre os investidores em relação às informações disponíveis ao mercado, especialmente quando tais informações tenham potencial de afetar suas decisões de investimento e/ou desinvestimento.

13. A regra do art. 157, §4º, da LSA e do art. 3º da Resolução CVM nº 44/2021 é a da imediata divulgação dos fatos relevantes, simultaneamente às informações que possuem potencial para afetar o comportamento dos investidores.<sup>9</sup> A regulação exige que a informação relevante seja disseminada de forma equânime e tempestiva.<sup>10</sup>

<sup>6</sup> Conforme PAS CVM nº 19957.009010/2021-72, Pres. Rel. João Pedro Nascimento, j. em 15/08/2023.

<sup>7</sup> Sobre a importância do regime informacional, veja-se o clássico: The Essential Role of Securities Regulation. GOSHEN, Zohar e PARCHOMOVSKY, Gideon. Duke Law Journal, Vol. 55, p. 711, 2006, Columbia Law and Economics Working Paper nº 259. Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=600709>. Acesso em 20/09/2024.

<sup>8</sup> Como ressaltou o então Diretor Gustavo Gonzalez em seu voto no PAS CVM nº 19957.001639/2016-15, j. em 26/11/2019, “a informação relevante desempenha uma tripla função em nossa regulação, pois é (i) pressuposto do dever de divulgação de informação dos emissores de valores mobiliários; (ii) pressuposto das infrações de uso ou repasse indevido de informação privilegiada; e (iii) medida para analisar a suficiência ou insuficiência das divulgações realizadas ao mercado”.

<sup>9</sup> “A divulgação deve ser imediata porque há o ponderado, fundado, receio de que investidores que tivessem essa informação pudessem ter alterada a sua motivação para negociar com os valores mobiliários de emissão da companhia. Assim, uma vez verificada a existência do fato relevante, justifica-se a sua imediata divulgação”. (CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. “Seção V: Deveres e responsabilidades”. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Org.). Direito das Companhias. 2ª Edição. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 859)

<sup>10</sup> Nesse sentido, o PAS CVM nº RJ2015/1591, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 26/09/2017.



## 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.gov.br/cvm](http://www.gov.br/cvm)

14. No entanto, conforme art. 6º da Resolução CVM nº 44/2021, a referida regra geral é excepcionada na hipótese de a revelação pôr em risco interesse legítimo da companhia, caso em que os atos ou fatos relevantes podem não ser divulgados. Entretanto, tal prerrogativa deixa de existir sempre que se verifique (i) escape, vazamento ou perda de controle da informação; ou (ii) oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada. Nestes casos, impõe-se a divulgação imediata da informação relevante, a fim de restaurar o nivelamento informacional.

15. Para fins de análise a respeito da autoria e materialidade no caso concreto, passo a organizar este capítulo em três subseções: (a) existência de informação relevante; (b) divulgação por meio de Comunicado ao Mercado; e (c) não divulgação de Fato Relevante.

### (a) *Existência de informação relevante*

16. O art. 2º da Resolução CVM nº 44/2021 determina que as companhias abertas têm a obrigação de divulgar informações sobre atos e/ou fatos relevantes, ocorridos ou relacionados aos seus negócios, que possam influir, de modo ponderável, (i) na cotação dos valores mobiliários; (ii) na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; ou (iii) na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

17. Não há dúvidas de que a decisão judicial determinando que a Saraiva deveria reestabelecer a proporção entre as ações ordinárias e preferenciais previamente ao aumento de capital constituiu fato relevante para a Companhia. As repercussões advindas de tal decisão, além de impactarem os direitos políticos e econômicos dos acionistas<sup>11</sup>, têm consequências no aumento de capital pretendido e, consequentemente, na situação econômico-financeira da Companhia. Além disso, a decisão tinha o potencial de impactar as cotações dos valores

