



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

EXTRATO DE SESSÃO DE JULGAMENTO DO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR PAS CVM nº 19957.003714/2023-01

Data do julgamento: 25/03/2025

Relator: Diretor João Accioly

Acusado:

Jorge Saraiva Neto

Ementa: 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. *Multas.*

Decisão: Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, com base na prova dos autos e com fundamento no inc. II, do art. 11 da Lei nº 6.385/76, por unanimidade, decidiu:

- Pela condenação de Jorge Saraiva Neto às seguintes penalidades:

(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).

A Diretora Marina Copola e o Presidente da CVM, João Pedro Nascimento, acompanharam as conclusões do Diretor Relator e apresentaram manifestações de voto com suas considerações sobre o caso. O Diretor Otto Lobo acompanhou as fundamentações do voto da Diretora Marina Copola.

O acusado punido terá um prazo de 30 dias, a contar da comunicação da decisão da CVM, para interpor recurso voluntário ao Conselho de Recursos do

Sistema Financeiro Nacional, nos termos do art. 70 da Resolução CVM nº 45/2021.

Presente o advogado Vitor de Menezes Venâncio Martins, representando o acusado.

Presente o Procurador Celso Luiz Rocha Serra Filho, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Participaram desta Sessão de Julgamento os Diretores João Accioly, Marina Copola, Otto Lobo e o Presidente da CVM, João Pedro Nascimento, que presidiu a Sessão.



Documento assinado eletronicamente por **José Paulo Diuana de Castro, Secretário da Sessão de Julgamento**, em 04/04/2025, às 12:32, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **2298143** e o código CRC **4F50182E**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **2298143** and the "Código CRC" **4F50182E**.*



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 N° 19957.003714/2023-01

Reg. Col. 2911/23

Acusado: Jorge Saraiva Neto
Assunto: Possível infração ao art. 157, §4º da Lei 6.404 e art. 3º c/c art. 6º, parágrafo único, e art. 4º, parágrafo único, da Resolução CVM 44, ao não adotar providências necessárias e não divulgar Fato Relevante informando decisão judicial.
Relator: Diretor João Accioly

RELATÓRIO

I. SÍNTESE INTRODUTÓRIA

1. O PAS foi instaurado pela Superintendência de Relações com Empresas – SEP a partir de reclamação de A.N.B.C., acionista da Saraiva. Esta tratava da oscilação nas ações e falta de divulgação de decisão na recuperação judicial da companhia, determinando o reestabelecimento da proporção entre ações ON e PN na AGO/E marcada para 28.4.2023.
2. A decisão foi disponibilizada nos autos às 11h30 do dia 10.4.23; as cotações começaram a oscilar logo em seguida; a B3 envia ofício para a Saraiva às 13:48; o Acionista A.N.B.C. notifica a B3 e a CVM ainda no dia 10.4 às 19:50. A Saraiva responde a B3 por meio de comunicado ao mercado, no dia seguinte, às 19h46.
3. Para a acusação, o DRI teria cometido infrações:
 - (i) Por não ter publicado imediatamente a decisão judicial como fato relevante, violando o art. 157, §4º, da LSA, e artigos 3º e 6º, parágrafo único, da RCVM 44¹;
 - (ii) Por não ter adotado as medidas voltadas a identificar a causa da oscilação atípica, violando o art. 4º, parágrafo único, da RCVM 44².

¹[LSA, Art. 157] § 4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembléia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

[RCVM 44] Art. 3º Cumprir ao [DRI] enviar à CVM (...) e, se for o caso, às entidades administradoras dos mercados (...), qualquer ato ou fato relevante ocorrido ou relacionado aos seus negócios, bem como zelar por sua ampla e imediata disseminação, simultaneamente em todos os mercados em que tais valores mobiliários sejam admitidos à negociação.

[Art. 6º] Parágrafo único. As pessoas mencionadas no caput ficam obrigadas a (...) divulgar imediatamente o ato ou fato relevante, na hipótese de a informação escapar ao controle ou se ocorrer oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados

² [RCVM 44] Art. 4º A CVM, a bolsa de valores ou a entidade do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação podem, a qualquer tempo, exigir do Diretor de Relações com Investidores esclarecimentos sobre a divulgação de ato ou fato relevante.

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 [DRI] 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.



