



## 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 19957.003999/2021-19

Reg. Col. nº 2560/22

**Acusado:** Roberto Bellissimo Rodrigues

**Assunto:** Responsabilidade do DRI de Magazine Luiza S.A., por possível descumprimento ao disposto no art. 3º da Instrução CVM 358 c/c o art. 14 da Instrução CVM nº 480 e art. 30, V Instrução CVM 480.

**Relator:** Diretor Daniel Maeda

**Voto:** Diretor João Accioly

### MANIFESTAÇÃO DE VOTO

Acompanho integralmente as conclusões do ilustre voto do Diretor Relator, bem como seus fundamentos em relação aos quais apresento, sem abrir divergência, algumas considerações adicionais que me parecem relevantes em relação ao caso.

Em minha percepção de como transcorreram os fatos, a divulgação dos eventos questionada pela Acusação no Fato Relevante de 23.3.2020 foi inteiramente condizente com as qualificações de *full and fair*.

Em suma: nunca houve propriamente um “cancelamento” de dividendos, mas sim uma suspensão provisória da proposta. E isso foi a meu ver comunicado – embora de maneira indireta, muito claramente comunicado. De um lado, a suspensão da AGO/E necessariamente determina a suspensão da deliberação sobre dividendos; de outro, o fato relevante publicado foi expresso ao se referir a **novos documentos**, que seriam divulgados com a **nova data** da assembleia. Se fosse só adiamento, ainda se poderia cogitar que a companhia poderia estar passando uma ideia de que manteria a mesma proposta anteriormente feita; mas mencionar expressamente novos documentos implica necessariamente que as propostas seriam modificadas. Bastaria isso, a meu ver, para considerar *full* esse *disclosure*, mas o FR tinha ainda mais. Segue um trecho que me parece muito contundente nesse sentido (adicionei o destaque):

Infelizmente, nem o Magalu nem ninguém consegue prever, por ora, todos os eventos e impactos relacionados aos desdobramentos da pandemia provocada pelo novo coronavírus. Mas estamos atentos à evolução da situação no Brasil e diligentes com a manutenção operacional da Companhia e dos postos de trabalho. Importante ressaltar que o Magalu possui uma sólida estrutura de capital -- encerrou o quarto trimestre de 2019 com uma posição total de caixa e recebíveis de mais de R\$7 bilhões. **A despeito disso, toda a liderança da companhia está debruçada, neste momento, numa análise de contenção e reavaliação de despesas e investimentos.**



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Em outras palavras: o mundo está de ponta cabeça, estamos adiando uma assembleia, e iremos apresentar uma nova data e novos documentos. Enquanto *toda a liderança da companhia está debruçada. Numa reavaliação. De despesas e investimentos.* É exatamente o centro do que uma administração deve levar em conta quando decide se, e quanto, deve distribuir reinvestir seus excedentes: quanto deve ter de despesas, quanto deve manter de reservas, quanto deve investir, quanto deve pagar de dividendos. O *disclosure* deve ser *full and fair*, não *full and redundant*.

Aqui me parece conveniente uma retomada da cronologia das divulgações como um todo, que assim parafraseio, resumo e brevemente comento:

**Fevereiro** (17): Disponibiliza-se ata de RCA, que decide *propor* R\$ 112 milhões de dividendos mínimos, R\$ 58 milhões de JCP, e **até** R\$ 290 milhões de dividendos adicionais. Repito por extenso o destaque ao “até”, que constou do texto, mas parece ter sido ignorado pela Acusação.

**Março** (23): Publica-se fato relevante com a seguinte ideia geral: diante da pandemia, estamos fechando lojas físicas, focados na cautela, cuidados com a saúde, com nossa “*liderança debruçada sobre a reavaliação de despesas e investimentos*”. Estamos adiando a AGO/E. Quando for possível iremos divulgar “*nova data e novos documentos*” para a assembleia. Novos documentos, como bem destacado pela Defesa, incluem nova proposta. Note-se, ademais, que em março era necessário que houvesse alguma formalização para poder transferir tal quantia dos lucros a distribuir para a reserva de lucros, até porque as demonstrações financeiras seguiam a elaboração no calendário normal.

