



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 19957.003980/2023-26

Reg. Col. nº 3012/24

Acusado: Sérgio Agapito Lires Rial
João Guerra Duarte Neto

Assunto: Possível infração do art. 155, § 1º, da LSA e do art. 8º da RCVM 44, bem como do art. 3º, § 5º, da Resolução CVM nº 44 e do art. 15, *caput*, da RCVM 80, por parte de ex-diretor-presidente ao realizar teleconferência sobre inconsistências contábeis da companhia. Possível infração do art. 157, § 4º, da LSA e dos artigos 3º e 6º, § único, da RCVM 44, por diretor de relação com investidores da companhia, ao não divulgar imediatamente as informações divulgadas na teleconferência

Relator: Diretor Daniel Maeda

Voto: Diretor João Accioly

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

I. INTRODUÇÃO

1. Sérgio Rial é acusado porque teria, na teleconferência de 12.01.2023: (i) violado seu dever de sigilo, ao expor informações relevantes ainda não divulgadas, em infração ao art. 155, § 1º, da Lei 6.404 e art. 8º da Resolução CVM 44; e (ii) informado de maneira incompleta e inconsistente números da dívida financeira da companhia e sua possibilidade de cobrança antecipada, em infração ao art. 3º, §5º da Resolução CVM 44 e art. 15, *caput*, da RCVM 80.
2. João Guerra é acusado de não divulgar tempestivamente fato relevante contendo informações proferidas por Sérgio Rial na mesma teleconferência, em infração ao art. 157, §4º da Lei 6.404 e artigos 3º e 6º, § único, da Resolução CVM 44.
3. Acompanho o Relator quanto à absolvição de Rial pela acusação de informação incompleta e inconsistente e dirirjo quanto à condenação de ambos: quanto a Rial, voto por sua absolvição; quanto a Guerra, voto pela aplicação da pena de advertência.

II. Considerações gerais

II.I. Do que este processo trata – e do que não trata

4. O Relator faz importante ressalva em seu voto: este processo não julga os Acusados pela extensão ou eventuais artifícios que causaram as inconsistências contábeis:

12. O que se busca neste processo é saber se as divulgações, por teleconferência e por vídeo gravado, se adequam ao princípio da ampla e adequada divulgação (*full and fair disclosure*), pedra fundamental do regime informacional utilizado na regulação dos mercados de capitais.

13. Não se deve extrair deste julgamento conclusões a respeito da conduta dos ora Acusados nas supostas práticas fraudulentas na contabilização das despesas financeiras e de comercialização, que teriam falseado os resultados apurados pela Companhia ao longo de múltiplos exercícios financeiros.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

5. Sendo este o primeiro processo sancionador que a CVM julga com o rumoroso pano de fundo da contabilidade das Americanas, a ressalva é oportuna. Nesse sentido, acrescento duas.
6. A primeira é as divulgações por teleconferência e por vídeo gravado não podem ser analisadas isoladamente. São indissociáveis das divulgações feitas antes e logo depois. São também indissociáveis do momento em que são feitas e de quais consequências concretas poderiam ter tido sobre a divulgação de informações perante os participantes do mercado. Trato desta ressalva mais amiúde na subseção seguinte.
7. A segunda, mais breve, é no sentido de realçar a delimitação das acusações. Embora concorde que a ampla e adequada divulgação constituam um “princípio” do regime informacional do mercado de capitais, as análises deste processo tratam de algo bem mais tangível, que é a aplicação de regras objetivas aos fatos demonstrados nos autos: se Sérgio Rial, ao dizer o que disse na conferência e no vídeo, descumpriu seu dever de sigilo e divulgou informações incompletas e inconsistentes; e se João Guerra, ao publicar fato relevante às 13h59 com as informações apresentadas por Rial, descumpriu seu dever de divulgação tempestiva.
8. Faço essa segunda ressalva porque certos pontos na sequência de eventos do dia 12 de janeiro podem ser razoavelmente considerados como inadequados a certos princípios. Fazer uma conferência nas instalações de um credor, com limitação de acessos, a muitos não pareça a homenagem mais perfeita ao “princípio de ampla e adequada divulgação”. Fazer com que parte da informação chegue a uns (ainda que dezenas de milhares) antes que a todo o restante tampouco seria algo recomendável para inclusão num manual de melhores práticas do “princípio de tratamento equitativo”. E daí por diante. Mas estas são opiniões irrelevantes para este processo. Cada um pode ter a sua, assim como pode ter sua leitura própria do que constitui este ou aquele princípio.
9. Destaco que esta ressalva não é uma divergência quanto ao voto do Relator, que muito tecnicamente se restringe a tratar do objeto correto: os fatos, como constantes dos autos, e as regras, como vigentes. Apenas alcanço conclusões diferentes e penso que a mesma inferência pode ser feita quanto a princípios, que a meu ver devem ser identificados indutivamente de regras concretas, não determinar o conteúdo destas.