II. CRONOLOGIA DOS FATOS

II.I. Aumento de capital na Rec. Judicial e (des)proporção entre ONs e PNs

4. No âmbito do Plano de Recuperação Judicial da Saraiva, em AGE de **28.9.2022**, foi aprovado aumento de capital integralizado em créditos, com emissão de ações preferenciais. Como consequência, a proporção entre as duas classes de ações foi para 7% de ordinárias e 93% de preferenciais, em contrariedade ao estatuto social e ao limite legal aplicável, de dois terços de preferenciais. Assim, a mesma deliberação definiu o prazo de 120 dias para o que chamou de rebalanceamento da proporção (prazo que terminaria, portanto, em 26.1.2023). Não havia especificação das proporções em que se daria o rebalanceamento.
5. A Saraiva convocou, em 20.12.2022, AGE para **10.01.2023** a fim de deliberar, entre outros assuntos, sobre (i) novo **aumento de capital** em créditos com emissão de ações preferenciais, em complemento ao aumento de capital aprovado na AGE de 28.9.2022; e (ii) a reversão do rebalanceamento da proporção das ações até a data da realização da assembleia geral ordinária da Companhia, ou seja, **a manutenção da desproporção** até 30.04.2023.
6. Reunião do Colegiado de **4.1.2023** determinou o adiamento da AGE para **31.1.2023**.
7. Em **1.2.2023**, decisão no processo de Recuperação Judicial suspendeu a AGE de 31.1.2023 e a Companhia divulgou fato relevante sobre decisão de suspensão.
8. Em **28.3.2023**, a Companhia convocou AGO/E a realizar-se em **28.4.2023**, sem que constasse da ordem do dia assunto relacionado ao aumento de capital anteriormente proposto ou ao prazo para rebalanceamento da proporção das ações ON e PN – matérias essas objeto da decisão judicial referida no §7 acima, que determinara a suspensão da AGE.

II.II. Decisão judicial de 10.4.2023

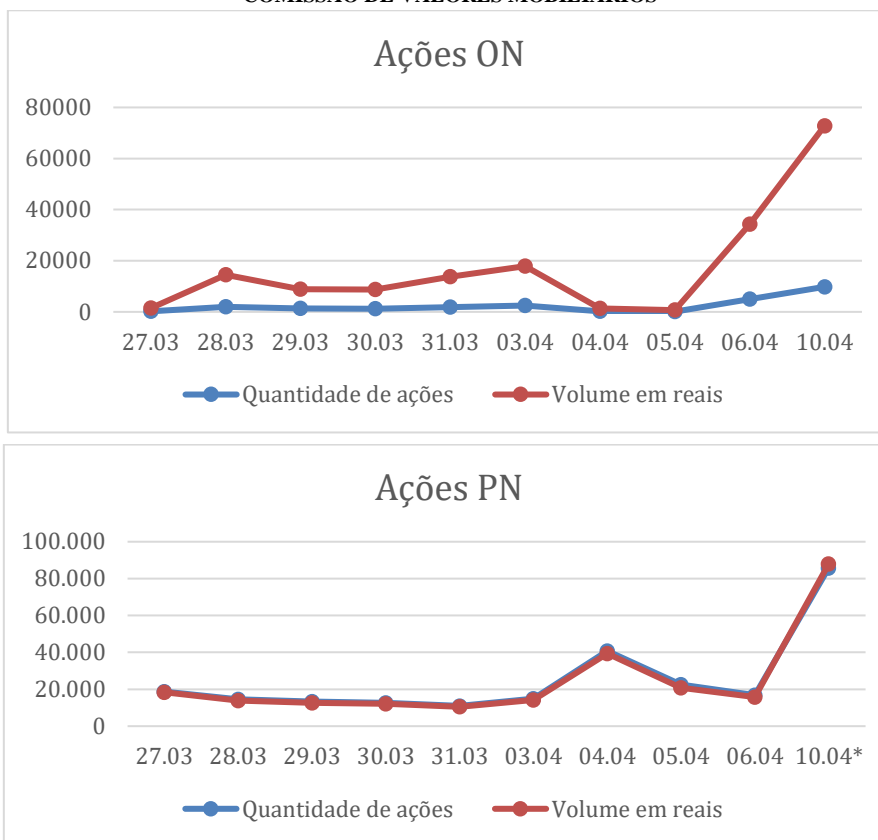
9. Em **10.4.2023**, às **11h30**, o Juízo da Recuperação Judicial disponibilizou nos respectivos autos uma decisão determinando que fosse feito o balanceamento entre as ações ordinárias e preferenciais **antes do novo aumento do capital social** pretendido, devendo tal item ser incluído na ordem do dia da AGO/E já convocada para 28.4.2023.

II.III. Oscilação dos preços das ações ON e PN

10. Após a publicação da referida decisão judicial, tanto as ações ordinárias quanto as ações preferenciais de emissão da Saraiva tiveram movimentação atípica no mercado de ações, com alta de quase 20% no preço das ordinárias e de quase 24% no das preferenciais.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS



*Atualizado até às 12h55

II.IV. Atuação do Acionista e da Bolsa

11. Às 13:48 de 10.4.2023 a B3 questiona a Saraiva sobre a oscilação, via ofício ([1760671](#)).
12. Às 19:50 de 10.4.2023, A.N.B.C. envia reclamação à B3 e à CVM sobre a decisão judicial e da oscilação (a “Reclamação”). Para contextualização, trata-se de investidora com histórico de postura proativa e atuação focada no processo de recuperação judicial da Saraiva.

