



## 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:** Apurar a responsabilidade do ex-Diretor Presidente da Americanas S.A. – Em Recuperação Judicial, por suposta infração do art. 155, § 1º, da Lei nº 6.404/1976 e do art. 8º da Resolução CVM nº 44/2021, bem como do art. 3º, § 5º, da Resolução CVM nº 44/2021 e do art. 15, *caput*, da Resolução CVM nº 80/2022.  
Apurar a responsabilidade do Diretor de Relações com Investidores da Americanas S.A. – Em Recuperação Judicial, por suposta infração do art. 157, § 4º, da Lei nº 6.404/1976 e dos artigos 3º e 6º, parágrafo único, da Resolução CVM nº 44/2021.

**Relator:** Diretor Daniel Maeda

### VOTO

1. Respeitosamente, ousou divergir do voto do ilustre Relator no que diz respeito à análise da conduta do acusado Sérgio Rial, pelos motivos que passo a expor.
2. Minha posição decorre de discordância da tese acusatória de que os deveres fiduciários de Sérgio Rial, que ocupou o cargo de Diretor-Presidente da Americanas S.A. (“Companhia”) por 9 dias, subsistiriam à sua renúncia ao cargo, ocorrida em 11.01.2024, em reunião do Conselho de Administração da Companhia realizada às 15h e divulgada ao mercado às 18h do mesmo dia. Para mim, estamos diante de caso de atipicidade da conduta analisada.
3. O Direito Penal e o Direito Administrativo Sancionador ou Disciplinar, na qualidade de diferentes ramos do Direito Sancionador, guardam tanto semelhanças quanto especificidades que o julgador deve ter sempre claras com o intuito de bem aplicar o Direito em cada caso.
4. No Direito Penal, a *ultima ratio* da atuação estatal, adota-se o princípio da tipicidade estrita ou rígida, sendo inadmissível a aplicação de qualquer punição que não esteja



## 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

expressamente prevista em Lei e associada à descrição de conduta ilícita específica<sup>1</sup>. Daí que nesse ramo ganha importância crucial a discussão sobre a exata extensão do significado dos verbos utilizados pelo legislador para qualificar condutas vedadas e a adoção de cálculos matemáticos na dosimetria da pena, cuidadosamente disciplinados em Lei.

5. Já no âmbito do Direito Administrativo Sancionador não é assim<sup>2</sup>. Admite-se a previsão de padrões mais abertos de conduta, de listas exemplificativas de deveres a serem observados pelos agentes regulados e a cominação de penalidades decorre da aplicação dos princípios da adequação punitiva e da proporcionalidade em vista de alternativas e parâmetros mais genéricos previstos em Lei<sup>3</sup>.

6. Tudo isso é verificado aqui: a Lei e a regulação guardam reconhecida margem de subjetividade ao Diretor de Relação com Investidores na avaliação do que pode definir um fato relevante; uma lista exemplificativa de fatos potencialmente relevantes é fornecida por esta Autarquia no Parágrafo Único do art. 2º da Resolução CVM nº 44/2021; e este Colegiado, ao constatar eventual descumprimento das normas aplicáveis, deve aplicar alguma das sanções previstas no art. 11 da Lei nº 6.385/1976 (“Lei de Mercado de Capitais”).

7. Embora tudo isso seja verdade, o Direito Administrativo Sancionador não deixa de estar adstrito aos princípios da legalidade estrita, isto é, de que a administração pública é revestida

---

<sup>1</sup> A limitação consta, de forma expressa, do artigo 1.º do Código Penal e tem amparo no art. 5º, XXXIX, da Constituição da República Federativa do Brasil.

