



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.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM nº SP2016/0246

Reg. Col. 0973/18

Interessados: Saraiva S.A. Livreiros Editores
Vicente Conte Neto

Assunto: Recurso contra decisão da Superintendência de Relações com Empresas – SEP a respeito de suposta retenção indevida de lucros da Saraiva S.A. Livreiros Editores.

Diretor Relator: Gustavo Tavares Borba

Relatório

I. OBJETO E ORIGEM

1. Trata-se de recurso contra decisão da Superintendência de Relações com Empresas (“SEP”) em processo de reclamação protocolizado pelo Sr. Vicente Conte Neto (“Recorrente”), acionista da Saraiva S.A. Livreiros Editores (“Saraiva” ou “Companhia”).

2. O presente processo administrativo teve início em 22/6/16, com base em reclamação apresentada por Vicente Conte Neto, acionista minoritário da Companhia, que sustentou ter sido irregular a distribuição do resultado apurado no exercício de 2015.

II. FATOS

3. A Assembleia Geral Ordinária de 29/4/2016 (“AGO 2016”) aprovou proposta da administração para destinação do lucro líquido do exercício social de 2015 (“Proposta da Administração”) da seguinte forma: (i) a destinação de 5% (cinco por cento) do lucro líquido do exercício à reserva legal; (ii) a não distribuição do dividendo obrigatório, com o registro do valor correspondente em reserva especial, constituída com fulcro no §5º do art. 202 da Lei nº 6.404/76; e (iii) a destinação do saldo



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.cvm.gov.br

remanescente à “reserva para futuro aumento de capital”, prevista no art. 37 do estatuto social da Companhia¹.

4. Conforme Proposta da Administração, a retenção do dividendo mínimo obrigatório justificar-se-ia em razão “do atual nível de endividamento da Companhia e do cenário de grave recessão econômica, com aperto recorde na liquidez do mercado financeiro” (fls. 231). Justificativa similar foi apresentada pela administração para a destinação do saldo remanescente do lucro líquido à “reserva para futuro aumento de capital”.

5. Ao analisar a situação financeira da Companhia, a Administração ressaltou que:

“Em 31 de dezembro de 2015 a dívida líquida do Grupo Saraiva somava R\$ 516 milhões, sendo que a geração do caixa operacional representada pelo EBITDA ajustado (excluindo-se os eventos não recorrentes) do negócio Varejo, única atividade do Grupo Saraiva que remanesce após a alienação dos negócios editoriais para a Somos Educação concluída em 30 de dezembro de 2015, foi de apenas R\$ 3 milhões no exercício social de 2015. Em relação ao total de endividamento, estão previstas amortizações no exercício social de 2016 que somam R\$ 250 milhões, conforme descrito no Anexo IV acima. Além disso, parcela significativa do valor de venda, R\$ 395 milhões, recebida em virtude da referida transação de venda de ativos editoriais para a Somos Educação, não foram, até a presente data, liberados da escrow account na qual foram depositados na data de fechamento da transação pela compradora, pois aguardam a conclusão de determinados eventos futuros.”

¹ Em Assembleia Geral Extraordinária, realizada na mesma data (29/4/2016), foi aprovada a alteração da descrição da referida reserva no estatuto social da Companhia, que passou a prever o seguinte:

“Art. 35. O lucro líquido do exercício, correspondente ao resultado após as deduções e participações previstas no artigo 34 deste Estatuto, terá obrigatoriamente a seguinte destinação: (...) e) uma parcela não superior à diferença entre 75% (setenta e cinco por cento) do lucro líquido anual ajustado na forma prevista no artigo 202 da Lei 6.404/76 (incluindo, portanto, eventual destinação de parcela do lucro líquido para constituição de reserva para contingências); e (ii) a reserva indicada no item c) acima [reserva de incentivos fiscais], poderá ser destinada à formação de reserva para futuro aumento de capital, que terá por fim garantir a capitalização da companhia, ficando ressalvado que o saldo acumulado desta reserva não poderá ultrapassar o menor entre os seguintes valores: (i) 80% (oitenta por cento) do capital social; ou (ii) o valor que, somado aos saldos das demais reservas, excetuadas a reserva de lucros a realizar e a reserva para contingências, não ultrapasse 100% (cem por cento) do capital social da 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
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

6. Deste modo, dos R\$ 93.703.528,33 correspondentes ao lucro líquido relativo ao exercício social de 2015: (i) R\$ 4.685.176,42 foram destinados à reserva legal; (ii) R\$ 22.254.587,98 foram registrados na “reserva especial de dividendo obrigatório não distribuído”; e (iii) R\$ 66.763.763,93 foram alocados na “reserva para futuro aumento de capital”.