II.V. Resposta da Saraiva: Comunicado ao Mercado

13. A Saraiva respondeu à B3 por meio de Comunicado ao Mercado no dia seguinte, **11.4.2023, às 19h46**, ([1760462](#)). Nele, o Acusado afirmou o seguinte:
 - a. Desconhecia fato não divulgado ao mercado e pudesse justificar a oscilação.
 - b. Questionou acionistas controladores e administradores sobre informações não divulgadas que justificassem as oscilações, e lhes disseram que desconheciam.
 - c. Tomou conhecimento de que fora proferida decisão pelo Juízo da Recuperação Judicial, disponibilizada nos autos às 11h30 de 10.4.2023 e ainda não publicada, e que determinou que a reversão do desbalanceamento entre ordinárias e preferenciais fosse promovida antes da realização do aumento do capital social em andamento.

II.VI. Ofício da CVM à Saraiva

14. Em 14.4.2023, a CVM oficiou a Saraiva para manifestar-se sobre a Reclamação



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

apresentada pelo Acionista.

15. Também em 14.04.2023, a SMI se manifestou (1759958) e afirmou que:
- O aumento do volume negociado nas ações teria ocorrido após publicação de decisão judicial, de forma usual e disponível para todo cidadão, salientando a normalidade desse aumento quando tornada pública informação nova sobre uma companhia;
 - As quantidades negociadas nos dias 10 e 11 de abril de 2023 representaram menos de 5% das ações de cada uma das classes; e
 - As maiores posições adquiridas por investidores individuais nestes dois dias representaram 0,17% das ações preferenciais e 0,54% das ações ordinárias.
16. A manifestação da SMI não compôs o ofício enviado à Saraiva.

II.VI. Resposta do DRI à CVM

17. Em 26.4.2023 o DRI encaminhou resposta (1767883). Em suma:
- A decisão foi posta nos autos em 10/4 às 11h30, mas publicada em 12/4. A Companhia divulgou Comunicado ao Mercado em 11/4, quando soube da decisão pelo DJE;
 - A área de relações com investidores tem atribuição de acompanhar eventuais oscilações nas cotações e volume de negociação dos papéis da Companhia, mas as movimentações só podem ser obtidas do escriturador dois dias úteis depois de ocorrerem;
 - Verificou que em 10/4 houve movimentações significativas por só dois acionistas, 7.000 PNs por um e 17.900 PNs pelo outro. A PN variou R\$ 0,19 e a ON, R\$ 1,37;
 - A Companhia não pode afirmar se o movimento tem relação com a Decisão;
 - A Companhia agravou da Decisão, requerendo: (i) efeito suspensivo; (ii) antecipação da tutela, autorizando a realização imediata da AGE para deliberar o aumento do capital social, suspenso por ordem judicial; e (iii) reforma da Decisão.
 - Se o recurso fosse provido, a Companhia esperava (i) realizar sua AGOE, sem inclusão de novo item; (ii) dar continuidade à AGE que se encontrava suspensa, realizando o aumento de capital; e, na sequência, (iii) reverter o desbalanceamento entre ONs e PNs.
 - Pendem julgamento embargos de declaração contra a Decisão, com objetivo de permitir que a AGOE aconteça sem a inclusão de matéria extraordinária na ordem do dia;
 - Não seria caso de Fato Relevante porque a Decisão é informação pública e acessível por qualquer pessoa, tal como qualquer outra proferida na recuperação judicial.

III. ACUSAÇÃO

18. A Acusação entende que a Decisão seria fato relevante pois (i) o rebalanceamento das ações causaria efeitos relevantes nos direitos econômicos e políticos dos acionistas, o que a própria decisão afirmou³, e (ii) a própria Saraiva reconheceu a relevância no Agravo, ao falar

³ “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).”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

das consequências da decisão.

19. A relevância também seria corroborada pela controvérsia quanto à suspensão de assembleias, anteriormente convocadas para deliberar sobre o novo aumento de capital e sobre o prazo para reversão do desbalanceamento da proporção de ações.

20. Para a Acusação, o argumento da Saraiva de que só teria tomado conhecimento da decisão em 11.4.2023, um dia após a notificação da B3 sobre a oscilação atípica, contrariaria o previsto no art. 4º da RCVM nº 44, parágrafo único, que impõe a obrigação de inquirir as pessoas com acesso a possíveis fatos relevantes quando constatada uma oscilação atípica.