**Abril** (7): Publica-se comunicado ao mercado, com a seguinte mensagem em termos gerais: agora que finalmente editada a medida provisória permitindo o adiamento, já temos uma noção de quando vai ser possível realizar a assembleia. O adiamento da assembleia que publicamos alguns dias atrás ficou para julho. Assim a companhia pode “*ganhar tempo e clareza para definir a política de distribuição de dividendos a nossos acionistas*”.

**Mai** (25): Arquiva-se a ata da RCA, em que consta a decisão provisória de não propor os R\$ 290 milhões como dividendos adicionais. Embora o atraso no arquivamento não pareça ter sido calculado, entendo que, embora reprovável à luz das normas vigentes, foi até positivo em termos de informação, pois quando veio a ser arquivado já havia um contexto de absorção das informações de março e abril, em que se deixava clara a indefinição sobre os dividendos, enquanto o texto da ata, por si só, poderia sugerir uma falsa definitividade na decisão – sugestão essa tão mais forte quanto menos sofisticado fosse o leitor.

**Junho** (26): Quando finalmente convocada a AGO/E, com os *novos documentos*, eles anunciam a nova proposta de dividendos adicionais de R\$ 152 milhões – mais do que 50% dos R\$ 290 milhões que em fevereiro haviam sido anunciados como limite superior (“até”).

Diante dessa cronologia mais completa, fica mais evidente a adequação da divulgação



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

feita. Não se pode pinçar um aspecto isolado de um ato para julgar a conformidade dentro de um contexto geral – como bem exposto, focando em outros elementos, no voto do Relator.

Quanto ao aspecto de *fairness*, não se deve exigir que a política de divulgação faça todo detalhamento para o público investidor de desdobramentos automáticos daquilo que se divulga, ainda mais algo tão óbvio que se reflete no preço quando divulgado ao mercado tão imediatamente quanto possível. É certo que existem investidores sem um mínimo de sofisticação para saber, sem um desenho colorido, que se não tem assembleia não tem deliberação sobre dividendos, ou que novos documentos significam nova proposta etc. Mas não são esses que levam o preço a rapidamente refletir as informações disponíveis, isso quando leem fatos relevantes ou outras informações sobre fundamentos.

Ainda mais *fair* me parece quando se compara o que a companhia divulgou, com a conduta diversa implicitamente exigida pela Acusação, que seria divulgar um “cancelamento” que simplesmente nunca ocorreu efetivamente. Não havia decisão, porque esta compete à assembleia, e sim uma posição provisória. Divulgar um “cancelamento” de dividendos adicionais, como quis a Acusação, seria, isso sim, uma descrição falsa de qual era a posição da administração naquele momento. Na prática, por tudo o que se pode enxergar, não de uma análise míope do texto da ata da RCA e sim de uma visão abrangente de todos os demais aspectos de condutas praticadas antes de qualquer reação da CVM, a posição era de indefinição.

A indefinição era, em termos literais, compatíveis com a informação então disponível, obtida da ata da RCA publicada em fevereiro, que fala em dividendos adicionais de *até* R\$ 290 milhões. Daí, uma hipotética informação de que o CA “decidira cancelar” tais dividendos (algo fora de sua competência), como queria a Acusação, seria matematicamente **mais distante da** decisão que acabou sendo tomada (de pagar R\$ 152 milhões em dividendos adicionais) do que a suposta informação que a Acusação enxergou divulgada (de manter os R\$ 290 milhões).

Além desses aspectos que a meu ver indicam a adequação da divulgação, há ainda outro ponto, como bem demonstrado pela Defesa e inclusive reforçado da tribuna, que é a irrelevância da informação, em termos de incidência da obrigação de divulgá-la por meio de publicação de fato relevante. Aqui, reporto-me à análise da SMI. Neste ponto, diferentemente do eminente Relator, sou levado à conclusão, pelo teor do trabalho realizado, de que as características da própria informação prescindiriam até mesmo de sua divulgação, por não incidir a definição legal de relevância. Embora concorde com o Relator que o propósito da análise tenha sido outro, assim como outros fatores (necessários para caracterização de *insider trading* e não para o dever de divulgar) foram analisados e considerados ausentes, o pressuposto de *relevância* da informação é um único conceito jurídico dentro do contexto do regime informacional da regulação do mercado de capitais.