III. RECLAMAÇÃO

7. Vicente Neto, então, apresentou reclamação à CVM (fls. 1-39), argumentando, em síntese, que:

- (i) haveria uma única exceção à obrigação de distribuição imediata e integral do dividendo mínimo obrigatório: quando se demonstrasse a incompatibilidade de tal destinação com a situação financeira da Companhia, o que se verificaria quando a distribuição pudesse pôr em risco a sua solvência;
- (ii) no caso da Saraiva, ao aditar a Proposta da Administração, republicada em 27/4/2016, os administradores teriam afastado expressamente problemas da Companhia em relação a liquidez e capacidade de honrar as obrigações relativas ao seu endividamento. Deste modo, a Saraiva contaria com recursos suficientes para honrar seus compromissos financeiros;
- (iii) também não serviria de justificativa “o cenário recessivo do país”, que teria impactado as atividades varejistas. Isso porque, comparando os resultados de 2015 e 2014, verificar-se-ia que o negócio de varejo da Companhia teria apresentado queda de apenas 2,7% e que o seu faturamento no primeiro trimestre de 2016 teria crescido 3,3%;
- (iv) assim, a não distribuição do dividendo mínimo obrigatório configuraria abuso do poder de controle, o que deveria ser apurado pela CVM no âmbito de processo administrativo sancionador;
- (v) o dispositivo do estatuto social da Saraiva que prevê a “reserva para futuro aumento de capital” não observaria os requisitos de constituição previstos no art. 194 da Lei nº 6.404/76;



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.cvm.gov.br

- (vi) ao fixar um limite de “até 75% do lucro líquido anual ajustado”² para destinação de recursos à referida reserva em determinado exercício social, transferir-se-ia à assembleia e, em última análise, aos acionistas controladores, a prerrogativa de determinar a parcela do saldo remanescente do lucro líquido que seria alocada em tal reserva e, por conseguinte, se os acionistas receberiam ou não dividendos superiores ao mínimo obrigatório; e
- (vii) a previsão estatutária da “reserva para futuro aumento de capital” também não atenderia outro requisito estabelecido no art. 194 da Lei nº 6.404/76, qual seja, a indicação do limite máximo da reserva, haja vista que a reserva ora em questão teria por limite o próprio valor do capital social da Companhia, de modo que, atingido tal limite, bastaria aos controladores aprovarem a capitalização da reserva para continuar a utilizar tal reserva para não distribuição de dividendos além do mínimo obrigatório.
8. Por estas razões, o Recorrente solicitou que a CVM:
- (i) investigasse e punisse os acionistas controladores e conselheiros da Saraiva, Jorge Eduardo Saraiva e Olga Maria Barbosa Saraiva, por suposto abuso de poder de controle;
- (ii) recomendasse a imediata distribuição e pagamento aos acionistas da Companhia: (a) dos dividendos mínimos obrigatórios e do saldo remanescente do lucro líquido referentes ao exercício social de 2015, e (b) do saldo da conta de “reserva estatutária para futuro aumento de capital”; e
- (iii) recomendasse a alteração do estatuto social da Companhia para que fosse excluída a previsão da reserva estatutária para futuro aumento de capital.
9. Em 1/08/16, frente ao envio de ofício pela CVM à Companhia, a Saraiva apresentou justificativa para a Proposta da Administração (fls. 554-558).
10. Em linhas gerais, a Companhia argumentou que a propositura da destinação do dividendo mínimo obrigatório do exercício para reserva especial seria ato resguardado

² De acordo com a redação da cláusula estatutária, o montante anual a ser destinado à reserva para futuro aumento de capital corresponderia à diferença entre 75% do lucro líquido do exercício e a parcela destinada à reserva de incentivos fiscais, caso existente.



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.cvm.gov.br

pela regra da decisão negocial (*business judgement rule*), conforme já reconhecido pela CVM, e que caberia à administração decidir, a partir da análise das variáveis econômicas disponíveis e nas projetáveis, se a distribuição do dividendo colocaria em risco a situação financeira da companhia.