II.II. A assimetria que não foi

10. Como afirmo no §6 acima, a teleconferência e o vídeo são indissociáveis do fato relevante de 11 de janeiro (1º FR), do Comunicado ao Mercado publicado às 11h42 (CM) e do fato relevante de 12 de janeiro, às 13h59 (2º FR). Se a teleconferência e o vídeo complementar apenas repetissem ou enunciassem explicitamente o que já estava implícito no 1º FR. Se o CM for materialmente idêntico ao 2º FR, a acessibilidade informacional terá ficado plena antes de meio-dia, e não às duas da tarde.
11. Além disso, há também as circunstâncias em que esses fatos aconteceram. Destas, trago inicialmente algo de suma importância para entender a parte objetiva da ampla acessibilidade



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

das informações no mercado: a negociação com os papéis das Lojas Americanas estava suspensa na bolsa de valores durante a teleconferência. Esta circunstância é fundamental. Sem o mercado funcionando, não há vantagem em ter mais informações.

12. Outro ponto importante. Não vejo a teleconferência no BTG como algo restrito a um pequeno clube de acesso privilegiado, como a narrativa acusatória pode dar a entender. É verdade que não teve acesso irrestrito e universal, e isto também é determinante para a análise: a partir de certo momento, não se conseguiu mais permitir acesso a todos os que quiseram participar. Por um lado, a acesso livre a dezenas de milhares de pessoas retira o dolo de dar vantagens a uns e outros. Por outro, remanesce uma divulgação não uniformemente acessível.

13. Aqui, então, surge outra questão fundamental. Quando a teleconferência foi disponibilizada para todos os participantes do mercado, às 11h43, o mercado ainda permanecia fechado para negociações com as ações da companhia. Só seria aberto após as 14h. Assim, a informação foi inteiramente divulgada mais de duas horas antes de as negociações poderem ser feitas na bolsa. Os vídeos têm uma duração de cerca de 45 minutos (na improvável hipótese de que naquelas circunstâncias alguém os assistiria na velocidade normal, não em 1.5x ou 2x como facultado no *link*). É tempo suficiente para dissolver qualquer vantagem que as milhares de pessoas que puderam assistir à teleconferência tiveram inicialmente.

14. Outro fator relevante foi o leilão de abertura. Numa primeira ótica, alguém que esteja na teleconferência e participe ou transmita as informações a quem esteja participando do leilão, tem vantagens informacionais obtidas irregularmente (já que divulgadas em ambiente de acesso não universal). A tendência é que o “preço teórico” do leilão¹ fosse refletindo as informações adicionais enquanto a reunião foi ocorrendo. Os autos não têm informações a esse respeito, mas teria sido um exercício interessante para verificar até que ponto as ofertas no leilão de abertura corresponderam a ajustes feitos durante as falas de Rial. Os preços, afinal, devem refletir as informações disponíveis num sentido econômico, e não publicadas num sentido jurídico, e isso ocorre tão mais velozmente quanto mais pessoas souberem. Por mais que não fosse universal (e não era), a teleconferência passou muito longe de uma dica para meio punhado de amigos.

15. Ainda tratando do que objetivamente aconteceu em termos de distribuição informacional, nem no leilão houve vantagens. O leilão duraria até a reabertura do mercado, às 14h04. O resultado do leilão só é determinado, com o perdão da obviedade, quando ele termina. Assim, como os vídeos foram divulgados inteiramente às 11h43, mesmo quem teve acesso às informações posteriormente poderia fazer ofertas no leilão já ajustadas para o grau aprimorado de informações que detinha, um grau idêntico ao de quem, por hipótese, tivesse operado com mais informações antes da divulgação universal do vídeo.

