



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.gov.br/cvm

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM 19957.003175/2020-50

Reg. Col. nº 2007/20

- Acusados:** Jorge Eduardo Saraiva
Jorge Saraiva Neto
Olga Maria Barbosa Saraiva
- Assunto:** Apurar eventuais irregularidades em processo de aumento de capital social, relativas a (i) diluição injustificada, em infração aos arts. 153 c/c 170, §§1º e 7º, da Lei nº 6.404/1976; e ao art. 2º, IX, do Anexo 30-XXXII da Instrução CVM nº 480/2009; e (ii) conflito de interesses, em violação aos arts. 115, §1º, e 156 da Lei nº 6.404/1976
- Relator:** Diretor Alexandre Costa Rangel
- Voto:** Presidente João Pedro Barroso do Nascimento

INTRODUÇÃO

1. Como bem pontuado no Relatório e no Voto do Dir. Relator Alexandre Costa Rangel, trata-se de processo em face de (i) Jorge Eduardo Saraiva, acionista controlador e membro do conselho de administração da Saraiva Livreiros S.A. – Em Recuperação Judicial (“Saraiva” ou “Companhia”); (ii) Jorge Saraiva Neto, conselheiro de administração da Companhia; e (iii) Olga Maria Barbosa Saraiva, conselheira de administração da Saraiva (“Olga Saraiva” e, em conjunto com Jorge Eduardo Saraiva e Jorge Saraiva Neto, “Acusados”), em que a Acusação traz imputações de:

- (i) Diluição Injustificada. O primeiro assunto consiste na suposta ocorrência de diluição injustificada no processo de aumento de capital social aprovado na reunião do conselho de administração realizada em 03.11.2019 (“RCA”). Por isso,



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.gov.br/cvm

foi imputada em face de todos os Acusados, na qualidade de membros do conselho de administração, violação ao **art. 153 c/c art. 170, §§ 1º e 7º, da Lei nº 6.404/1976**; e **art. 2º, inciso IX do Anexo 30-XXXII da Instrução CVM nº 480/2009**;

- (ii) Conflito de Interesses. O segundo diz respeito ao exercício abusivo do direito de voto de Jorge Eduardo Saraiva na aprovação da capitalização do AFAC detido por ele contra a Companhia. Nesse sentido, (a) como acionista controlador, foi acusado de violação ao **art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/1976**, por ter votado favoravelmente à aprovação da matéria na assembleia geral extraordinária realizada em 31.10.2019 (“AGE”); e (b) como membro do conselho de administração da Companhia, foi acusado de violação ao **art. 156 da Lei nº 6.404/1976**, pelo exercício do direito de voto na RCA, aprovando matéria na qual possuía interesse conflitante com o da Companhia.

DILUIÇÃO INJUSTIFICADA

2. Em relação à acusação de diluição injustificada, acompanho o entendimento do Diretor Relator no sentido de que não houve diluição injustificada no Aumento de Capital aprovado na RCA, uma vez que:

- (i) O Aumento de Capital era necessário e o preço de emissão foi fixado de acordo com o critério de perspectiva de rentabilidade futura e dentro de parâmetros previstos no **art. 170, §1º, da Lei nº 6.404/1976**, em contexto no qual as ações de emissão da Companhia não tinham liquidez no mercado secundário;
- (ii) Não há evidências de que o preço de emissão, abaixo do valor de cotação em bolsa, foi estabelecido de forma artificial, de modo a promover a diluição desproporcional dos acionistas que não acompanhassem o Aumento de Capital;



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.gov.br/cvm

- (iii) O preço de emissão e seu respectivo critério são desdobramentos do Plano de Recuperação Judicial (Doc. SEI nº 1149087), não tendo sido definidos isoladamente pelos Acusados; e
- (iv) O preço de emissão foi resultado de processo decisório razoável e bem-informado (*reasonable decision-making process*), com base em Laudo de Avaliação (Doc. SEI nº 11499091) e Parecer Técnico (Doc. SEI nº 1149092), que contemplaram informações e documentos capazes de proporcionar assessoria técnica especializada, útil e conveniente ao exame do conteúdo do tema, inclusive com relação aos aspectos econômicos que determinaram a escolha do critério adotado, em observância ao disposto no **art. 170, §7º, da Lei nº 6.404/1976**.