21. Faz referência ao departamento jurídico cuja estrutura teria por objetivo acompanhar publicações, intimações e decisões nos processos judiciais, que o DRI afirmou possuir. Assim, entende que ele tinha plena condição de diligenciar no sentido de obter informações relativas ao processo de Recuperação Judicial para verificar se havia fato relevante a ser divulgado.

22. Sobre o argumento de que não seria possível determinar se a oscilação atípica teria ou não relação com a decisão judicial, afirma que, no caso de verificação de oscilação atípica, a regra é a divulgação imediata de fato relevante e o DRI só pode deixar de fazê-lo se puder afirmar, “*a partir de fatos concretos*”, que a oscilação se deve a outros elementos.

23. Afirma que a circunstância de a decisão ser informação pública não exime a companhia de divulgá-la por fato relevante, por não haver na definição do art. 2º da Resolução CVM 44 qualquer requisito a esse respeito. Argumenta que a própria Saraiva optou pela divulgação de outra decisão judicial, que havia suspenso a AGE que se realizaria em 31.1.2023.

24. Afirma que ser passível de recurso não retira a relevância da Decisão.

25. Conclui que o DRI infringiu o **art. 157, §4º, da Lei nº 6.404/1976 e art. 3º c/c artigo 6º, parágrafo único, e artigo 4º, parágrafo único da Resolução CVM nº 44/2021**, ao não adotar tempestivamente as providências necessárias e não divulgar Fato Relevante informando da decisão judicial de 10.4.2023, mesmo após alertado pela B3 acerca da oscilação atípica.

IV. DEFESA

26. ***Andamentos ou decisões em sede de RJ não deveriam configurar fato relevante.*** Alega que o proferimento de decisão judicial da RJ não está tipificado como “fato relevante” a implicar responsabilidade do DRI em divulgá-lo ao mercado, conforme art. 2º, caput da RCVM 44, argumentando também que apenas poderia ser considerado fato potencialmente relevante o próprio pedido de recuperação judicial, conforme parágrafo único, XXII, do dispositivo.

27. Não se enquadrando nos critérios pré-definidos pela CVM, seria preciso observar o contexto fático para determinar o que seria relevante, ao que se aplicaria a “*business judgment rule*”. Além disso, tendo em vista que é um processo ocorrendo por mais de cinco anos, caso toda e qualquer decisão ensejasse sua divulgação como “fato relevante”, o trabalho do DRI



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

seria excessivamente burocrático. A exigência dessa forma de publicação ampla iria pulverizar os fatos relevantes da Companhia em inúmeras divulgações inúteis, prejudicando a divulgação daqueles fatos que realmente iriam importar para o acompanhamento do acionista.

28. As questões relativas à Recuperação Judicial só vinham sendo divulgadas ao mercado por meio de fato relevante quando envolvessem o protocolo e o deferimento do pedido de recuperação judicial, ou quando envolvessem questões atinentes ao Plano de Recuperação Judicial, pois estas envolviam diretamente as ações da Saraiva.

29. Decisões judiciais são informações públicas, divulgadas virtualmente e de fácil acesso por qualquer interessado, de modo que não seria possível falar em assimetria informacional.

30. ***Não punibilidade do juízo de valor do DRI.*** A defesa alega que não entendeu necessária a divulgação da decisão judicial pois esta não havia cancelado a AGOE agendada, tampouco teria inovado em qualquer questão que já não fosse de conhecimento do mercado, apenas confirmando questão já de conhecimento geral, o desbalanceamento das ações da Companhia. Além disso, sustenta que não se pode punir o DRI por realizar o juízo de valor acerca do que deve ou não ser divulgado como fato relevante.

31. ***Conduta “maliciosa” da denunciante.*** Afirma que a denunciante é acionista da Saraiva e tem agido de maneira prejudicial à Companhia, instaurando denúncias infundadas contra os diretores, inclusive acusando-os de falsificar documentos. Suas ações seriam precipitadas e maliciosas e visariam a tumultuar os processos e prejudicar a administração da empresa.

32. ***Dever de balanceamento das ações seria fato notório.*** Afirma que a necessidade de balanceamento é fato notório desde 2021 e a Decisão Judicial nada inovou sobre a matéria. Esta sequer teria indicado qual deveria ser o critério de conversão (valor) das ações preferenciais em ordinárias, nem indicou a quantidade de ações a serem convertidas.

33. Portanto, não haveria fato “relevante” a ser obrigatoriamente divulgado pois o mercado já tinha conhecimento de que haveria um momento em que as ações seriam balanceadas, tendo a Decisão Judicial apenas fixado que isto deveria ocorrer antes de novas providência no âmbito da Companhia, tal qual o aumento de capital social.

