



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Relatório nº 9/2017-CVM/SEP/GEA-3

Assunto: Recurso contra decisão da SEP  
Saraiva S.A. Livreiros Editores  
Processo 19957.000658/2017-05  
Processo 19957.007824/2016-13

Senhor Superintendente,

### I. Esclarecimentos iniciais

1. Trata-se de recurso interposto em nome da companhia aberta Saraiva S.A. Livreiros Editores (“Saraiva” ou “Companhia”) contra a interpretação desta Superintendência de Relações com Empresas (“SEP”) sobre consulta apresentada por Karen Sanchez Guimarães (“Karen Sanchez”), conselheira fiscal da Companhia.
2. A interpretação recorrida consta no Relatório nº 3/2017-CVM/SEP/GEA-3 (“Relatório 03/17”; SEI: 0217304). O Relatório 03/17 tratou não apenas da questão objeto de recurso, mas também de diversas matérias societárias ligadas ao conflito entre, de um lado, os controladores e a administração da Saraiva e, de outro, acionistas que são veículos de investimento ligados à GWI Asset Management S.A. (em conjunto, “GWI”) e pessoas eleitas com seus votos, inclusive Karen Sanchez.
3. A consulta original se insere no contexto dessas disputas. Uma descrição mais extensa desse litígio consta no próprio Relatório 03/17; no presente relatório, limito a descrição ao essencial para a compreensão e análise do recurso.
4. Nesse sentido, e muito resumidamente, destaco que:
  - a. a GWI e as pessoas por ela eleitas alegam ser vítimas de abuso de poder de controle, sob diversas formas, e de não terem suas solicitações de informações adequadamente respondidas pela administração da Companhia;
  - b. por outro lado, acionistas controladores e a administração da Companhia alegam que a GWI e pessoas por ela eleitas abusaram de suas prerrogativas de acionistas minoritários e de ocupantes de cargos na administração e no conselho fiscal;
  - c. em um dos eventos dessa disputa, os controladores votaram favorável e decisivamente pela aprovação de propositura de ação de responsabilidade contra a conselheira fiscal Ana Maria Loureiro Recart, levando ao seu afastamento, nos termos do art. 159, §2º, da Lei 6.404/76 e à consequente investidura no cargo de até então suplente Karen Sanchez; e
  - d. Karen Sanchez tem relações profissionais com a GWI e foi uma das pessoas mencionadas em reclamação apresentada pela Saraiva à CVM.
5. A despeito dos méritos das alegações de um e outro lado da disputa, as questões

levantadas por ambas são de natureza societária, no sentido de que envolvem a condução das atividades da Companhia e são de interesse potencial da coletividade dos acionistas. Como se verá adiante, esse foi um ponto importante para a interpretação recorrida.

## II. A consulta original: negativa de acesso a informações

6. Em 12.08.2016, no exercício de sua função como conselheira, Karen Sanchez foi solicitada a se retirar da reunião quando outro conselheiro fiscal fez questionamentos sobre as despesas incorridas pela Saraiva em razão dessas mesmas disputas societárias.

7. O pedido para que ela se retirasse teria sido feito por administradores, mas contado com o consentimento dos demais membros do conselho fiscal.

8. Novas informações sobre o tema teriam sido repassadas aos demais conselheiros fiscais em reunião posterior, em 28.09.2016, e em e-mails, sempre com exclusão de Karen Sanchez, em razão de seu alegado conflito de interesses, por ter vínculo profissional com a GWI.

9. Karen Sanchez questionou se a CVM considera esse posicionamento correto. Em sua avaliação pessoal, suas funções de conselheira fiscal e sua relação profissional com a GWI não deveriam ser confundidas.

10. Destaque-se que as atas das reuniões do conselho fiscal acima mencionadas registram que os auditores independentes, após serem consultados, teriam confirmado que os custos associados ao litígio poderiam ser reconhecidos como despesas da Companhia (SEI: 0178618).

11. Os membros do conselho fiscal foram ouvidos e, em linhas, gerais, assumem a responsabilidade pela solicitação para que Karen Sanchez se retirasse das discussões sobre esse tema. Seria equivocada, portanto, a ilação de que a administração da Saraiva, por ter entendimento diverso, estaria obstruindo acesso daquela conselheira fiscal a informações.