11. Ademais, a destinação de tais valores à reserva especial não estaria necessariamente vinculada à solvabilidade da companhia, “*mas à possibilidade de a companhia precisar dos recursos que seriam distribuídos, a título de dividendo mínimo obrigatório, para fazer frente a obrigações ou adversidades que espera enfrentar, pelas mais diversas razões*” (fls. 554v).

12. Quanto à Proposta da Administração de não distribuição do dividendo obrigatório, argumentou-se que teriam sido observados todos os requisitos legais (elaboração de parecer do conselho fiscal, aprovação da assembleia geral e comunicação à CVM). O mesmo poderia ser dito em relação à constituição e destinação de recursos à “reserva para futuro aumento de capital”, não havendo qualquer problema em se utilizar da expressão “até 75% do lucro líquido anual ajustado” para definir o limite máximo anual, o que estaria de acordo com precedentes da CVM³.

IV. ANÁLISE DA SEP

13. Em 16/5/17, a SEP apresentou suas considerações por meio do Relatório nº 53/17 (fls. 690-700), no qual concluiu:

- i. que teria sido ilegal o ato de não distribuição do dividendo mínimo obrigatório do exercício social de 2015, por violação ao art. 202, §4º da Lei 6.404/76. Muito embora essa infração pudesse ter sido atenuada pelo fato de a AGO de 28/4/2017 ter deliberado a distribuição de parte do valor retido na reserva especial, isso, por si só, não seria capaz de sanar a irregularidade, devendo a administração da Saraiva manifestar-se acerca das medidas a serem tomadas para evitar a instauração de processo administrativo sancionador; e
- ii. quanto à regularidade da reserva estatutária “para futuro aumento de capital”, que não haveria elementos suficientes para justificar a instauração de processo

³ Nesse sentido, a Saraiva mencionou as decisões proferidas no Processo CVM nº RJ2004/2684, RJ2001/3270 e RJ2001/12367.



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.cvm.gov.br

administrativo sancionador, mas recomendou à Companhia que, em futuras destinações de lucros a esta reserva, sejam apresentadas justificativas concretas para as retenções de recursos.

14. No que diz respeito a não distribuição do dividendo obrigatório, a SEP esclareceu que tanto a interpretação do Recorrente como a da Companhia sobre o §4º do art. 202 da Lei nº 6.404/76 seriam “exageradas”. As hipóteses de criação de reserva especial não se restringiriam aos casos de insolvência da companhia nem tampouco seriam tão amplas como sustentado pela Saraiva.

15. A SEP afirmou que a insolvência não seria a única hipótese para criação de reserva. Contudo, o dividendo obrigatório deveria ser distribuído sempre que possível, *“ainda que a administração e a assembleia tenham motivos razoáveis para acreditar que a retenção do dividendo obrigatório possa ser usada para otimizar a alocação de recursos da empresa – em benefício futuramente, inclusive, do próprio acionista dissidente que será privado de seu dividendo no presente”* (fl. 693).

16. No caso, haveria suposta inconsistência entre a justificativa apresentada pela administração para não distribuição de dividendos e as declarações prestadas em outro processo administrativo instaurado pela CVM⁴, no âmbito do qual a Companhia contestou veementemente a visão pessimista de determinados acionistas acerca de sua situação financeira. Nesse sentido, apresentou, inclusive, parecer elaborado em julho de 2016 atestando que *“a empresa [teria] capacidade de sobra para cumprir todas as suas obrigações até o final de 2018”* (fls. 694).

17. Na visão da SEP, o posicionamento apresentado no referido processo, pouco mais de dois meses após a AGO de 2016, somado à análise dos indicadores financeiros ressaltados pela administração para defender a saúde financeira da Companhia, revelariam que *“a retenção não foi feita por ser incompatível com a situação financeira da Companhia (...), mas sim para supostamente maximizar o valor da companhia para todos os acionistas”* (fls. 694). dos dividendos não teria sido feita por ser incompatível

⁴ Trata-se do Processo CVM nº 19957.004707/2016-90, instaurado pela CVM a partir de reclamação procolada pela Saraiva em vista de atos praticados por alguns de seus acionistas – dentre os quais a “convocação abusiva” por parte destes de uma assembleia geral “com o objetivo de deliberar sobre a atual situação econômico-financeira da Companhia e tomar as medidas necessárias para mitigar a possibilidade iminente de insolvência” (fl. 693).