<sup>2</sup> Foi o que decidiu o STJ no MS 7.966-DF, 3ª Seção, Rel. Min. GILSON DIPP, julg. em 8.10.2003 (Informativo Jurisprudência do STJ nº 187, out. 2003: “No Direito Penal, o legislador utilizou o sistema da rígida tipicidade, delineando cada conduta ilícita e a sanção respectiva. O mesmo não sucede no campo disciplinar. Aqui a lei limita-se, como regra, a enumerar os deveres e as obrigações funcionais e, ainda, as sanções, sem, contudo, uni-los de forma discriminada, o que afasta o sistema da rígida tipicidade. Nada impede, todavia, que o legislador estabeleça conduta dotada de tipicidade específica como caracterizadora de ilícito administrativo. Nesse caso, nenhum problema haverá quanto à punibilidade: esta ocorrerá ou não conforme tenha ou não ocorrido a conduta. Mas não é essa a regra do ilícito administrativo, como sucede em relação à ilicitude penal. Esta não admite os denominados tipos abertos, aceitos normalmente na esfera da Administração. A APLICAÇÃO DAS SANÇÕES – É exatamente em virtude desse fato que as formas de apenação se distanciam uma da outra. No Direito Penal, o juiz aplica ao infrator a pena atribuída à conduta tipificada na lei, permitindo-se ao aplicador somente quantificá-la (dosimetria da pena). No Direito disciplinar, não obstante, tal não ocorre. De acordo com a gravidade da conduta, ‘a autoridade escolherá, entre as penas legais, a que consulte ao interesse do serviço e a que mais reprima a falta cometida’, o que lhe confere certo poder de avaliação dos elementos que provocaram a infração para aplicar a sanção apropriada ao fato. Em virtude dessa competência, não cabe ao Judiciário alterar ou majorar sanções aplicadas pelo administrador, porque decisão desse tipo ofenderia o princípio da separação de Poderes consagrado na Carta vigente; ao juiz cabe tão somente invalidá-las se constatar hipótese de ilegalidade”.

<sup>3</sup> “A correta aplicação da sanção deve obedecer ao princípio da adequação punitiva (ou princípio da proporcionalidade), vale dizer, o agente aplicador da penalidade deve impor a sanção perfeitamente adequada à conduta infratora” (CARVALHO FILHO, José dos Santos. Manual de Direito Administrativo. Atlas, Edição do Kindle, pp. 76-78).



## 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  
www.gov.br/cvm

de poderes para fazer apenas aquilo que a Lei permite – diferente do que ocorre com os particulares, que estão autorizados a fazer tudo o que a Lei não lhes veda, em linha com o art. 5º, inciso II, da Constituição da República Federativa do Brasil.

8. Assim, a atuação desta CVM está limitada ao seu mandato legal previsto no art. 8º da Lei de Mercado de Capitais<sup>4</sup> e em competências previstas ao longo da Lei do Mercado de Capitais, da Lei das S.A. e de outras legislações específicas<sup>5</sup>. No exercício de sua função sancionadora, a CVM deve observar o princípio da tipicidade<sup>6</sup>, ainda que mitigado em relação à tipicidade estrita observada no âmbito do Direito Penal.

9. Daí segue que a reprovabilidade e a punibilidade de qualquer conduta não decorrerão apenas da constatação de uma ação e de um resultado, mas também de todos os elementos e condições que devem existir para que o ilícito possa delinear-se<sup>7</sup>.

10. A própria CVM reconhece a limitação de sua jurisdição ao listar, no art. 3º da Resolução CVM nº 45/2021, que trata dos procedimentos relativos à atuação sancionadora da Autarquia, os possíveis alvos de PAS:

Art. 3º Cabe às superintendências a investigação de infrações administrativas, a instrução processual e a instauração de processo administrativo sancionador destinados a apurar atos ilegais e práticas não equitativas de **administradores, membros do conselho fiscal, os integrantes de comitê estatutário e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais**

---

<sup>4</sup> Art. 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários:

I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações;

II - administrar os registros instituídos por esta Lei;

III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados;

IV - propor ao Conselho Monetário Nacional a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado;

V - fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório.

<sup>5</sup> Sobre a extensão da atividade sancionadora da CVM, veja-se YAZBEK, Otavio. “Reflexões sobre a atividade sancionadora da CVM em caso de descumprimento de regras de Direito Societário”. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coords.). Processo Societário. Vol. II. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 607-627.

<sup>6</sup> OSÓRIO, Fábio Medina. Direito Administrativo Sancionador. São Paulo: RT, 2000, p. 58-59.

<sup>7</sup> ESTEFAM, André; JESUS, Damásio de. Direito Penal 1 – Parte Geral. Saraiva, Edição do Kindle, pp. 229-230.