12. A decisão do conselho fiscal estaria pautada no art. 156 da Lei 6.404/76 e no fato de que, para além de profissional ligada à GWI, ela tem envolvimento central nos conflitos contra a Companhia. Neste sentido:

- a. Karen Sanchez é uma das pessoas às quais, na reclamação feita à CVM, a administração da Saraiva imputa prática de atos irregulares;
- b. ela é advogada constituída em tal processo e em diversos outros que tramitam na CVM, com poderes para representar a GWI e pessoas por ela eleitas;
- c. ela teria mensagens eletrônicas, em nome próprio e da GWI, com as requisições de informações que a administração da Saraiva considera abusivas;
- d. ela teria participado das visitas a lojas físicas da Saraiva – uma das condutas tida por excessiva da parte da GWI e pessoas a ela ligadas; e
- e. seu interesse seria obter o arquivamento dos processos, contrariamente à intenção da Companhia de ver suas condutas apuradas.

13. Ainda, os membros do conselho fiscal teriam se balizado pelo posicionamento pregresso da CVM sobre a matéria, extraído do processo CVM RJ-2005-9740. Nele, teria restado esclarecido que membro do conselho fiscal que patrocina demanda contra companhia possui interesse conflitante com a busca do melhor interesse da sociedade.

14. A administração da Saraiva também se manifestou em linha com as observações do conselho fiscal, destacando que abrir a Karen Sanchez as informações sobre os litígios seria entregar às contrapartes da Companhia a relação de todas as medidas adotadas pela Saraiva para defender seus interesses.

### III. Resposta da SEP à consulta

15. Em síntese, a SEP entendeu que a administração da Saraiva não pode, por um lado, usar recursos financeiros e humanos da Companhia em sua própria defesa e na de seus acionistas controladores e, por outro lado, negar acesso a essas informações aos membros do conselho fiscal que tenham sido eleitos pela GWI.

16. Essa conclusão é a etapa final do seguinte encadeamento de argumentos:

- a. no regime legal societário, a Companhia só pode empregar seus recursos financeiros e humanos na persecução do interesse social;
- b. ao contrário dos precedentes citados pela administração da Saraiva, a disputa entre controladores e a GWI é de natureza societária e põe em questão a própria definição do que seria o interesse social no caso concreto – é possível que os acionistas estejam alinhados a um ou outro lado da controvérsia;
- c. assim, nenhum dos dois lados da disputa pode *ex ante* se arvorar na condição de intérprete autorizado do interesse social e, conseqüentemente, afirmar que o outro lado da disputa age em conflito com tal interesse social;
- d. isso não implica necessária e automaticamente um dever da Companhia de se abster inteiramente na disputa – é possível, por exemplo, que uma política de custear despesas incorridas por administradores satisfaça o interesse social; e
- e. mas se realmente for o caso de empregar recursos da Companhia de qualquer modo nessa disputa – no necessário pressuposto de que isto atende ao interesse social – então todos os conselheiros devem ter acesso a informações sobre o uso dos recursos sociais.

### IV. Recurso

17. Logo no dia seguinte ao envio de ofício que comunicou a conclusão da SEP sobre a consulta apresentada por Karen Sanchez, a Saraiva interpôs recurso, nos termos da Deliberação CVM nº 463/03, com pedido de efeito suspensivo.

#### Pedido de efeito Suspensivo

18. O pedido de efeito suspensivo foi fundamentado no receio de prejuízo de difícil e incerta reparação decorrente da execução da decisão: concedidas as informações a Karen Sanchez, não haveria como fazê-la esquecer tais informações ou devolver dados a que tivesse acesso, em caso de reforma da decisão pelo Colegiado da CVM.

19. Em resposta a esse pedido, a SEP enviou à Companhia ofício (SEI 0220025), no qual:

- a. esclarece que não teria havido determinação para que informações fossem divulgadas a Karen Sanchez ou a qualquer outro membro do conselho fiscal, inclusive por falta de competência legal para tanto;
- b. esclarece que teria havido apenas a comunicação de uma interpretação sobre a Lei 6.404/76 e que a consequência de uma atuação de modo contrário a tal interpretação poderia levar a um eventual processo administrativo sancionador; e
- c. informa que não seria iniciado processo sancionador até a decisão do Colegiado, sem prejuízo de que eventual processo então iniciado alcance fatos relativos ao período no qual o recurso esteja pendente de julgamento.

20. Desse modo, a questão do efeito suspensivo encontra-se superada, restando ser decidido

o mérito da controvérsia.