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.cvm.gov.br

com a situação financeira da Companhia, mas sim para supostamente maximizar o seu valor para todos os acionistas.

18. Em relação à regularidade da reserva estatutária “para futuro aumento de capital”, a SEP separou a análise em dois pontos: (i) a adequação da redação estatutária às exigências legais; e (ii) a utilização de tal reserva ao longo do tempo.

19. Quanto ao primeiro ponto, entendeu que a previsão estatutária da Saraiva encontrar-se-ia em zona limítrofe e, considerando que o histórico de precedentes da CVM sobre o tema envolveria muitas divergências, concluiu não estarem presentes os elementos necessários à instauração de processo administrativo sancionador para apuração de responsabilidades.

20. Com relação à utilização de tal reserva, ressaltou que, a partir da leitura dos documentos que subsidiaram a destinação de recursos à reserva estatutária em exercícios anteriores, seria possível identificar uma falha informacional por parte da Companhia na apresentação dos fundamentos para a retenção.

21. No entanto, considerando certas atenuantes (aprovações unânimes em exercícios anteriores e melhora na informação prestada em 2016), concluiu ser suficiente “*uma orientação para que, em situações similares no futuro, a administração busque ser mais concreta em relação aos motivos pelo qual [sic] é fundamental que aquele capital específico não seja distribuído (...)*” (fl. 700).

V. PEDIDO DE RECONSIDERAÇÃO

22. Em 06/06/17, a Saraiva apresentou um pedido de reconsideração⁵ da decisão da SEP que entendeu como ilegal a não distribuição dos dividendos obrigatórios do exercício de 2015 (fls. 706-711), apresentando novas informações que justificariam a criação da reserva especial (art. 202, § 4º).

23. A Saraiva sustentou que a conclusão da área técnica neste ponto teria se baseado em pressupostos equivocados, porquanto não teria sido considerado importante

⁵ Ressalte-se que, mesmo antes da apresentação do pedido de reconsideração, a Companhia protocolou expediente (05.06.2017) comprometendo-se a distribuir, a título de dividendo, o saldo remanescente da reserva especial, sendo que já teria sido distribuído, na AGO de 2017, R\$ 4.803.488,10 do dividendo obrigatório.



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.cvm.gov.br

fato superveniente ocorrido após a AGO de 2016, que teria afetado diretamente a situação financeira da Companhia: o recebimento do saldo do valor devido pelo Grupo Somos Educação em razão da aquisição do segmento editorial da Saraiva (R\$ 363.860.000,00).

24. Conforme informado pela Saraiva, até a elaboração da Proposta da Administração, em 29/3/2016, a Companhia apresentava dívida líquida de R\$ 515 milhões, dos quais R\$ 275 milhões venceriam no exercício de 2016, e ainda aguardava o recebimento do referido saldo de R\$ 363 milhões, que, à época, encontrava-se retido em uma *escrow account*. A liberação deste valor foi sendo realizada em parcelas ao longo de 2016, sendo que entre abril e maio de 2016 foram recebidos R\$ 269 milhões, tendo sido pago o montante remanescente entre julho e dezembro deste mesmo ano.

25. Acrescentou-se, ainda, que, ao contrário do informado no relatório de análise da SEP, a Saraiva não dispunha de R\$ 126 milhões na conta de “Caixas e Equivalentes de Caixa” da demonstração financeira do exercício de 2015, mas apenas R\$ 3 milhões, dado que o valor restante seria da Saraiva e Siciliano S.A., companhia fechada controlada pela Saraiva.

26. Diante desse contexto, levando em conta a dívida elevada que se venceria em curto prazo e a falta de recursos para quitá-la, a Companhia ratificou a posição de que a distribuição do dividendo obrigatório do exercício social de 2015 seria realmente temerária, de modo que a constituição da reserva especial teria sido uma medida correta e legal. Ademais, não obstante a situação financeira da Saraiva tenha apresentado melhora ao longo do exercício de 2016⁶, tal melhora não seria suficiente para justificar o pagamento integral do dividendo retido, visto que a Companhia teve prejuízo de R\$ 49.804.000,00 neste exercício.

27. Por fim, a Saraiva afirmou que a administração teria proposto, na AGO de 2017, que o referido prejuízo fosse absorvido integralmente pela reserva estatutária e que uma parcela considerável da reserva especial fosse distribuída.