CONFLITO DE INTERESSES

3. Para além da acusação sobre diluição injustificada, o caso reascende a polêmica do conflito de interesses e traz consigo a controvérsia relativa à escolha do *critério formal* ou do *critério substancial* para determinar a existência ou não do conflito de interesses no exercício do direito de voto em sociedades anônimas.
4. O voto do Diretor Relator já se aprofundou nas principais questões teóricas, com análise de doutrina e jurisprudência, o que, no caso concreto, me permite ser mais conciso e objetivo.
5. Resumidamente, a reflexão central sobre o **conflito de interesses** é antiga e se refere à interpretação do **art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/1976**, em que:
 - (i) De um lado, pelo *critério formal*, entende-se que diante de uma situação de potencial conflito de interesses o acionista *ex ante factum* está proibido de exercer o direito de voto na matéria submetida à Assembleia Geral; e



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.gov.br/cvm

(ii) De outro lado, pelo *critério substancial*, admite-se que em casos de potencial conflito de interesses o acionista exerça o direito de voto e, *ex post factum*, após a análise material do caso concreto, caso se verifique que o voto foi exercido em violação ao interesse social: aplicar-se-ão os remédios previstos no **artigo 115, §4º, da Lei nº 6.404/1976**.

6. Tenho convicção de que o *critério substancial* é o que melhor se aplica para a disciplina do conflito de interesses no exercício do direito de voto em Assembleias Gerais de sociedades anônimas, sendo essa a visão que tenho defendido há anos¹, seguindo a melhor doutrina sobre a matéria² e acompanhando casos paradigmáticos da CVM³.

7. Entretanto, é importante que se diga, que é justamente por defender o *critério substancial* que a tarefa de julgar um caso como este se torna ainda mais difícil, uma vez que é necessária a análise cuidadosa dos fatos e das características do caso concreto, a fim de se verificar se após o exercício do direito de voto houve *de fato* conflito de interesses e, desse modo, poder se determinar se o caso é passível de *condenação* ou *absolvição*.

8. As reflexões casuísticas sobre conflito de interesses dialogam diretamente com a própria análise da acusação de diluição injustificada formulada em face dos Acusados. Portanto, no meu entendimento, não procedem as acusações de abuso do poder de voto

¹ NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Conflito de Interesses no Exercício do Direito de Voto nas Sociedades Anônimas*. In Temas de Direito Empresarial. São Paulo: Quartier Latin, 2022. pág. 39, em republicação do artigo originalmente publicado em **RDB (1ª Parte)**, v. 24, 2004, pp. 140-156, **RDB (2ª Parte)**, v. 25, 2004, pp. 82-103.

² Em benefício da objetividade, refiro-me a “FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de Interesses nas Assembléias de S.A.** São Paulo: Malheiros Editores, 2ª ed./2014”, em referência aos muitos autores que já escreveram em defesa do critério substancial.

³ Como exemplo, cita-se os casos: (i) Inquérito Administrativo nº TA-RJ2002/1153, Dir. Rel. Voto Vencedor Wladimir Castelo Branco, j. 06 de novembro de 2002, com destaque especial ao voto do Dir. Luiz Antônio Sampaio Campos; (ii) Processo CVM nº RJ2004/5494, Dir. Rel. Wladimir Castelo Branco, j. 16 de dezembro de 2004; (iii) PA CVM nº RJ2009-5811, Rel. SEP, j. 28.07.2009; e (iv) Processo CVM nº 19957.007563/2017-12, Dir. Rel. Gustavo Borba, j. 29 de agosto de 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

www.gov.br/cvm

em decorrência de manifestação de voto em conflito de interesses ou em benefício particular formuladas em face do acusado Jorge Eduardo Saraiva.