### Mérito

21. A administração da Saraiva pede a reforma do entendimento da SEP pelas seguintes e resumidas razões:

- a. a SEP teria partido da perspectiva errada sobre a questão: não se trata de saber qual seria o interesse social ou mesmo se pareceria razoável que acionistas controladores tivessem acesso aos custos incorridos pela Saraiva nos conflitos, mas de observar quais membros do conselho fiscal estariam, à luz do art. 156 da Lei 6.404/76, em situação de conflito de interesses para participar de deliberações sobre o tema;
- b. nenhum dos membros do conselho fiscal é acionista da Companhia ou mesmo vinculado aos acionistas controladores, logo não possuem qualquer relação ou interesse o conflito deflagrado entre a Saraiva e GWI ou entre os controladores e a GWI;
- c. a única pessoa relacionada aos conflitos é Karen Sanchez, que é parte em alguns processos e tem poderes de representação da GWI e de pessoas eleitas por essa acionista para os conselhos de administração e fiscal;
- d. os embates entre a Saraiva e a GWI não podem ser interpretados como conflitos entre os acionistas controladores (valendo-se da pessoa jurídica) e os acionistas minoritários; essa digressão depende de evidências claras e irrefutáveis de que as demandas não interessavam à Saraiva, mas sim a seus controladores que dela se valeram com base em seu poder de controle; e
- e. o processo RJ-2005-9740 deve ser considerado um precedente para o presente caso, tendo a SEP descartado sua aplicação por razões alheias às que fundamentaram a decisão do Colegiado em tal caso.

22. Assim, a Saraiva, ressaltando-se a prerrogativa de recorrer quanto a outros pontos do Relatório 03/17, pretende que a manifestação da área técnica seja reformada.

### **V. Análise**

#### Esclarecimento Inicial

23. Logo de início já vale salientar que a SEP mantém o entendimento recorrido, por todos os fundamentos de sua decisão original, que constam nos parágrafos 199 a 222 do Relatório 03/17.

24. De fato, pela forma como o restante desta análise está estruturada, muitos daqueles fundamentos serão inevitavelmente reproduzidos neste relatório. Porém, ainda quando não haja reiteração expressa dos fundamentos do Relatório 03/17, devem-se considerá-los como se aqui estivessem transcritos.

#### Interesse Social

25. Como visto, o recurso se inicia com a alegação de que a SEP teria tomado a perspectiva equivocada sobre a questão:

"não se trata de saber qual seria o interesse social ou mesmo se pareceria razoável que acionistas controladores tivessem acesso aos custos incorridos pela Saraiva nos conflitos, mas de observar quais membros do conselho fiscal estariam, à luz do art. 156 da Lei 6.404/76, em situação de conflito de interesses para participar de deliberações sobre o tema."

26. Note-se, porém, que o art. 156 da Lei 6.404/76 trata de conflito de interesses entre a companhia e o seu administrador (ou, como no caso, seu conselheiro fiscal). Portanto, não há como

dissociar a análise da questão apresentada por Karen Sanchez do interesse social.

27. Tanto assim, aliás, que o próprio recurso, sintomaticamente, usa os seguintes termos para concluir sua sustentação de que as requisições de Karen Sanchez incidiriam na hipótese prevista no art. 156 da Lei 6.404/76:

“O ponto central é que a Sra. Karen Sanchez mantinha interesse oposto e inconciliável com os interesses da Saraiva, nas demandas em curso, incidindo na hipótese prevista pelo art. 156 da Lei das S/A. devendo, portanto, deixar de participar das deliberações envolvendo os litígios” (sem grifos no original).

28. A discussão sobre o interesse social pode adentrar controvérsias teóricas com muitas nuances. Para decidir o presente caso, no entanto, podemos pragmaticamente nos restringir a apenas coibir certas apropriações indevidas do interesse social, como a que pode estar sugerida no argumento da recorrente discutido a seguir:

“os embates entre a Saraiva e a GWI não podem ser interpretados como conflitos entre os acionistas controladores (valendo-se da pessoa jurídica) e os acionistas minoritários; essa digressão depende de evidências claras e irrefutáveis de que as demandas não interessavam à Saraiva, mas sim a seus controladores que dela se valeram com base em seu poder de controle.”

29. O que se pode entrever neste argumento é uma implícita assimilação entre o interesse da Saraiva e o de seus controladores ou administradores – ao menos até que se prove o contrário. Sem essa evidência, a despeito do que outros acionistas aleguem, administradores e controladores poderiam usar recursos sociais para refutar atos irregulares que lhe sejam imputados e poderiam fazê-lo, inclusive, negando acesso a informações sobre os custos que tenham levado a companhia a incorrer para tal fim.