Quanto a isso, a SMI investigou a fundo o caso e concluiu que não havia *possibilidade* de impacto na cotação, reconhecendo uma desimportância da dimensão dos proventos



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

adicionais frente às especificidades da política de reinvestimento vs pagamento de dividendos e do histórico de reações dos investidores aos anúncios de proventos da companhia. A Defesa, nesse sentido, também traz os fundamentos para tanto: o segmento, e mais ainda a própria companhia, tem todas as razões para um alto reinvestimento, corroboradas por seu histórico.

Registro, nesse sentido, um ponto relevante da Acusação, que a PFE chegou a destacar na sessão de julgamento: o entendimento de que a suposta decisão de não pagar os dividendos adicionais seria “gravosa” para os investidores, o que, com todas as vênias, é simplesmente errado. É um erro grave. O dividendo não se perde ao não ser distribuído. Pelo contrário. O que não é distribuído é mantido em reserva ou reinvestido, o que decorre de uma decisão da administração voltada à obtenção dos maiores retornos possíveis para a companhia (vis-à-vis, por óbvio, os riscos), ou seja, em prol de ninguém menos que os investidores. Se o dividendo não é distribuído, seu valor esperado econômico é até superior do que se fosse distribuído – do contrário, a decisão seria por distribuí-lo.

A Defesa até faz breve menção à teoria da indiferença de Modigliani e Miller (n. de rod. 21), segundo a qual tanto faz o reinvestimento quanto a distribuição de dividendos, pois o acionista pode “fabricar” seus próprios dividendos vendendo ações da companhia que reinveste todo seu lucro. Isso, porque o dinheiro que não é distribuído está sendo reinvestido e em algum momento, mesmo que em longínquo futuro, necessariamente terá que ser distribuído (o contrário pressupõe que a companhia poderia crescer para sempre, uma impossibilidade econômica).

As premissas idealizadas do modelo dessa irrelevância teórica da política de dividendos precisam ser relaxadas ao lidar com fatos concretos, mas seu conceito central é importante e aplicável ao caso dos autos, e tão mais verificável quanto menores forem os dividendos relativamente ao resultado e quanto curto for o intervalo de tempo em que se faz uma comparação entre pagar e não pagar dividendos. No limite, ela se materializa e se “comprova” quando há eventos de efetivo pagamento de dividendos, em que a diferença de preço entre ações *cum* e *ex* dividendos tende a ser basicamente o montante dos dividendos por ação: enquanto não é pago um dividendo de, e.g., R\$0,04 (como o que os R\$ 290 milhões representariam por ação), a ação vale R\$  $x$ . Assim que deixa de ter direito aos R\$, ela vale R\$  $x - 0,04$ . Receber ou não receber quatro centavos (ou dois centavos, se levamos em conta que acabaram sendo pagos mais que 50% dos R\$ 290 milhões) simplesmente tinha relevância, pois se não fossem distribuídos continuariam no preço da ação.

É claro que a política de investimentos é uma *matéria* relevante. Mas não se pode verificar em abstrato. É verdade que dividendos importam, que são indicativos de saúde financeira etc. Mas isso é verdade em abstrato, precisa ser avaliado quantitativamente. Qualquer matéria pode importar dependendo das grandezas relativas. A política de remuneração de executivos importa? Em princípio sim, mas não se for passar a pagar no dia 5 em vez do dia 1º



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

de cada mês, ou se for pagar o bônus depois do Natal em vez de antes, ou se for um reajuste de resultados gerais desprezíveis. Uma aquisição societária importa em princípio, mas não se for para verticalizar um pequeno prestador de serviços por preço insignificante frente ao patrimônio da companhia. Dividendos importam, se for uma mudança de uma grande pagadora de dividendos que decide mudar o perfil e passar a reinvestir uma parcela maior, ou vice-versa, mas não uma alteração em quantia pouco significativa numa companhia que normalmente paga parcelas relativamente pequenas – como foi analisado pela SMI no caso concreto para o Magalu.

Eram essas as considerações adicionais, com as quais acompanho na íntegra as conclusões e demais fundamentos do voto do Diretor Relator.

Brasília, 6 de agosto de 2024.

João Accioly

Diretor