<sup>11</sup> Nos termos da própria decisão judicial: "Além de ter sido prevista no aditivo ao plano de recuperação judicial a necessidade de que o aumento do capital, para emissão de ações em favor dos credores não sujeitos à recuperação, respeitasse a proporção de até 2/3 de ações preferenciais sem direito a voto e de 1/3 de ações ordinárias, o descumprimento dessa regra tem efeitos políticos e econômicos que não podem ser desconsiderados, especialmente em razão do nebuloso crédito da KR (cedido ao Fundo Alpha)." (Doc. nº 1759613) (grifei). A Saraiva também reconhece a relevância do assunto no agravo de instrumento apresentado: "39. A conversão das ações preferenciais em ordinárias irá alterar a base acionária da Holding, responsável por aprovar a forma de resolução do desbalanceamento. Todavia, caso referida alteração na base acionária ocorra nesse momento, tanto a capitalização dos créditos pósconcurais quanto o próprio rebalanceamento final das ações da Holding será colocado em risco. 40. A Saraiva pactuou com diversos credores extraconcurais o pagamento mediante a capitalização dos créditos, e seu racional para tanto foi justamente adotar a alternativa de menor impacto financeiro, com vistas à preservação do regular cumprimento de suas demais obrigações, incluindo aquelas estabelecidas no Segundo Plano Aditivo – i.e. a capitalização de dívidas não gera impacto no caixa da companhia, que se encontra com recursos limitados para o cumprimento de suas obrigações de pagamento. A viabilização desta opção, como se sabe, vincula-se à aprovação da capitalização em AGE. 41. Caso a conversão das ações seja realizada nesse momento, nada garante que referida medida seria aprovada em AGE. Os novos titulares de ações ordinárias, passando a deter poder de controle na companhia, poderão rejeitar a nova emissão. 42. A consequência seria o descumprimento de todos os acordos celebrados entre as Recuperandas e seus credores pósconcurais. Como dito, optou-se pelo pagamento destes créditos mediante capitalização no melhor interesse da companhia, por se tratar da opção que permitia o seu adimplemento. 43. Tal descumprimento, portanto, refletiria cenário desfavorável a todos os envolvidos – sejam as Recuperandas, os credores ou acionistas da Holding –, na medida em que tais créditos poderiam ser objeto de execuções em face da Saraiva." (Doc. nº 1767883) (grifei)



## 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.gov.br/cvm](http://www.gov.br/cvm)

mobiliários emitidos pela Companhia e a tomada de decisão dos investidores.

18. Entretanto, a comunicação acerca do assunto pela Saraiva ocorreu de forma extemporânea, somente em 11/04/2023, às 19h56, ocasião em que foi divulgado Comunicado ao Mercado em resposta aos questionamentos encaminhados pela B3. Veja-se que, neste ponto, não se está discutindo se a forma da divulgação foi adequada (Comunicado ao Mercado em vez de Fato Relevante), o cerne da questão está no atraso e na intempestividade da divulgação. A SEP não fez a acusação pelo uso do mecanismo inadequado de divulgação, mas sim pela intempestividade. Note-se que os valores mobiliários da Companhia foram negociados durante os pregões de 10/04/2023 e 11/04/2023 em contexto de assimetria informacional e na pendência de divulgação de informação relevante aos investidores da Companhia.

19. Em suas razões de defesa, o Acusado argumenta que: (i) não é todo e qualquer andamento ou decisão que enseja a divulgação de fato relevante pelo DRI; (ii) as decisões judiciais, inclusive da RJ, são informações públicas e de fácil acesso por qualquer interessado; (iii) a necessidade de balanceamento de ações da Companhia sempre esteve em pauta e sempre foi do conhecimento do mercado; (iv) a decisão judicial não era definitiva e, a qualquer momento, poderia ser modificada, pois a Companhia apresentou agravo de instrumento; e (v) não foi possível afirmar que a oscilação atípica verificada tinha relação com a decisão.