16. Do ponto de vista da conduta dos Acusados, as questões acima comportam discussões

¹ Esclareça-se que esse não é o preço teórico da companhia, no sentido que a expressão possui em finanças, mas apenas o resultado dos leilões feitos pela bolsa. Trata-se do preço resultante do leilão, conforme suas regras, que podem ser verificadas no link: www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/mercado-de-acoes/caracteristicas-e-regras.htm



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

adicionais, pois é preciso ter em conta o que esperavam que fosse acontecer e o que fizeram em relação a tais expectativas. Mas objetivamente, por quaisquer que tenham sido as razões, e até para esclarecimento ao público dos efeitos que esses fatos causaram (e especialmente dos que não causaram), não houve consequências relevantes para formação de preços. Não houve um pequeno grupo de favorecidos que poderiam operar com base em informações privilegiadas – ao menos não em virtude dos fatos deste processo.

17. Destaco este ponto porque, ao tratar da matéria de quebra de sigilo, pode-se sempre cogitar de conceitos como “*revelação assimétrica de informações ainda não divulgadas, capaz de afetar a formação de preços e promover ganhos indevidos*”. São preocupações legítimas, diretamente relacionadas ao dever de lealdade e à forma de divulgação uniforme de informações. Mas quando há tais preocupações, é preciso que se faça a demonstração desse risco no caso concreto, para se poder emitir um juízo efetivo sobre a gravidade dos fatos – ou falta dela – em relação ao que se quer tutelar com as regras.

18. Há que se reconhecer que o plano jurídico trabalha com ficções, como a figura do perigo abstrato; mas para proferir enunciados sérios sobre os efeitos concretos de certas condutas, não dá para se afirmar tudo por presunção. Se a teoria que sustenta determinada regra afirma que ela tem determinado objetivo econômico, a teoria não pode temer os fatos. Não pode fugir ao teste da falseabilidade. É um dever não só de direito, mas também de justiça com os Acusados, manter um rigor quanto ao que se afirma quanto ao que fizeram e causaram, não só por respeito a suas pessoas, mas também e mais ainda por possíveis repercussões graves que tais fatos podem ter em outras esferas.

19. Feitas essas considerações gerais, trato de cada Acusado a seguir.

III. SÉRGIO RIAL

III.I. Sem cargo, sem deveres

20. O fato relevante de quarta-feira, dia 11 de janeiro, informou a renúncia de Rial e sua substituição por Guerra. Com efeito imediato.

21. O II. Relator concorda com a Acusação no sentido de que Rial obteve as informações que divulgou na conferência do dia 12 em razão de seu cargo como Diretor Presidente, e daí extrai que a renúncia teria sido mero subterfúgio para esquivar-se de responsabilidade sobre o que diria no dia seguinte e assim não lhe retiraria seus deveres (§§20-§21 do voto):

20. A imputação de descumprimento do [dever de sigilo], feita ao Acusado Sérgio Rial, se apoia no fato de que este divulgou informações sobre a Companhia obtidas no período em que foi seu Diretor Presidente e que a renúncia ao cargo executivo não lhe abstinha de seus deveres fiduciários.

21. Concordo com essa tese da acusação [...]. É possível concluir, pela contemporaneidade e dinâmica dos atos preparatórios ocorridos na tarde de 11.01.2023, que ao renunciar ao cargo de presidente o acusado Sérgio Rial já tinha ciência da organização do evento que se avizinhava para o dia seguinte, tendo assim servido a renúncia como mero subterfúgio para tentar se esquivar de eventuais responsabilidades pelo que diria no dia seguinte, o que, claro, não pode prosperar.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

22. Nos trechos acima, o ilustre voto afirma que “não pode prosperar” a tese da defesa de que a renúncia ao cargo, feita na véspera e publicada pelo fato relevante do dia 11 de janeiro, afastaria o dever de sigilo. A tese parece ser a de que a renúncia teria sido simulada, pois descrita como “mero subterfúgio”, e posteriormente o voto indica com clareza o fundamento jurídico de tal conclusão nos §§42-43 do voto, onde o il. Relator afirma:

42. Por fim, ainda que o artigo 151 da Lei nº 6.404 disponha que a renúncia é “eficaz, em relação à companhia, desde o momento em que lhe for entregue a comunicação escrita do renunciante”, entendo que essa disposição apenas possa surtir seus efeitos ao renunciante de boa-fé, o que não foi o caso aqui.