34. Dessa forma, a defesa pontua que o DRI não teria o controle imediato sobre a informação a partir do momento em que é juntada aos autos do processo da RJ, pois, como qualquer indivíduo poderá acessá-la e, após, repassá-la a quem quer que seja, em tese, poderia fazer com que terceiros tomem conhecimento da informação antes desta ser até mesmo conhecida pelo DRI.

35. ***A decisão não teria caráter definitivo e material.*** Sustenta não violação do art. 157, §4º, da Lei 6.404, e do art. 3º da Res. CVM nº 44, ao afirmar que só deveria haver a divulgação quando a informação tiver efetivo grau de materialidade, conforme precedentes da CVM, sendo



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

que a decisão estaria em suspensão pela interposição do Agravo de Instrumento por parte da Saraiva, de maneira que a sua divulgação teria sido considerada pelo DRI como prematura e possivelmente prejudicial aos acionistas que poderiam tomar decisões “precipitadas”.

36. ***Tempestividade na divulgação por meio de Comunicado ao Mercado.*** O DRI teria entendido que, apesar de a decisão não configurar fato relevante, deveria ser levado a conhecimento do mercado por comunicado, que teria sido feito de forma tempestiva e de acordo com o princípio da razoabilidade pois a Decisão Judicial teria sido objeto do comunicado tão logo fora disponibilizada no DJE, em 11.4.2023, antes da sua publicação formal, ocorrida em 12.4.2023. Sustenta aplicação por analogia do art. 159, §6º, da Lei 6.404, afastando a responsabilidade do administrador se atuou de boa-fé e no interesse social.

37. ***Inexistência de movimentações “atípicas” e da prova de que a Decisão Judicial seria fato determinante da oscilação.*** A Companhia havia registrado no dia 10.04.2023 movimentações significativas realizadas por apenas dois acionistas da Companhia, tendo um movimentado 7.000 ações preferenciais, e outro movimentado 17.900 ações preferenciais, de modo que o valor da ação preferencial variou, ao longo do pregão, apenas em R\$ 0,19, e a ação ordinária em R\$ 1,37. Isto afastaria a tese de que teria havido oscilação atípica por força da Decisão Judicial, de modo que o DRI não entendeu à época que a decisão pudesse justificar a oscilação supostamente atípica das ações.

38. Por fim, a defesa entende que o período apresentado de um dia deveria ser considerado um parâmetro muito pequeno de análise para o caso de uma oscilação atípica.

V. PRODUÇÃO DE PROVAS

39. Em 28.11.2024 (2207725) proferi despacho com pedido de produção de provas sobre (i) as medidas que o Acusado afirma ter tomado entre o recebimento do Ofício da B3 de 10 de abril, informando sobre a oscilação atípica ocorrida naquela data, e a publicação do Comunicado ao Mercado em 11 de abril; (ii) em que momento e de que forma tomou conhecimento da decisão judicial no dia 11 de abril e o motivo pelo qual o comunicado ao mercado sobre a matéria foi divulgado às 19h46 daquele dia.

40. Tempestivamente, em 12.12.2024, Jorge Saraiva apresentou sua manifestação (2220602) afirmando, em síntese, que:

- a) “[T]ão logo o Acusado 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), o DRI avaliou tal conteúdo (ou seja, com base em seu conhecimento técnico, exerceu juízo de valor acerca do conteúdo da decisão proferida) e, à luz das normas vigentes em especial o art. 2º da Res. CVM nº 44/2021, que traz diretrizes/tipicidade para os atos que seriam considerados ‘fatos relevantes’ - verificou que a Decisão Judicial não tratava de qualquer assunto novo que, na visão dele, DRI, pudesse causar impacto econômico-financeiro no



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

mercado, ou que pudesse ser considerado relevante ao ponto de influenciar significativamente as movimentações das ações da Companhia.”

- b) “diante de tal análise, o Acusado, por cautela, entendeu que era o caso de se divulgar a questão relativa à Decisão Judicial por meio de um ‘Comunicado ao Mercado’ (vide fls. 18/19), o qual é medida igualmente correta para divulgação de informações que, embora sejam importantes para o mercado e para os acionistas, não se enquadram tipicamente, e a critério do DRI, como ‘fato relevante’.”
- c) “Tal Comunicado ao Mercado, destaque-se, foi divulgado no dia 11/04/2023, data que, além de ter respeitado integralmente o prazo concedido pela B3 (fls. 20/21), representou exatamente o dia de disponibilização da Decisão Judicial no Diário de Justiça Eletrônico (‘DJE’).”
- d) “Quanto ao horário de divulgação, tem-se 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.”
- e) “Os horários de negociação no mercado de ações, previstos no site da B3, se iniciam às 09h30 e finalizam às 18h45. Dessa forma, buscando justamente respeitar tal normativa, a divulgação do Comunicado ao Mercado se deu após às 18h45, evitando qualquer influência na negociação de ações.”