30. Na verdade, mesmo a válvula de escape prevista no argumento – a existência de “evidências claras e irrefutáveis” – é menos robusta do que aparenta, pois uma das formas pelas quais os recursos de uma companhia podem ser empregados é buscando refutar quaisquer evidências a respeito das irregularidades imputadas aos administradores.

31. Para perceber como essa postura pode ser inadequada, basta ver que, no próprio caso concreto de litígio com a GWI, a Saraiva vem sustentando a legalidade de declarações de seu diretor presidente que expressamente indicam manipulação de provisões contábeis para fins de reportar um resultado maior ou menor, conforme sua conveniência comercial. Não se espera esse tipo de conduta de administradores: companhias abertas em situações similares destinam recursos para promover uma investigação independente sobre tais práticas. Sob esse prisma, a própria decisão de custear a defesa de teses favoráveis a seu diretor presidente seria passível de questionamentos.

32. De todo modo, o Relatório 03/17 foi bem menos longe do que afirmar que a Companhia não poderia custear despesas na defesa de atos de seus administradores ou controladores. Inclusive, foi expressamente reconhecida a possibilidade de mecanismos que reconciliem esses atos com a defesa do interesse social, como, por exemplo, a previsão de ressarcimento a depender das conclusões sobre o mérito da controvérsia.

33. O que o Relatório 03/17 efetivamente disse foi que (i) quaisquer atos praticados em nome da Companhia devem sê-lo no necessário pressuposto de que atendem o interesse social; e (ii) que como esse interesse não se identifica *a priori* com os interesses de nenhum dos lados, o tratamento a ambos deve ser equitativo, não podendo ser nenhum deles rotulado como agindo em conflito de interesses.

34. Colocando a questão de outro modo, não há nenhum argumento sólido em favor do conflito de interesses de Karen Sanchez que não possa ser revertido e usado para sustentar o conflito de interesses dos administradores e controladores da Saraiva.

35. O recurso até tenta oferecer argumentos nessa linha, basicamente apelando para a posição processual de Karen e da Saraiva:

"a única pessoa relacionada aos conflitos é Karen Sanchez, que é parte em alguns processos e tem poderes de representação da GWI e de pessoas eleitas por essa acionista para os conselhos de administração e fiscal."

36. Simplesmente apontar que Karen Sanchez litiga “contra a Saraiva” é uma forma simplista de resumir a questão, que desconsidera que:

- a. a “Saraiva” enquanto pessoa jurídica, cuja existência é fictícia, não possui interesses genuinamente autônomos; e
- b. a posição processual de Karen Sanchez, dos administradores e da própria “Saraiva” é reflexo da prerrogativa dos administradores de representar a Companhia, mas não necessariamente uma garantia de que essa prerrogativa tenha sido exercida em linha com o interesse social.

37. Apenas para ilustrar o último ponto acima, considere-se a hipótese de um acionista que pleiteia o desfazimento de ato societário supostamente irregular e em prejuízo da coletividade dos sócios. Por razões processuais, ele pode estar litigando “contra a companhia”, mas na verdade em defesa de uma questão afeta ao interesse de todos os sócios. Se “a companhia decide” usar seus recursos (i.e., recursos de todos os sócios) para resistir à pretensão apresentada, deve naturalmente prestar contas disso a todos os sócios.

38. Por fim, friso que não se está aqui defendendo que sejam antecipadas a Karen Sanchez todas as estratégias que a Companhia venha a adotar em relação ao litígio. As informações a ser divulgadas devem ser aquelas ligadas ao exercício da função de conselheira fiscal, como, por exemplo, valores, beneficiários, datas e descrição sumária dos serviços prestados.

#### Outros Argumentos

39. Há dois outros argumentos no recurso que convém endereçar.

40. Buscando distinguir a situação de Karen Sanchez dos demais membros do conselho fiscal, afirmou-se que, enquanto ela litiga em nome próprio e como representante de outros acionistas, de outro lado, nenhum dos membros do conselho fiscal é acionista da Companhia ou mesmo vinculado aos acionistas controladores, logo não possuem qualquer relação ou interesse o conflito deflagrado entre a Saraiva e GWI ou entre os controladores e a GWI.

41. Contudo, essa observação não tem impacto sobre a interpretação recorrida, que não afirmou ou mesmo sugeriu algo diverso do alegado no recurso sobre esse ponto específico. Em especial, não se considerou que os demais membros do conselho fiscal fossem próximos ao acionista controlador ou por alguma razão estivessem em conflito de interesses. A conclusão do Relatório 03/17 é apenas que Karen Sanchez tampouco estava em conflito.