43. Como já explorado neste Voto, tanto a renúncia quanto a preparação [...] do evento ocorreram [...] com a decisão de renúncia tomada pelo acusado [...] como uma clara tentativa de se esquivar das responsabilidades [...] no evento do dia seguinte. Assim, [...] a renúncia ainda cumpre um papel inverso de reforçar o desajuste da conduta do Acusado no evento, de cuja irregularidade ele tinha [...] ciência, e da qual tentou, assim, se esquivar de forma simulada

23. Em suma, o entendimento é de que no evento do dia 12 Rial seria ainda o diretor-presidente de fato; sua renúncia seria ineficaz, porque simulada -simulado o negócio, é eficaz o que se dissimulou (CC, art. 167) e sendo ineficaz não poderia afastar seus deveres. Juridicamente é uma tese consistente, mas a meu ver as evidências dos autos não sustentam essa narrativa..

24. Apresento brevemente algumas razões que em minha avaliação são suficientes para mostrar que Rial efetivamente se desligou de seu cargo.

25. De início, a magnitude das consequências pelas eventuais responsabilidades sobre o que diria no dia seguinte é tão ínfima quando comparada ao caos no qual se inseria a Companhia, que não consigo nem vislumbrar algum sinal de ardil. Concordo que Rial trouxe informações adicionais comparadas ao fato relevante da véspera, mas nada com grau de impacto próximo, nem remotamente. Ou seja, qual o sentido em divulgar informações imensamente mais relevantes como executivo, e simular uma saída do cargo para poder divulgar algumas informações adicionais? Não há vantagem decorrente dessa violação que dê verossimilhança à tese de uma simulação. O que pretenderia com a continuidade no cargo? Em alguma medida há a quase tautologia de querer não se submeter aos deveres fiduciários. Mas daí se deve questionar: para quê? Qual o ganho pessoal? Só consigo conceber como verossímil uma narrativa que indique algum benefício, independente da licitude desse benefício.

26. Manter uma postura transparente era pessoalmente mais seguro para Rial. Mas a acusação não mostrou ganhos que teria com a quebra do sigilo ainda sendo presidente. Nesse sentido, desligar-se do cargo parece-me uma forma adequada de conciliar a preservação do grande ativo intangível de um executivo de carreira, o que não se disputa ser o caso de Rial, com a cautela de deixar ostensivo o distanciamento de um conjunto de fatos que, naquele momento, era apenas uma possível fraude – mas em todo caso, já percebida como possível (o que constato de suas reações durante a teleconferência quando perguntado sobre fraude). De um lado, mantém uma postura nobre de não abandonar as pessoas por quem foi contratado; de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

outro, mantém a sobriedade cautelosa de seguir como assessor, não como executivo de um projeto diametralmente diferente daquele de que concordara participar.

27. Ademais, para que a renúncia fosse simulada, teria que ter mantido ao menos uma remuneração de diretor-presidente e poderes do cargo, o que a acusação não alega e dificilmente passaria pelo crivo das estruturas de governança. Não vejo plausibilidade em supor que alguém permaneceria no cargo, de maneira escamoteada, sem contrapartidas – pelo contrário, entendo que as contrapartidas mais verossímeis são essas a que me referi brevemente, todas lícitas e decorrentes do desligamento do cargo.

28. Em conclusão, minha leitura dos elementos de prova é que Rial se afastou do cargo efetivamente, não de maneira simulada.

29. O art. 151 da LSA é expresso ao dizer que a renúncia é eficaz perante a companhia desde quando lhe é entregue a comunicação escrita e perante terceiros quando publicada, o que o fato relevante mais que atende.

30. O art. 150, §4º dispõe, ainda, que o prazo de gestão do conselho de administração ou da diretoria se estende até a investidura dos novos administradores eleitos. Concretamente, o FR anunciou não apenas a renúncia de Sergio Rial, mas também a indicação de seu substituto, bem como esclareceu que a mudança tinha efeito *imediato*. Não há, portanto, como se atribuir uma eventual quebra de dever de lealdade para um indivíduo que não mais exerce nenhuma função nela, ou seja, não há mais vínculo entre a sociedade e o então administrador.