VI. FORMALIDADES

- 41. O Parecer da PFE sugeriu dois ajustes, (i) na redação do Termo de Acusação de modo a apontar que o Acusado responde na qualidade de DRI e não de Presidente, e (ii) que se incluísse o §4º do art. 157 da Lei 6404/04 na tipificação legal da conduta (1797760). O Termo de Acusação incorporou os ajustes sugeridos (1798163).
- 42. Em Reunião do Colegiado de 15.08.2023 (1849004), fui sorteado Relator.
- 43. Em 28.2.2025, foi publicada pauta de julgamento no Diário Eletrônico da CVM, em cumprimento ao disposto no art. 49 da Resolução CVM nº 45/2021.

Rio de Janeiro, 25 de março de 2025

João Accioly

Diretor Relator



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

FOLHA DE ASSINATURA

DO RELATÓRIO DJA

(Doc. nº 2289602)

Assina o Relatório DJA, nos termos do Doc. nº2289602.

João Accioly
Diretor Relator



Documento assinado eletronicamente por **João Carlos de Andrade Uzêda Accioly, Diretor**, em 28/04/2025, às 13:01, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **2289604** e o código CRC **8D59D60E**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **2289604** and the "Código CRC" **8D59D60E**.*



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 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.



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. 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.

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 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 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 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

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. em 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



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

FOLHA DE ASSINATURA

DO VOTO DJA

(Doc. nº 2289603)

Assina o Voto DJA, nos termos do Doc. nº2289603.

João Accioly
Diretor Relator



Documento assinado eletronicamente por **João Carlos de Andrade Uzêda Accioly, Diretor**, em 28/04/2025, às 13:01, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **2289605** e o código CRC **5375A1E4**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **2289605** and the "Código CRC" **5375A1E4**.*



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 PAS¹ 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”)², 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

¹ 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”).

² 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

judicial determinando, dentre outros, a realização de reestabelecimento da proporção³ 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 28/04/2023.⁴

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-SLS⁵ 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.

³ 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).

⁴ 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).

⁵ 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

9. Sobre o tema, ressaltou que a CVM tem no regime informacional um de seus principais pilares de funcionamento⁶, que busca garantir a higidez do Mercado de Capitais e a prevenção de eventuais falhas estruturais que possam prejudicar o seu funcionamento eficiente.⁷

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.⁸

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.⁹ A regulação exige que a informação relevante seja disseminada de forma equânime e tempestiva.¹⁰

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

⁷ 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.

⁸ 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”.

⁹ “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)

¹⁰ 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

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 acionistas¹¹, têm consequências no aumento de capital pretendido e, conseqüentemente, na situação econômico-financeira da Companhia. Além disso, a decisão tinha o potencial de impactar as cotações dos valores

¹¹ 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

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.¹²

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

¹² 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

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 exige 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.¹³ 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 divulgada¹⁴, 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

¹³ 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.

¹⁴ 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

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 45/2021.¹⁵

(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

¹⁵ 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

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 autos¹⁶, 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

¹⁶ 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

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 44/2021.¹⁷⁻¹⁸

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 defesa¹⁹, 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.*”²⁰

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.²¹

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

¹⁷ 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.*”

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

¹⁹ Doc. nº 1842353, pp. 19 e 20.

²⁰ Doc. nº 1842353, p. 20.

²¹ 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

único, da Resolução CVM nº 44/2021 e com a jurisprudência do Colegiado da CVM²² – 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 pregão²³⁻²⁴.

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

²² 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.

²³ 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.

²⁴ 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)



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

FOLHA DE ASSINATURA

DO VOTO PTE

(Doc. nº2289778)

Assina o Voto em Sessão de Julgamento PTE, nos termos do Doc. nº 2289778 .

JOÃO PEDRO NASCIMENTO
Presidente



Documento assinado eletronicamente por **João Pedro Barroso do Nascimento, Presidente**, em 31/03/2025, às 10:10, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **2289804** e o código CRC **FC33E785**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **2289804** and the "Código CRC" **FC33E785**.*



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

www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.003714/2023-01

Reg. Col. 2911/23

- Acusados:** Jorge Saraiva Neto
- Assunto:** Apurar a ocorrência de infração 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, por supostamente não adotar tempestivamente as providências necessárias e não divulgar fato relevante
- Relator:** Diretor João Accioly