⁶ De acordo com a Saraiva, parte de suas dívidas teriam sido amortizadas ou quitadas ao longo do exercício de 2016 com os recursos do caixa da Saraiva e Siciliano S.A., bem como com os valores recebidos do Grupo Somos Educação.



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.cvm.gov.br

VI. NOVA ANÁLISE DA SEP

28. Em sequência, a SEP apresentou o Relatório nº 79/17 (fls. 720-725), no qual, diante das novas informações apresentadas, concluiu que, de fato, haveria elementos a demonstrar que, entre a realização da AGO 2016 e as declarações prestadas pela Companhia à CVM em outro processo, teria ocorrido mudança relevante em seu cenário financeiro e, por conseguinte, a contradição antes identificada no discurso da Saraiva, uma das principais razões para suas conclusões iniciais (fls. 690-700), não subsistiria mais de modo tão evidente como aparentava.

29. Deste modo, a conclusão a respeito da regularidade da não distribuição do dividendo obrigatório demandaria um maior aprofundamento sobre os aspectos financeiros da Companhia. No entanto, ainda que fosse demonstrada a irregularidade em tal destinação, a CVM não possuiria competência legal para determinar o pagamento dos dividendos, restando-lhe a possibilidade de acusação em processo administrativo sancionador, o que dependeria não somente da constatação objetiva da irregularidade como também da existência de justa causa para a instauração do PAS.

30. Considerando todos esses elementos, a SEP concluiu que não seria necessário o aprofundamento da análise da situação financeira da Companhia, uma vez que não haveria justa causa para atuação sancionadora caso fossem assumidos os seguintes compromissos: (i) distribuição dos valores constantes da reserva especial, na forma sugerida pela própria Companhia em petição apresentada em 5/6/2017 (fl.704); (ii) evitar que prejuízos futuros sejam absorvidos pela reserva especial, salvo não havendo alternativa; e (iii) informar devidamente ao mercado a existência dos compromissos citados neste parágrafo e suas eventuais garantias.

31. Em 2/8/17, a Saraiva divulgou Fato Relevante comprometendo-se a implementar um cronograma de distribuição do saldo remanescente do dividendo mínimo obrigatório referente ao exercício de 2015, retido em reserva especial (fl. 730), e a evitar que eventuais prejuízos futuros sejam absorvidos pela referida reserva especial, ressalvada apenas a hipótese de inexistir alternativa legal para tal medida, conforme estipulado pela CVM.



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.cvm.gov.br

VII. RECURSO

32. Em 16/11/17, o Recorrente apresentou recurso ao Colegiado da CVM (fls. 763-A-775) reiterando grande parte dos argumentos levantados inicialmente em sua reclamação e contestando a decisão da SEP de não instauração de processo administrativo sancionador para apurar a responsabilidade dos acionistas controladores e conselheiros da Saraiva pelas supostas irregularidades na destinação do lucro líquido do exercício de 2015.

33. Nesse sentido, afirmou que a decisão da SEP de acatar a proposta da Companhia de distribuição parcelada dos valores constantes da reserva especial, sem o pagamento de juros e a correção monetária, resultaria em enriquecimento sem causa da Saraiva e abriria precedente perigoso para mercado, *“criando uma ‘linha de crédito’ de fácil acesso, em detrimento dos acionistas, e sem qualquer remuneração pelo uso dos recursos”* (fls. 765).

34. Ademais, sustentou que a decisão da SEP não enfrentou diretamente o tema da regularidade da reserva estatutária “para futuro aumento de capital”, que, conforme apontado pela própria área técnica, seria desconfortável fonte de insegurança jurídica.

VIII. MANIFESTAÇÃO DA SEP

35. Em 21/02/18, a SEP emitiu o Relatório nº 15/18 (fls.779-782), no qual analisou as razões do recurso protocolizado pelo Recorrente e concluiu pela manutenção de suas decisões anteriores, pelos motivos expostos nos Relatórios nº 53/17 e nº 79/17 e no Memorando nº 74/17.