31. Os dispositivos imputados à Sérgio Rial também não deixam margem para dúvida.

§ 1º **Cumpre**, ademais, **ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo** sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.

Art. 8º Os acionistas controladores, **diretores**, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, e empregados da companhia, **devem guardar sigilo** das informações relativas a ato ou fato relevante às quais tenham acesso privilegiado em razão do cargo ou posição que ocupam, até sua divulgação ao mercado (...)

32. Independentemente do que disse o Acusado na conferência, não há como lhe atribuir um dever próprio a quem faz parte da companhia.

33. Essa diferença fica ainda mais clara quando comparamos qualquer um dos dois dispositivos acima ao §4º do mesmo art. 155 que veda o uso de informações relevantes ainda não divulgadas “*por qualquer pessoa*”. O dever de sigilo é ilícito *próprio*, análogo à figura dos crimes próprios da doutrina penalista².

² Próprio é o crime que só pode ser praticado por pessoa com qualidade ou condição específica exigida pela lei, como o funcionário público em crimes de corrupção ou abandono de função, médico em caso de falsidade de atestado, militar em caso de deserção, titular de um suposto direito em caso de exercício arbitrário das próprias razões, entre outros.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

III.II. Informação é bem da companhia: plano sancionatório vs. patrimonial

34. Não tenho tão clara a cronologia dos fatos pela qual Rial teria tido conhecimento das informações adicionais que divulgou na conferência do dia 12 antes da publicação do fato relevante. São informações de uma origem extremamente complexa, mas de enunciação e compreensão imediatas. É bem plausível que ao menos alguma parte do que foi dito na teleconferência tenha sido conhecida por Rial após a publicação do fato relevante da véspera. Em todo caso, porém, pode-se também assumir para esta análise que ele tenha conhecido tudo antes de publicá-lo.

35. Pode-se notar um certo “desconforto” com a circunstância de a Lei 6.404 ser tão clara em relação a ter o administrador o dever de sigilo, e o que isso pode representar em situações limítrofes como a deste caso. É razoável supor que a assertividade legal quanto ao fim do mandato não tenha sido pensada com o aspecto informacional no centro das atenções. A informação, economicamente, é um ativo de que não se deixa de ter posse com o fim do mandato. Daí, como tratar a informação a que alguém tem acesso como administrador, e de que segue tendo a posse após deixar o cargo?

36. Se a questão não for expressamente tratada na ocasião da extinção da relação entre a Companhia e o (ex) administrador, pode-se cogitar de discussões possíveis em âmbito privado. A companhia poderia sustentar que qualquer proveito que extraísse de informações obtidas em razão do cargo seria equivalente à mesma deslealdade que alguém cometeria transmitindo a informação para alguém externo à companhia, fazendo as vezes de “*tippee* de si próprio”. Poderia supor um enriquecimento sem causa em favor do ex-administrador, já que estaria impedido de usar a informação durante seu mandato e não seria verossímil que alguém pudesse ter mais remuneração sem trabalhar para a companhia do que trabalhando. O ex-administrador poderia sustentar que a nada pode ser obrigado além dos termos da lei ou dos acordos específicos que firmou com a companhia. Se esta quisesse lhe exigir obrigações para além de seu mandato, que o fizesse por expresse e mediante alguma compensação (por vezes parece dissolver-se a compreensão de que administradores de companhias não adquirem seus deveres por vocação altruísta ou inspiração angelical, mas como contrapartida de um contrato).