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

1. Acompanho as conclusões do Diretor Relator, mas faço esse registro apartado para tecer algumas considerações sobre aspectos que se mostraram relevantes para o meu convencimento.
2. Como é cediço, ao ser constatada oscilação atípica na cotação dos valores mobiliários, o Diretor de Relações com Investidores tem a obrigação de envidar esforços razoáveis para investigar as razões por trás de tal movimentação, o que inclui questionar as pessoas que potencialmente tenham acesso a atos ou fatos relevantes para a companhia. Caso tome conhecimento da existência de um fato relevante que possa de alguma forma ter “vazado”, o administrador deve, o quanto antes, proceder à sua divulgação, mesmo que não haja absoluta certeza de que tal fato tenha causado referida oscilação¹.
3. A meu ver, nada disso foi devidamente observado pelo acusado no presente caso.
4. Trato, primeiramente, das razões que me levam a entender pelo descumprimento do art. 4º, parágrafo único, da Resolução CVM nº 44/2021, para então discorrer sobre a violação

¹ Cf., nesse sentido, PAS CVM nº RJ2008/5752, Dir. Rel. Marcos Pinto, j. em 27/01/2009.



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

www.cvm.gov.br

ao art. 157 da Lei nº 6.404/1976 e aos arts. 3º c/c art. 6º, parágrafo único, da mesma Resolução CVM nº 44/2021.

Inquirição das pessoas com acesso a atos ou fatos relevantes

5. Após a decisão judicial ser disponibilizada nos autos do processo da recuperação judicial da Saraiva às 11:30 de 10/04/2023², a B3 questionou a Companhia sobre a oscilação atípica verificada no pregão desse dia às 13:48, com base somente nos dados disponíveis até 12:55³.

6. Em uma situação como a da Saraiva, sociedade envolvida em processo de recuperação judicial, a apuração diligente das causas de uma oscilação atípica na cotação das ações deveria incluir a verificação de desdobramentos processuais, inclusive junto aos seus assessores jurídicos no processo. Com efeito, o parágrafo único do art. 4º da Resolução CVM nº 44/2021 preconiza que essa verificação deve ser feita junto às pessoas com acesso a atos ou fatos relevantes, o que, como fica claro nesse contexto, não se limita a acionistas e administradores.

7. Embora decisões judiciais sejam públicas, isso não exime a companhia da obrigação de divulgar fato relevante⁴, de modo a assegurar o amplo e indistinto acesso a essa informação pelo público investidor, e não criar “uma assimetria informacional entre o mercado em geral e aqueles que, por qualquer motivo, acompanham o desenrolar da recuperação judicial”⁵.

8. Não por outra razão, a SEP alerta, em seu ofício-circular anual⁶ que:

“competem aos administradores e acionistas controladores [...] avaliar a necessidade de divulgação de sentenças proferidas no âmbito de processos, inclusive arbitrais, de que tenham conhecimento, quando essas puderem se caracterizar como informação relevante, capaz de afetar as decisões dos investidores de comprar, vender ou manter os valores mobiliários emitidos pela companhia”.

² Doc. nº 1776129, p. 7.

³ Doc. nº 1776129, p. 18.

⁴ PAS CVM nº RJ2006/5928, Dir. Rel. Pedro Marcilio, j. em 17/04/2007; PAS CVM nº RJ2006/9068, Dir. Rel. Marcos Pinto, j. em 02/10/2007.

⁵ PAS CVM nº 19957.009116/2018-71, Rel. Pres. Marcelo Barbosa, j. em 03/12/2019.

⁶ Cf., nesse sentido, o Ofício Circular Anual 2024 CVM/SEP, p. 82.



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

www.cvm.gov.br

9. E, como acertadamente descreveu o Diretor Relator, não foi isso que ocorreu no presente caso.

10. Em decorrência do questionamento da B3, a Companhia divulgou um comunicado ao mercado somente após o fim do pregão do dia seguinte, 11/04/2023, em que, apesar de referir a decisão judicial em questão, declarou “desconhecer qualquer ato ou fato que não tenha sido divulgado ao mercado e po[deria] justificar a oscilação observada na negociação das ações de sua emissão” após ter questionado “seus acionistas controladores e administradores” a esse respeito.

11. A meu ver, não há rigorosamente nada que justifique uma demora de mais de 24hs para a apuração e a divulgação de uma informação de fácil acesso para o jurídico da Companhia e para os assessores externos desta. De modo semelhante, não convence o argumento de que a decisão judicial e seus efeitos não teriam o condão de, ao menos hipoteticamente, afetar a cotação das ações de emissão da Companhia.

12. Entendo que o DRI tinha plenas condições de diligenciar para obter informações relativas ao processo de recuperação judicial a fim de verificar se havia algum fato relevante a ser divulgado, empregando a celeridade necessária para proceder com tal divulgação de maneira tempestiva.

13. Ante o exposto, considero que o acusado descumpriu o art. 4º, parágrafo único, da Resolução CVM nº 44/2021.

Não divulgação de fato relevante

14. Como corretamente reconheceu o Diretor Relator, a decisão judicial em questão caracterizava um fato relevante e, por consequência, deveria ter sido divulgada após o fechamento do pregão de 10/04/2023 como tal.