20. Entendo que tais argumentos não merecem prosperar.

21. A publicidade das decisões judiciais não é suficiente para elidir o dever do DRI de divulgar atos ou fatos que sejam relevantes na forma prevista na regulamentação aplicável. A lei societária e a regulação do mercado de capitais determinam requisitos próprios para a divulgação dos fatos relevantes, com o objetivo de assegurar que as informações estejam igualmente disponíveis ao mercado como um todo, de forma simples e direta.<sup>12</sup>

22. Não é cabível impor aos investidores de determinada companhia aberta o ônus de acompanhar e investigar os processos judiciais relacionados a tal companhia em busca da revelação de eventuais fatos relevantes no âmbito de tais expedientes.

23. Ao mesmo tempo, de forma equilibrada, não se está aqui a propor que os administradores tenham o dever de monitorar toda e qualquer movimentação em processos

---

<sup>12</sup> Nesse sentido, trecho do voto do Dir. Marcelo Trindade, no PAS CVM nº RJ2004/6238, j. em 05/10/2005: “11. A publicidade das decisões judiciais não suprime o dever de divulgação por aviso específico, pois a lei exige que a divulgação ao mercado se dê de forma direta, com requisitos de publicidade próprios, exatamente para assegurar que a informação seja acessível ao mercado como um todo, e não apenas a quem possa obtê-la com esforço, como, por exemplo, pelo acompanhamento de um processo judicial no Diário Oficial. Assim, a obrigação é da administração da companhia, e não do mercado ou dos próprios acionistas de investigarem os fatos eventualmente ocorridos nos negócios da companhia.”.





## 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.gov.br/cvm](http://www.gov.br/cvm)

judiciais. Há o importante filtro da relevância e da materialidade. No caso concreto estamos falando de uma companhia aberta em regime especial de RJ, sendo que a decisão que está sendo reconhecida como fato relevante foi proferida justamente no processo mais importante desta companhia, que é precisamente o seu processo de recuperação judicial.

24. Veja-se, em sentido semelhante, o precedente do Presidente Marcelo Barbosa no PAS CVM nº RJ 2018/6282, julgado em 03/12/2019:

“A publicidade da ação judicial não exime o DRI de divulgar atos ou fatos que sejam relevantes por intermédio dos canais de comunicação disponibilizados pela CVM e pela B3. Do contrário, cria-se uma assimetria informacional entre o mercado em geral e aqueles que, por qualquer motivo, acompanham o desenrolar da recuperação judicial – justamente o que se procura evitar por meio da ampla divulgação da informação via fato relevante”.

25. Além disso, entendo também que deva ser afastado o argumento de que a decisão judicial não era definitiva. O fato de a decisão estar ainda *sub judice*, tendo em vista a possibilidade de interposição de recurso, não interfere na necessidade de sua divulgação. Conforme já reiteradamente decidido por este Colegiado, a informação para ser considerada relevante não precisa se referir necessariamente a um fato ocorrido ou definitivo.<sup>13</sup> Portanto, salvo se houver imediata reforma do ato judicial, a informação deve ser levada ao conhecimento do mercado, incluindo, se for o caso, as ressalvas que entender pertinente.

26. Ainda, nos termos do Ofício da B3, foi identificada, no próprio dia 10/04/2023, oscilação atípica na cotação, no número e na quantidade negociada de ações de emissão da Companhia. O Acusado alega que não é possível afirmar que haja qualquer relação entre a decisão judicial proferida na RJ e a oscilação nas ações. Como bem destacado pela Área Técnica, a regra é a divulgação imediata, podendo o DRI deixar de fazê-la apenas se puder afirmar, a partir de fatos concretos, que a oscilação se deve a outros elementos que não uma informação relevante não divulgada<sup>14</sup>, o que entendo que não ocorreu no presente caso.

27. De todo modo, tal discussão faz-se desnecessária diante do entendimento da CVM de que, para que seja caracterizado um ato ou fato como relevante, não é preciso que sua divulgação resulte, necessariamente, em efetiva oscilação na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia, bastando que tenham a potencialidade de fazê-lo. E, como disposto acima, o reestabelecimento da proporção entre ações ordinárias e ações preferenciais, no

<sup>13</sup> Nesse sentido, (i) PAS RJ2004/6238, Pres. Rel. Marcelo Trindade, j. em 05/10/2005; (ii) PAS RJ2006/5928, Dir. Rel. Pedro Marcílio, j. em 17/04/2007; (iii) PAS RJ2012/10128, Dir. Rel. Ana Novaes, j. em 10/09/2013; e, (iv) PAS RJ2016/7190, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 09/07/2019.

