



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-59 e 23-349 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 assembleia-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 Cumpre 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.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

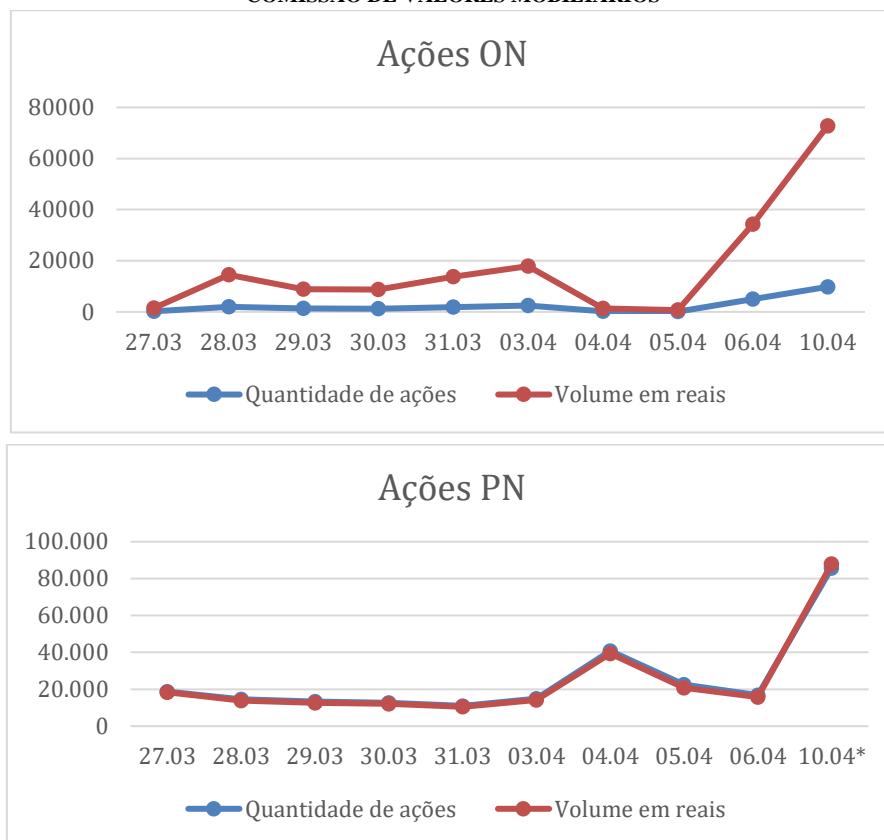
9. Em **10.4.2023, às 11h30**, o Juízo da Recuperação Judicial disponibilizou nos respectivos autos uma decisão determinando que fosse feito o balanceamento entre as ações ordinárias e preferenciais **antes do novo aumento do capital social** pretendido, devendo tal item ser incluído na ordem do dia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

- a. 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;
- b. As quantidades negociadas nos dias 10 e 11 de abril de 2023 representaram menos de 5% das ações de cada uma das classes; e
- c. 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. 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;
- b. 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;
- c. 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;
- d. A Companhia não pode afirmar se o movimento tem relação com a Decisão;
- e. 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.
- f. 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.
- g. 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;
- h. 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, contraria 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 suspendido 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 confirmado 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 providências 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 suspensa 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