15. O eventual rebalanceamento da proporção entre ações preferenciais e ordinárias da Companhia afetaria os direitos econômicos e políticos dos acionistas, influenciando a decisão de investidores de negociar essas ações.

16. Disso decorre que o único formato admitido para a divulgação da informação é o de fato relevante – não o de comunicado ao mercado. É verdade que a determinação se um fato



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

www.cvm.gov.br

é ou não relevante impõe, como diz o Diretor Relator, um juízo interpretativo – mais precisamente, um cotejamento da realidade com a obrigação normativa.

17. No entanto, ao contrário do que argumenta a defesa, a decisão final não se reveste de caráter negocial, uma vez que se trata apenas de hipótese de cumprimento (ou não) da lei e da regulamentação aplicável. Isto quer dizer que, mesmo se a decisão tivesse sido tomada de maneira informada, desinteressada e refletida, estes aspectos procedimentais não afastam a condenação se, no entendimento deste Colegiado, a conclusão do DRI, seja pela não divulgação de fato relevante, seja pela divulgação de comunicado ao mercado em seu lugar, estiver errada.

18. E, em um caso como este, não seria sequer possível falar no afastamento da responsabilização do DRI por conta da razoabilidade da decisão ou de sua boa-fé, tendo em vista a oscilação atípica verificada nas ações da Saraiva, que impõe a divulgação imediata de fatos relevantes, conforme art. 6º, parágrafo único, da Resolução CVM nº 44/2021⁷.

19. Aproveito para tratar de uma outra questão incidental, ligada ao momento da divulgação do comunicado que se pretendeu que fizesse as vezes de fato relevante.

20. O argumento de que a Companhia só conseguiria verificar detalhes sobre os volumes de negociação dois dias úteis depois do fato não se sustenta. Tampouco é relevante, para fins de cumprimento do comando normativo, a constatação de que tais movimentações estariam atreladas somente a dois acionistas.

21. Reconheço que é legítima a prática de divulgar fato relevante referente a decisões proferidas no âmbito do processo de recuperação judicial apenas após sua publicação no Diário da Justiça Eletrônico, o que costuma acontecer dois dias úteis após a disponibilização da decisão nos autos. Como apontou o Relator em seu voto, essa prática é compatível com a presunção de que companhias tomam ciência de decisões judiciais somente após sua publicação⁸.

⁷ Art. 6º [...]. Parágrafo único. As pessoas mencionadas no caput ficam obrigadas a, diretamente ou por meio do Diretor de Relações com Investidores, divulgar imediatamente o ato ou fato relevante, na hipótese de a informação escapar ao controle ou se ocorrer oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados.

⁸ No mesmo sentido, cf. PAS CVM nº RJ2018/5064, Rel. Dir. Flávia Perlingeiro, j. em 25/05/2021.



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

www.cvm.gov.br

22. No entanto, essa prática não estabelece um marco temporal rígido para a divulgação de fato relevante. Tal obrigação surge a partir do momento em que a companhia toma ciência do fato, o que pode ocorrer antes da efetivação da publicação, por meio de consulta aos autos do processo, ou por meio de questionamento aos assessores jurídicos que nele atuam, por exemplo.

23. No presente caso, a presunção de que a companhia só teria acesso à decisão judicial na data de sua publicação cai por terra diante da constatação de uma oscilação atípica nas ações no mesmo dia de sua disponibilização nos autos, em 10/04/2023, que, por sua vez, motivou o questionamento da B3.

24. Nesse cenário, como já afirmei, o Diretor de Relações com Investidores deveria ter averiguado se essa movimentação não poderia estar relacionada ao processo de recuperação judicial em andamento, para divulgar o fato relevante após o fechamento do pregão naquele dia, sem esperar pela disponibilização da decisão no Diário da Justiça Eletrônico, no dia seguinte, ou a efetivação dessa publicação, dois dias depois.

25. Em resumo, entendo que o art. 157 da Lei nº 6.404/1976 e aos arts. 3º c/c art. 6º, parágrafo único, da Resolução CVM nº 44/2021 foram descumpridos.

Conclusão

26. Feitas essas considerações, acompanho as conclusões do Relator em relação à condenação de Jorge Saraiva Neto, na qualidade de Diretor de Relações com Investidores da Saraiva, pela infração ao art. 157, §4º, da Lei nº 6.404/1976, ao art. 3º c/c art. 6º, parágrafo único, e ao art. 4º, parágrafo único, todos da Resolução CVM nº 44/2021.

Rio de Janeiro, 25 de março de 2025.

Marina Copola

Diretora