37. Felizmente, o caso concreto não apresenta dificuldades com essas. Aqui estamos tratando de situação bem mais simples, pois não se cogita que Rial tenha buscado qualquer vantagem com o tratamento que deu às informações: a acusação é apenas de quebra do dever de sigilo, ou seja, da primeira parte do art. 155, §1º. A vedação da segunda parte requer o dolo específico de obter vantagem para si ou para terceiros, e não há essa alegação na tese acusatória (e nem faria sentido se houvesse: falar algo para milhares de pessoas pode ter irregularidades relativas à forma, mas em termos de gerar alguma vantagem, seria como um crime impossível, um meio absolutamente inidôneo para alcançar tal resultado – ainda mais quando essas pessoas nem tinham um mercado organizado para negociar).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

38. E há uma simplicidade adicional neste caso. Não se trata de relações patrimoniais, do âmbito societário, em que eventualmente se pode, conforme o caso, extrair deveres por legítima expectativa gerada na outra parte, por princípios como vedação ao enriquecimento sem causa, pela intenção das partes etc. Trata-se de direito sancionador. A interpretação é estrita. Só pode violar dever de administrador quem administrador é.

III.III. Ausência de Previsão de Obrigações Pós-Mandato

39. A extensão de deveres para além do mandato é limitada a situações previstas em contrato.

40. O estatuto social da companhia nada diz sobre a manutenção de obrigações após o término do vínculo formal. o art. 158 da LSA condiciona a responsabilização do administrador a atos praticados com dolo ou culpa durante o mandato, confirmando o limite temporal das obrigações fiduciárias. Após o encerramento do vínculo, eventual responsabilidade demandaria previsão normativa ou contratual específica, ausentes no caso concreto. Nesse sentido, Osmar Brina Correa-Lima³ e Paulo Campos Salles de Toledo⁴ ressaltam que, embora o dever de lealdade seja essencial para preservar os interesses da Companhia durante o mandato, sua extensão além do vínculo formal depende de disposição específica, sob pena de violar o princípio da legalidade e a previsibilidade que devem nortear as relações empresariais – e inexistem nos autos elementos que demonstrem a existência das cláusulas contratuais específicas, como acordos de confidencialidade ou cláusulas de sigilo, capazes de estender deveres do ex-administrador após a renúncia.

41. A ata de Reunião do Conselho de Administração datada de 11 de janeiro de 2023 e divulgada em 16 de janeiro de 2023 corrobora tal conclusão ao limitar-se ao registro dos agradecimentos pelos serviços prestados pelo, então, administrador, sem previsão de qualquer obrigação pós-mandato de governança ao administrador renunciante.

III.IV. Conclusão sobre o cumprimento dos deveres fiduciários por Sérgio Rial

42. O impulso de culpar o mensageiro é próprio da natureza humana. Séculos antes da Era Comum, Sófocles já o registra na fúria de Creonte contra o soldado que lhe conta da desobediência de Antígona. Ésquilo retrata a condenação eterna de Prometeu por ter compartilhado com a humanidade a chama do conhecimento. A literatura é farta de exemplos de atitudes heroicas punidas com injustiça. Por certo que a realidade não fica atrás, mas é de se esperar que o respeito às leis e ao direito contribua para evita-lo ao máximo.

43. Para além da fria subsunção dos fatos às regras, preocupa-me a sinalização que pode dar o tratamento dado a Rial neste caso. Diante da gravidade dos fatos que tão profundamente marcaram o mercado de capitais brasileiro, qual o sentido de se buscar punir logo quem foi responsável por descobrir e dar publicidade às irregularidades? Que incentivos que isso pode

³ *Responsabilidade Civil dos Administradores de Sociedade Anônima*. Rio de Janeiro: Aide, 1989. p. 72. 29

⁴ *O Conselho de Administração na Sociedade Anônima*. São Paulo: Atlas, 1997. p. 58



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

transmitir? Parecem-me estar na contramão do que seria recomendável. Como bem descreveu da tribuna sua defesa, Rial tirou as inconsistências contábeis da sombra e as trouxe à luz. E como numa crônica de perversa ironia, é recebido com uma acusação de violação de sigilo – a meu ver, injusta e ilegal.

44. Em conclusão sobre a acusação de quebra de sigilo, penso que Sérgio Rial foi sincero e preciso quando na teleconferência disse não ter obrigação legal de estar ali, e que o fazia por questões morais. Por isso, voto por sua absolvição.

IV. JOÃO GUERRA

45. O II. voto do relator conclui pela punição ao DRI por considerar relevante o conjunto informacional novo trazido por Rial, que Guerra não divulgou imediatamente.