36. Não obstante, a área técnica entendeu ser conveniente esclarecer que, ao contrário do alegado pelo Recorrente, a posição final da SEP a respeito da não distribuição dos dividendos mínimos obrigatórios não foi no sentido de ter ocorrido retenção ilegal por meio da constituição de reserva especial. Com efeito, a posição inicial desta Superintendência, consubstanciada no Relatório nº 53/17, teria sido objeto de reanálise após a apresentação de novas informações pela Companhia, decidindo-se, ao final, que o grau de controvérsia sobre a ocorrência ou não de eventual irregularidade prejudicaria a instauração de PAS, desde que assumidos determinados compromissos.



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.cvm.gov.br

37. Contestou-se, ainda, o argumento do Recorrente de que a distribuição dos valores da reserva especial sem o pagamento de juros e correção monetária representaria enriquecimento ilícito.

38. Na visão da área técnica, a posição dos acionistas neste caso não seria equivalente a de um credor alheio à companhia, visto que a postergação do pagamento sem correção monetária não representaria expropriação de seu patrimônio. Isso porque, em última análise, eventuais ganhos decorrentes da correção da dívida seriam alocados no patrimônio da companhia, no qual o acionista possui participação idêntica a que teria no crédito.

39. Por fim, a SEP ressaltou que, *“potencialmente, a existência ou não de justa causa para instauração de processo sancionador pode[ria] decorrer da interpretação deste ponto”* (fls. 781), o que não feriria o modelo adotado pela CVM de segregação entre as atividades acusatória e julgadora.

40. Em 6/3/2018, fui sorteado como relator do presente processo administrativo.

É o relatório.



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.cvm.gov.br

Voto

1. O presente processo tem por objeto a análise de supostas irregularidades na destinação dos lucros líquidos da Saraiva no exercício social de 2015.
2. A controvérsia que deu origem ao recurso ora em análise envolve duas questões: (i) se a Proposta da Administração de não distribuir os dividendos mínimos obrigatórios se enquadraria na hipótese excepcional prevista no art. 202, §4º, da Lei nº 6.404/76 (“Lei das S.A.”); e (ii) se a reserva “para futuro aumento de capital” prevista no estatuto social da Saraiva observaria os requisitos fixados no art. 194 do referido diploma legal.
3. Ao examinar os argumentos levantados pelo Recorrente e os esclarecimentos prestados pela Companhia, a SEP concluiu, ao final, que, dado o histórico de precedentes da CVM envolvendo a análise dos requisitos do art. 194, dos quais não seria possível extrair um posicionamento claro sobre o tema, e considerando a redação da reserva estatutária da Saraiva, que se encontraria em zona legal limítrofe, não haveria elementos suficientes para concluir no sentido da irregularidade da referida reserva.
4. No entanto, teria sido identificada falha informacional por parte da Companhia na exposição dos fundamentos para a retenção realizada, diante do que a SEP optou por emitir orientação à Saraiva para que, em situações futuras, a administração aperfeiçoasse as informações prestadas aos acionistas.
5. Quanto à ausência de distribuição dos dividendos mínimos obrigatórios, a área técnica ressaltou que a análise da regularidade da retenção dependeria da avaliação da situação financeira da Companhia à época da deliberação, não se podendo constatar claramente situação de irregularidade, especialmente se assumidos determinados compromissos pela administração em relação aos recursos constantes da reserva especial.
6. Deste modo, em última análise, estamos diante de recurso contra a decisão da SEP de não instaurar processo administrativo sancionador para apurar eventuais responsabilidades dos administradores e controladores da Saraiva.



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.cvm.gov.br

7. Sobre esse aspecto, conforme já reconhecido em diversas oportunidades pelo Colegiado da CVM⁷, adotou-se modelo institucional em que prevalece a segregação entre as instâncias acusatória e julgadora, de modo que as atividades de investigação e acusação são conduzidas com independência pelas respectivas superintendências, que poderão, a seu juízo e de posse de elementos que as permitam formar sua convicção, decidir pela instauração ou não de processo administrativo sancionador.

8. Buscou-se, por meio desse regime regulatório, segregar a atividade julgadora, desempenhada pelo Colegiado, das atividades investigativa e de supervisão do mercado, conduzidas pelas superintendências da CVM, a fim de que as acusações sejam formuladas de forma independente e imparcial, sem qualquer contaminação que pudesse ocorrer a partir da confusão de tais funções. Neste contexto institucional, apenas em situações muito excepcionais caberia ao Colegiado tecer considerações a respeito do conteúdo da decisão da área técnica sobre a não instauração de PAS (no caso de instauração, as considerações do Colegiado seriam expostas no próprio julgamento do caso).