<sup>14</sup> Veja-se: “Assim, em caso de oscilação atípica, o ônus de comprovar a falta de ligação entre a informação não revelada e a oscilação atípica é do diretor de relação com investidores e não da CVM ou do investidor prejudicado, conforme o caso.” (trecho do voto do Dir. Rel. Pedro Marcílio, no PAS CVM nº RJ2006/5928, j. em 17/04/2007).



## 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.gov.br/cvm](http://www.gov.br/cvm)

contexto em que inserido, possuía tal potencial.

28. Portanto, entendo que a não divulgação de Fato Relevante informando acerca da decisão judicial que determinou o reestabelecimento da proporção entre as espécies de ações da Companhia representava informação relevante aos investidores, tendo inequívoca capacidade de influenciar as decisões de investimento do público em geral. Dessa forma, tratava-se de informação que deveria ter sido divulgada nos termos do art. 2º da Resolução CVM nº 44/2021.

### **(b) Divulgação por meio de Comunicado ao Mercado**

29. Em seu voto, o Relator entendeu que ao proceder à divulgação da informação por meio do Comunicado ao Mercado (e não por Fato Relevante), a conduta irregular, em tese, praticada pelo Acusado, não teria se restringido ao aspecto formal da norma, uma vez que “*além da divulgação por meio inadequado, ela é ainda intempestiva*”.

30. Repito: neste PAS, o cerne da acusação está na intempestividade da divulgação da informação relevante ao mercado, em um cenário de oscilação atípica dos seus papéis. Caso a acusação versasse apenas sobre o meio empregado pela Companhia para realizar a divulgação da informação relevante (*i.e.*, Comunicado ao Mercado em vez de Fato Relevante), a área técnica responsável poderia, inclusive, avaliar a adoção de medidas alternativas de supervisão na correção da infração, em detrimento da atuação sancionadora, nos termos do art. 4º, inciso I, alínea "b", da Resolução CVM nº 45/2021.<sup>15</sup>

### **(c) Não divulgação de Fato Relevante**

31. Na visão da SEP, o Acusado deve ser responsabilizado pela não divulgação de Fato Relevante, tendo em vista que: (i) em 10/04/2023, a decisão judicial foi juntada aos autos do processo de RJ; (ii) no mesmo dia, a B3 encaminhou Ofício à Companhia solicitando esclarecimentos acerca da oscilação atípica identificada; (iii) em 11/04/2023, a decisão judicial foi publicada no DJE; e, (vi) na mesma data, às 19h56, a Companhia divulgou o Comunicado ao Mercado.

32. Por certo, a divulgação de informações relevantes deve ocorrer de forma imediata. A

<sup>15</sup> Resolução CVM nº 45/2021. Art. 4º. “Considerando as informações obtidas na investigação das infrações administrativas, as superintendências podem: I – **deixar de lavrar termo de acusação** nos casos em que concluírem: a) pela inexistência de irregularidades ou pela extinção da punibilidade; ou b) pela pouca relevância da conduta, a baixa expressividade da ameaça ou da lesão ao bem jurídico tutelado e a possibilidade de utilização de outros instrumentos ou medidas de supervisão que **julgarem mais efetivos**”. (grifei)



## 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.gov.br/cvm](http://www.gov.br/cvm)

lei e a regulamentação societária não definem o termo “*imediatamente*”, tampouco estabelecem um prazo máximo para divulgação de Fato Relevante. Faz-se necessário, portanto, que o julgador avalie, à luz das circunstâncias fáticas do caso concreto, se era razoável e proporcional esperar que o DRI tivesse divulgado o Fato Relevante.