(i) como acionista controlador da Companhia, de infração ao **art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/1976**, uma vez que:

(a) Não houve abuso do direito de voto (cf. *caput* do art. 115 da Lei nº 6.404/1976), considerando que os requisitos exigidos para sua configuração não estão presentes *in casu*;

(b) O art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/1976 não proíbe o acionista previamente de votar nos casos em que supostamente há conflito de interesses, sendo necessária a análise casuística da substância do voto exercido e o contexto em que o direito de voto se deu para que se pudesse concluir pela regularidade ou não do voto, o que apenas pode ocorrer *a posteriori*. Dentro desta lógica, analisei as características do caso concreto e não verifiquei interesse particular efetivamente colidente e inconciliável com o interesse da Companhia, não tendo se demonstrado dano, atual ou potencial, para a Companhia resultante do voto exercido;

(c) Não há, no mérito do voto proferido pelo acusado Jorge Eduardo Saraiva, interesse conflitante com os da Companhia, havendo na verdade, em sentido oposto, uma convergência de interesses, em contexto muito peculiar de Recuperação Judicial em que a Companhia precisava de aportes de capital, a fim de enfrentar grave situação de crise econômico-financeira; e

(d) Também não há benefício particular no voto proferido pelo Acusado na AGE, na medida em que foi outorgado aos demais acionistas da Companhia o direito de subscrever as novas ações no âmbito do Aumento de Capital.

(ii) como membro do conselho de administração da Companhia, de violação ao **art.**



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.gov.br/cvm

156 da Lei nº 6.404/1976, uma vez que:

(a) Adoto a tese do conflito material e, portanto, não entendo adequada a proibição prévia à atuação do administrador;

(b) Após avaliação do mérito sobre os interesses envolvidos, entendo que a manifestação do acusado na RCA se deu em atenção aos interesses da Companhia, uma vez que o Aumento de Capital e o preço de emissão das ações estabelecido convergiu com o previsto no item 11.6 (iii) do Plano de Recuperação Judicial (Doc. SEI nº 1149087) e com os interesses da Companhia;

(c) Sendo assim, não restou configurado no caso concreto um interesse conflitante do administrador com os interesses da Companhia, não existindo, portanto, violação ao **art. 156 da Lei nº 6.404/1976**.

9. Registrada a minha absolvição em relação a todas as imputações *in casu*, peço atenção às hipóteses em que é recomendada a abstenção de administradores e/ou acionistas em deliberações sociais. No caso concreto, por exemplo, a eventual abstenção de voto de Jorge Eduardo Saraiva na Reunião do Conselho de Administração do dia 03 de novembro de 2019 ainda resultaria na aprovação das matérias e evitaria alguns dos elementos da imputação do Termo de Acusação submetidos à apreciação do Colegiado desta autarquia⁴.

10. Além disso, o Parecer de Orientação CVM nº 35/2008, apesar de abordar hipóteses de operações societárias envolvendo a sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum, leciona que procedimentos objetivos

⁴ Na oportunidade da Reunião do Conselho de Administração (Doc. SEI nº 1149094), as pautas foram aprovadas por unanimidade dos conselheiros, de modo que os quóruns de instalação e de deliberação haviam sido atendidos, não existindo a necessidade do voto do Sr. Jorge Eduardo Saraiva para a aprovação das matérias.



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.gov.br/cvm

podem (*e devem*) ser adotados pelos administradores para a garantia do cumprimento de seus deveres fiduciários.

11. Finalizo com a mensagem de que este caso é paradigmático em relação à sedimentação do conflito material com esta atual composição do Colegiado da CVM⁵.

12. A controvérsia entre *critério formal* e *critério material* é antiga no Brasil e o posicionamento desta Autarquia se alterou em algumas ocasiões no passado em função da composição dos integrantes do Colegiado. Diante dessa incerteza, trabalharemos em um posicionamento institucional para dar mais previsibilidade aos regulados e integrantes do mercado de capitais sobre o tema.

CONCLUSÃO

13. Por todo o exposto, acompanho os fundamentos e as conclusões do Diretor Relator e voto pela absolvição dos Acusados das imputações formuladas pela Acusação.

É como voto.

Rio de Janeiro, 16 de agosto de 2022.

João Pedro Barroso do Nascimento

Presidente

⁵ O critério material do conflito de interesses foi recentemente defendido pelo próprio Diretor Alexandre Costa Rangel em caso referente ao artigo 156 da Lei 6.404/1976 (PAS CVM nº RJ2018/8272, Rel. Flavia Perlingeiro, j. 23 de março de 2021).