46. Divirjo em dois aspectos: procedimental e de mérito.

47. De início, quanto à relevância das novas informações trazidas na teleconferência por Rial, concordo com o relator quanto à sua relevância. Concordo nos seguintes termos: supondo que pudesse ter a mesma frieza e distanciamento que tenho ao analisar os fatos como julgador, teria considerado essas informações adicionais como relevantes. Trata-se, reconheço, de uma relevância muitas ordens de grandeza inferior à relevância da própria existência das inconsistências informadas no fato relevante da véspera, mas ainda assim concordo que traziam elementos adicionais não desprezíveis. Destaco a diferença de consequências relativa ao possível vencimento antecipado das dívidas, mas concordo inteiramente com a análise feita pelo il. Relator acerca da relevância de cada aspecto tratado.

48. Discordo, porém, que essa diferença de julgamento ultrapasse a esfera de subjetividade que cabe ao DRI. Além dos precedentes bem apontados pela Defesa de Guerra, apoio-me aqui nas palavras do Diretor Gustavo González:

...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. PAS CVM nº 19957.005949/2016-09, Rel. Gustavo Machado Gonzalez, j. 09/07/2017

49. Não se trata de *business judgment rule*, mas é análogo: estou avaliando o mérito do julgamento do DRI e discordo desse julgamento. Mas reconheço que ele tem discricionariedade, se a decisão foi razoavelmente fundamentada. (Noto, ademais, que a subjetividade desse julgamento é reforçada pela segunda acusação feita a Sérgio Rial: se Guerra tivesse divulgado tudo o que foi dito na teleconferência imediatamente, seria inevitavelmente acusado de divulgar informações incompletas e incorretas; ao menos nessa parte, é de se concordar que não se trata de informação merecedora de publicação por fato relevante).

50. Também considero que, ainda que se entendesse que as informações adicionais fossem objetiva e inquestionavelmente relevantes a ponto de determinar uma publicação imediata e completa, a intempestividade não foi tão grande quanto o horário da publicação do fato



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

relevante do dia 12 (13h59) pode fazer supor. Como já dito, às 11h43 foi publicado o comunicado ao mercado - apenas com a diferença formal entre essa via e o fato relevante. Entre uma via e outra, não há qualquer prejuízo ao bem jurídico da ampla divulgação de informações ao mercado - pelo que o Colegiado em outras ocasiões já decidiu pela aplicação da pena de advertência. Quando o comunicado ao mercado é divulgado, a informação se torna integralmente transmitida após o tempo de duração dos vídeos. Por outro lado, não foi exatamente imediata, com um lapso de cerca de uma hora.

51. Em suma, concordo com a Defesa quanto à questão de Guerra ter, como DRI, a competência para decidir sobre a relevância das informações. Porém, no caso concreto, a atitude do Acusado não me parece ter sido a de julgar a relevância dos fatos e chegar a uma conclusão fundamentada de que não preenchiam o requisito de relevância. Este ponto é sutil, pois, diferentemente do Relator, considero que como DRI ele poderia, sim, considerá-los não relevantes, e ainda assim chegar à mesma conclusão quanto à reprovabilidade de sua conduta. É que, da análise dos fatos, como a sequência de sua nomeação, sua inação durante a teleconferência, e os indícios de que as publicações decorreram mais da determinação alheia do que sua própria iniciativa, considero que Guerra foi omissos. Apenas posteriormente considerou que poderia dizer que as informações não foram suficientemente relevantes e assim justificar o que não fizera por omissão.

52. Considerando a ausência de efeitos materiais, e a falta de elementos suficientes nos autos para atestar sua responsabilidade individual em gravidade suficiente para justificar a aplicação de multa, concordo com o voto do Relator no sentido de considerar materializada a infração, porém diverjo na dosimetria e voto pela aplicação de pena de advertência.

V. CONCLUSÃO

53. Voto, assim: (i) por absolver Sérgio Rial da acusação de violação de seu dever de sigilo, divergindo do Il. Relator; (ii) por absolver Rial da acusação de divulgação de informação incompleta e inconsistente, acompanhando o Relator; e (iii) pela condenação de João Guerra pela divulgação intempestiva de fato relevante, divergindo do Relator quanto à dosimetria, pois voto pela aplicação da pena de advertência.

Rio de Janeiro, 3 de dezembro de 2024

João Accioly

Diretor