33. Não merece prosperar o argumento do Acusado de que só tomou conhecimento da decisão judicial no dia 11/04/2023, data em que divulgou a informação por meio de Comunicado ao Mercado. Isso porque, compete à própria companhia, mais especificamente ao DRI, monitorar o vazamento de informações relevantes ou oscilações atípicas em seus papéis. Nesse sentido, cabia ao Acusado implementar controles adequados com objetivo de monitorar informações relevantes atinentes à Saraiva e seus negócios.

34. Mais ainda, no próprio dia 10/04/2023, houve oscilação atípica no volume de negociação e preço das ações de emissão da Companhia, o que deveria ter ensejado uma investigação por parte do DRI acerca da existência de eventual informação relevante, sobretudo após o recebimento do Ofício da B3.

35. Em manifestação protocolada aos autos<sup>16</sup>, o Acusado se limitou a declarar que “*teve ciência 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)*”. Ao verificar o conteúdo da Decisão Judicial, julgou que “*não tratava de qualquer assunto ‘novo’ que, na visão dele, DRI, pudesse causar impacto econômico-financeiro no mercado, ou que pudesse ser considerado relevante ao ponto de influenciar significativamente as movimentações das ações da Companhia*”.

36. Todos esses fatos demonstram que o Acusado foi provocado em mais de uma oportunidade com relação à necessidade de averiguar a existência de eventual informação relevante e da obrigatoriedade de sua divulgação ao mercado e, ainda assim, permaneceu inerte.

37. Na análise da responsabilidade no presente caso, deve-se levar em consideração, essencialmente, que a decisão judicial foi proferida no âmbito do processo de RJ da Saraiva. Repito: não estamos diante de decisão em qualquer processo judicial, trata-se do processo mais importante da Companhia e que deveria ter sido objeto de diligência por parte do DRI.

38. É presumível, portanto, que, na qualidade de DRI, Jorge Saraiva tivesse ciência do processo de RJ e, naturalmente, após o recebimento do Ofício da B3 informando acerca da oscilação atípica identificada, o Acusado inquerisse os responsáveis pelo mesmo com o objetivo

---

<sup>16</sup> Doc. 2220602.





## 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.gov.br/cvm](http://www.gov.br/cvm)

de averiguar eventuais informações que devessem ser divulgadas ao mercado. A exigência de tal comportamento não se trata de ônus excepcional ao Acusado, mas sim recai sobre o dever previsto no art. 4º, parágrafo único, da Resolução CVM nº 44/2021.<sup>17-18</sup>

39. Soma-se a isso o fato de que a informação relevante não era complexa ou longa, tampouco dependia de informações ou confirmações de terceiros. Diferentemente do alegado pela defesa<sup>19</sup>, não era necessário que fosse realizado o “*estudo da situação*” diante da “*complexidade da operação*”, bastava a Companhia informar o mercado sobre a determinação judicial para que fosse reestabelecida a proporção entre as ações ordinárias e preferenciais.

40. Entendo ser improcedente também o argumento de Jorge Saraiva de que “*para garantir a disseminação uniforme da informação, o art. 5º da Resolução CVM n.º 44/21 recomenda que a divulgação seja feita, quando possível, em horário no qual os títulos da companhia não estejam sendo negociados no mercado – exatamente como feito pelo DRI neste caso.*”<sup>20</sup>

41. A recomendação de que a divulgação de fato relevante ocorra após o encerramento do pregão tem por objetivo garantir que haja tempo suficiente para que a informação se dissemine e passe a ser de conhecimento do mercado em geral por ocasião da negociação dos ativos. No entanto, tal lógica não se aplica em casos de vazamento de informação ou de oscilações atípicas, em que a imediata divulgação da informação relevante, de forma ampla, clara e uniforme, torna-se ainda mais importante para garantir que os investidores e o mercado em geral negociem com acesso às mesmas informações relevantes.<sup>21</sup>

42. Além disso, com o passar dos anos e, em linha com o disposto no art. 6º, parágrafo

<sup>17</sup> Resolução CVM nº 44/2021. Art. 4º. “*Parágrafo único. Na hipótese do caput, ou caso ocorra oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados, o Diretor de Relações com Investidores deve inquirir as pessoas com acesso a atos ou fatos relevantes, com o objetivo de averiguar se estas têm conhecimento de informações que devam ser divulgadas ao mercado.*”

<sup>18</sup> Nesse sentido, o PAS CVM nº 19957.009010/2021-72, Pres. Rel., j. em 15/08/2023.