42. Não está claro se o recurso pretendeu sugerir que os demais membros do conselho fiscal, por não estarem em conflito de interesses, poderiam legitimamente deliberar que Karen Sanchez estaria em conflito sobre certos assuntos e não deveria interferir neles. Tenha sido essa ou não a intenção do recurso, o fato é que esse argumento não é amparado pela Lei 6.404/76: a existência de conflitos de interesses não é decidida por maioria.

43. Outro ponto levantado no recurso foi a aplicabilidade do precedente RJ-2005-9740 ao caso em exame. No Relatório 03/17, já haviam sido expostas razões pelas quais os casos foram considerados dissimilares ao ponto em que a invocação do precedente não seria válida. A recorrente, porém, mantém sua posição original alegando basicamente que:

"o processo RJ-2005-9740 tratou de situação idêntica e deve ser considerado um precedente para o presente caso, tendo a SEP descartado sua aplicação por razões alheias às que fundamentaram a decisão do Colegiado em tal caso."

44. Entretanto, a similaridade entre os dois casos se resume a que, em ambos, um advogado

de pessoa que litiga contra a companhia ocupou posição no conselho fiscal e enfrentou alegações de conflito de interesses.

45. Já a diferença entre os dois casos é que, no processo RJ-2005-9740, o litígio envolvendo a companhia era de natureza extrassocietária: o conselheiro fiscal em questão era advogado de um empregado que pleiteava indenização por danos morais e materiais em virtude de acidente de trabalho. Nesta situação, não é plausível que os acionistas em geral desejem que o autor da ação tenha êxito em sua demanda.

46. Enquanto isso, o presente caso é de natureza societária, sendo muito mais razoável conceber que os acionistas em geral estejam divididos sobre se a companhia estaria em posição melhor com o êxito do autor da ação. Como já se disse acima, nesse caso, a própria determinação do interesse social está em questão.

47. Quanto à alegação de que essa diferenciação não está expressa na decisão do caso RJ-2005-9740, noto que:

- a. ao decidir o processo RJ-2005-9740, o Colegiado só precisava destacar aspectos relevantes ao caso objeto do processo, e não demarcar distinções frente a situações hipotéticas que à época não estavam presentes;
- b. de todo modo, o Colegiado foi bastante específico ao mencionar o objeto do litígio envolvendo a companhia naquela oportunidade, autorizando a inferência de que esse não seja um dado desimportante; e
- c. a discussão que veio a ser travada em outro caso posterior, o RJ-2008-4134, reforça a importância dessa distinção.

48. Desse modo, não há casos substancialmente similares ao presente que já tenham sido decididos pelo Colegiado de modo a servir de orientação para a situação em exame.

## **VI. Conclusão**

49. Por todo o exposto, mantemos a análise e conclusões do Relatório 03/17 em todos os seus termos e, dessa forma, nos termos da Deliberação CVM nº 463/03, encaminhamos o processo à Superintendência Geral para posterior submissão ao Colegiado.

50. Por se tratar de questão que envolve submissão de informações a membro do conselho fiscal, cujo prazo de mandato irá expirar-se em breve, esta Superintendência se dispõe a relatar o caso na reunião de Colegiado em que vier a ser pautado.

Atenciosamente,

**RAPHAEL SOUZA**

Gerente de Acompanhamento de Empresas 3

Ao SGE, de acordo com a manifestação da GEA-3.

Atenciosamente,

**FERNANDO SOARES VIEIRA**

Superintendente de Relações com Empresas

Ciente.

À EXE, para as providências exigíveis.

ALEXANDRE PINHEIRO DOS SANTOS

Superintendente Geral

---

[1] GWI Empreendimentos Imobiliários S.A.; GWI Brazil and Latin America Master Fund; GWI Classic Fundo de Investimento em Ações; GWI Leverage Fundo de Investimento em Ações; GWI PIPES Fundo de Investimento em Ações; GWI Dividendos Fundo de Investimento em Ações; GWI High Growth Fundo de Investimento em Ações; GWI Small e Mid Caps Fundo de Investimento em Ações; e Fundo de Investimento em Ações GWI Private Investimento no Exterior.



Documento assinado eletronicamente por **Raphael Acácio Gomes dos Santos de Souza, Gerente**, em 07/02/2017, às 14:15, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



Documento assinado eletronicamente por **Fernando Soares Vieira, Superintendente**, em 07/02/2017, às 19:22, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), informando o código verificador **0225092** e o código CRC **EFA062D4**.  
*This document's authenticity can be verified by accessing [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), and typing the "Código Verificador" 0225092 and the "Código CRC" EFA062D4.*

---