## 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

### **participantes do mercado** (grifou-se).

11. No presente PAS, tratamos de ilícito próprio: é condição para violar um dever fiduciário punível na esfera administrativa, que um determinado agente seja, necessariamente, administrador, membro de comitê estatutário (art. 160 da Lei das S.A.<sup>8</sup>) ou membro do conselho fiscal (art. 165, caput, da Lei das S.A.<sup>9</sup>) de companhia aberta, como prevê a redação do art. 155, § 1º, objeto da atual controvérsia:

§ 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 (grifou-se).

12. Já no caso do ilícito previsto no art. 8º da Resolução CVM nº 44/2021 (editada em conformidade com o art. 22, § 1º, da Lei de Mercado de Capitais<sup>10</sup>), podem ser responsabilizados, além dos atores elencados acima, os acionistas controladores das companhias abertas, sendo que outras pessoas não são abarcadas pelo tipo:

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, bem como zelar para que subordinados e terceiros de sua confiança também o façam, respondendo solidariamente com estes na hipótese de descumprimento (grifou-se).

13. Nesse ponto, é importante notar que o dispositivo regulamentar faz menção a

---

<sup>8</sup> Art. 160. As normas desta Seção aplicam-se aos membros de quaisquer órgãos, criados pelo estatuto, com funções técnicas ou destinados a aconselhar os administradores.

<sup>9</sup> Art. 165. Os membros do conselho fiscal têm os mesmos deveres dos administradores de que tratam os arts. 153 a 156 e respondem pelos danos resultantes de omissão no cumprimento de seus deveres e de atos praticados com culpa ou dolo, ou com violação da lei ou do estatuto.

<sup>10</sup> § 1º Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas aplicáveis às companhias abertas sobre: [...] VI - a divulgação de deliberações da assembléia-geral e dos órgãos de administração da companhia, ou de fatos relevantes ocorridos nos seus negócios, que possam influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado, de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela 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  
www.gov.br/cvm

empregados, subordinados e terceiros, que entretanto estão fora da jurisdição da CVM e, embora até possam a vir ser responsabilizados em esfera civil quando a sua atuação gerar danos diretos, não podem ser responsabilizados pela CVM, uma vez que não estão sujeitos a sua jurisdição por força do art. 9, V, da Lei de Mercado de Capitais<sup>11</sup>.

14. Sendo assim, a partir do momento em que o Sr. Sérgio Rial apresentou sua renúncia ao cargo de administrador da Companhia, ato unilateral e eficaz perante a Companhia desde a sua comunicação, deixou também de ser jurisdicionado desta Autarquia.

15. A conclusão poderia ser diferente se tal renúncia fosse, na verdade, simulada. É o que a Acusação parece supor, quando afirma que o acusado renunciou ao seu cargo com o único objetivo de ter um subterfúgio para se esquivar das responsabilidades que atrairia para si com o evento que estava prestes a ocorrer. Isso seria corroborado pelo fato de que Sérgio Rial já estava participando da organização do evento do dia 12.01.2024 antes de renunciar ao cargo, conforme relatos dos Srs. André Covre e João Guerra, conforme item 21 do voto do Relator.

16. Ao analisar-se a conduta do acusado Sergio Rial, e se este praticou, ou não, simulação que caracterizaria o ilícito que lhe é imputado, importa apenas responder à seguinte questão: a motivação por trás dos seus atos era legítima? Ou o acusado renunciou ao seu cargo com o objetivo de ter um subterfúgio para se esquivar das responsabilidades que atrairia para si com o evento que estava prestes a ocorrer no dia seguinte ou até na obtenção de alguma vantagem indevida?

17. Todo o resto seriam meras especulações, cabendo ao julgador afastar a perigosa tendência de condenar baseado em decisões tomadas no passado, reinterpretando eventos como sendo mais previsíveis do que de fato eram no momento decisório pretérito *sub judice*, seja pela impossibilidade de acesso a informações que apenas se concretizaram posteriormente ou pela desconsideração de desdobramentos e resultados que não ocorreram, sendo certo que tais interpretações, caso não fundamentadas em claros indícios, se revelam temerárias, por desconsiderarem fatores como o ineditismo da situação, o elemento surpresa, a falta de informação, o tempo disponível para a tomada de decisão e a percepção dos riscos enfrentados, tudo isso na própria lógica do mercado de capitais, marcado pela volatilidade e pela notável

---

<sup>11</sup> A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no § 2º do art. 15, poderá: [...]

V - apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado.



## 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

rapidez de variação da cotação dos ativos negociados. É o que comumente se classifica, inclusive pela jurisprudência da CVM, como *hindsight bias*<sup>12</sup>. Ou, como bem colocou o memorialista Pedro Nava, temos que ter um cuidado adicional ao julgar baseados em fatos passados pois, por vezes, “[a] experiência é um farol de carro voltado para trás”<sup>13</sup>.

18. Considero seguro afirmar que, diante da situação em que se encontrou o Acusado Sergio Rial, este foi diligente e cercou-se de cuidados para apurar e trazer ao conhecimento de todos um cenário extremamente adverso de fraude contábil galopante. Para esse fim, contatou assessores financeiros e jurídicos, ao mesmo tempo em que se certificou de que as informações apuradas seriam relatadas com a maior rapidez possível ao mercado e às autoridades cabíveis.

19. A meu ver, portanto, a tese acusatória é inverossímil e padece de comprovação. Não consigo imaginar como Sérgio Rial teria renunciado ao poder e à remuneração a que ele fazia jus como Diretor-Presidente da Companhia apenas com a finalidade de distribuir informação assimétrica no mercado – com a qual ele não vislumbrava qualquer lucro ou vantagem.

20. Parece, sim, que o executivo constatou que as razões que o fizeram assumir o comando da Companhia não mais subsistiam e ele não mais se interessava pela função, muito embora se dispusesse a atuar como consultor no processo de recuperação que se seguiria à divulgação das informações, como afirmou Sérgio Rial no evento cuja gravação foi veiculada pelo Comunicado ao Mercado e pelo Fato Relevante publicados em 12.01.2024.

21. Além do mais, me parece perfeitamente verossímil (ou ao menos tão verossímil quanto a tese acusatória, e por isso precedente em decorrência do princípio *in dubio pro reo*) a alegação da defesa de que Sérgio Rial já estava participando da organização do evento por outros motivos e, pela consciência de sua magnitude e alcance, decidiu usá-lo para dar detalhamento do fato relevante já divulgado ao mercado no dia anterior.

22. A explicação, é claro, ultrapassou os contornos da informação já divulgada ao mercado

---

<sup>12</sup> Nesse sentido: “[...] a Acusação recorre a informações que, embora reforcem os argumentos contidos no Termo de Acusação, não estavam disponíveis para o Auditor quando da emissão do relatório de auditoria das demonstrações financeiras de 31.12.2011. Há uma pretensão de validade na utilização de dados futuros para valorar uma decisão tomada no passado. A meu ver, este tipo de argumento deve ser tomado com muita cautela, por conter um viés retrospectivo (*hindsight bias*), ou, em termos mais comuns, uma “engenharia de obra pronta”.” (PAS CVM nº RJ2017/0136, Dir. Rel. Carlos Alberto Rebello Sobrinho, j. em 12.11.2019).

<sup>13</sup> MACHADO, Cassiano Elek. TV Cultura abre a arca do memorialista Pedro Nava. *Folha de S. Paulo*, 13.01.2000. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/fsp/ilustrad/fq1301200016.htm>>. Acesso em: 09.07.2024.



## **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

e acabou por ensejar a necessidade de divulgação de novo fato relevante, pelo que voto pela condenação do acusado João Guerra, nos termos do voto do Ilustre Relator.

23. Porém não vejo como o evento ocorrido no dia 12.01.2024 poderia remontar ou ser atribuído ao período em que Sérgio Rial ainda era Diretor-Presidente da Companhia.

24. Assim sendo, pelos motivos expostos, voto pela absolvição do acusado Sérgio Rial, acompanhando o bem lançado voto do Ilustre Relator na parte da condenação do acusado João Guerra.

É como voto.

Rio de Janeiro, 3 de dezembro de 2024

**Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo**

Diretor