<sup>19</sup> Doc. nº 1842353, pp. 19 e 20.

<sup>20</sup> Doc. nº 1842353, p. 20.

<sup>21</sup> O Ofício Circular/Anual-2023-CVM/SEP, vigente à época dos fatos, era claro neste sentido: “*Nesses casos, deve-se também observar o parágrafo 2º do artigo 5º da Resolução CVM nº 44/21, que trata da divulgação de ato ou fato relevante durante o horário de negociação. Destaca-se que a CVM vem entendendo que, na hipótese de vazamento da informação ou se os papéis de emissão da companhia oscilarem atipicamente, o fato relevante deve ser imediatamente divulgado, ainda que a informação se refira a operações em negociação (não concluídas), tratativas iniciais, estudos de viabilidade ou até mesmo à mera intenção de realização do negócio (vide julgamento do Processo CVM nº RJ2006/5928 e do PAS CVM nº 24/05). Caso a informação relevante escape ao controle da administração ou ocorra oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados, o DRI deverá inquirir as pessoas com acesso a atos ou fatos relevantes, com o objetivo de averiguar se estas têm conhecimento de informações que devam ser divulgadas no mercado.*” (pp. 77 e 78)



## 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.gov.br/cvm](http://www.gov.br/cvm)

único, da Resolução CVM nº 44/2021 e com a jurisprudência do Colegiado da CVM<sup>22</sup> – no sentido de que a divulgação deve ser imediata nos casos de vazamento de informação ou oscilação atípica – diversos mecanismos específicos foram desenvolvidos para adequar a necessidade de publicação de fatos relevantes durante o pregão<sup>23-24</sup>.

43. Diante do exposto, voto pela condenação de Jorge Saraiva por não ter adotado tempestivamente as providências necessárias e não divulgar Fato Relevante informando acerca da decisão judicial proferida no dia 10/04/2023.

É como voto.

Rio de Janeiro, 25 de março de 2025.

**João Pedro Nascimento**

Presidente

<sup>22</sup> Nesse sentido, confira-se: (i) PAS CVM nº RJ2006/5928, Dir. Rel. Pedro Marcílio, j. em 17/04/2007; (ii) PAS CVM nº RJ2013/10909, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 18/03/2015; (iii) PAS CVM nº RJ2013/7916, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 18/03/2015; (iv) PAS CVM nº RJ2014/6225, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 18/04/2017; e, (v) PAS CVM nº RJ2014/3814, Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. em 21/10/2014.

<sup>23</sup> Neste sentido, ver o Ofício Circular 018/2018-PRE, de 18/04/2018, editado pela B3, que estabelece os procedimentos para divulgação de fatos relevantes pelo Emissores.

<sup>24</sup> O Ofício Circular/Anual-2023-CVM/SEP sugere ainda: “Não obstante, por força do parágrafo único do artigo 6º da Resolução CVM nº 44/21, os administradores e acionistas controladores ficam obrigados a, diretamente ou através do DRI, divulgar imediatamente o ato ou fato relevante, na hipótese de a informação escapar do controle ou se ocorrer oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados. A fim de dar efetividade à regra de divulgação imediata nos casos acima mencionados, o DRI, sempre que possível, deve preparar um documento sobre o ato ou fato relevante mantido em sigilo que possa ser divulgado nas hipóteses previstas no citado dispositivo. É aconselhável, ainda, que o DRI tenha à disposição documentos pré-aprovados e vertidos para os idiomas de todos os países em que os valores mobiliários são admitidos à negociação, para que possa efetuar a divulgação de forma rápida em caso de urgência.” (p. 77)