9. Por essas razões, e considerando que não vislumbro nenhuma situação excepcional que justifique o ingresso na análise da decisão da área técnica de não instaurar processo administrativo sancionador, deixo de conhecer o recurso interposto por Vicente Conte Neto.

10. Não obstante, entendo conveniente tecer breves considerações acerca de questão jurídica levantada no presente caso, que diz respeito ao cabimento da incidência de juros e correção monetária sobre os valores constantes de reserva especial quando de sua distribuição aos acionistas.

11. Ao analisar a sistemática estabelecida pela Lei nº 6.404/76, nota-se uma diferença relevante, tanto em termos jurídicos quanto contábeis, entre o dividendo declarado e aprovado em assembleia geral, cujo pagamento não foi realizado no mesmo exercício social, e os lucros não distribuídos e registrados como reserva especial.

⁷ Nesse sentido, vide: Processo Administrativo nº SP2011/302 e SP2011/303, Rel. Dir. Luciana Dias; Processo Administrativo nº RJ2015/5493, Rel. Dir. Pablo Renteria; Processo Administrativo nº RJ2013/10128, Rel. Dir. Henrique Machado; Processo Administrativo nº SP2014/0017, Rel. Dir. Luciana Dias; Processo Administrativo nº SP2015/15, Rel. Dir. Gustavo Borba; Processo Administrativo nº RJ2014/4458, Rel. Dir. Roberto Tadeu; Processo Administrativo nº 19957.002727/2016-26, Rel. Dir. Pablo Renteria; e Processo Administrativo nº 19957.001108/2017-03, Rel. Dir. Gustavo Borba;



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.cvm.gov.br

12. Conforme preceitua o §3º do art. 205 da Lei das S.A, declarado o dividendo do exercício e aprovada a sua distribuição aos acionistas, a companhia deverá efetuar o seu pagamento dentro de sessenta dias da data em que for declarado ou no prazo fixado pela assembleia geral, o qual nunca poderá extrapolar o exercício social.

13. Situação distinta diz respeito à destinação dos lucros à reserva especial em vista da incompatibilidade de sua distribuição com a situação financeira da companhia. Trata-se de hipótese prevista expressamente pelo legislador com o objetivo de compatibilizar o regime do dividendo obrigatório com a estabilidade financeira e a preservação da companhia⁸.

14. No primeiro caso, estamos diante de uma obrigação exigível e não paga na data de seu vencimento, constituindo, por conseguinte, crédito em favor do acionista⁹, que, como credor, poderá buscar o adimplemento desta obrigação, inclusive mediante o pagamento de juros e correção monetária.

15. Por sua vez, os recursos retidos em reserva especial, ainda que correspondam ao montante do dividendo não distribuído, como a própria denominação legal reconhece, têm natureza de reserva de lucros e somente serão distribuídos quando assim permitir a situação econômico-financeira da companhia e mediante nova deliberação da

⁸ Em última análise, ponderam-se, nestes casos, de um lado, o direito essencial do acionista à participação nos lucros sociais e, de outro, o princípio segundo o qual o interesse da companhia tem prioridade sobre os direitos individuais de cada acionista. Nesse sentido, vide PIVA, Luiz Carlos. Lucros, Reservas e Dividendos. In: PEDREIRA, José Luiz Bulhões; LAMY FILHO, Alfredo. Direito das Companhias. Vol. II. Rio de Janeiro: Forense, 2009, pp. 1718-1719; e EIZIRIK, Nelson. Direito Societário – Estudos e Pareceres. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 271.

⁹ Ao julgar o Processo Administrativo Sancionador CVM nº 03/02, de relatoria da Diretora Norma Parente, voltado a apurar a responsabilidade de administradores e controladores da Lorenz S/A em razão do não pagamento, na data prevista, do dividendo obrigatório declarado em assembleia geral, o Colegiado, por maioria de votos, decidiu pela absolvição dos acusados, com exceção do Diretor de Relações com Investidores, condenado pela não divulgação de fato relevante. Nesta oportunidade, o Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos ressaltou que: *“Com a frustração destas expectativas, a companhia não pagou o dividendo declarado dentro do exercício social. Mas daí, recorde-se, não advém qualquer responsabilidade do ponto de vista disciplinar, embora haja do ponto de vista patrimonial, uma vez que o dividendo obrigatório declarado, constitui-se em crédito dos acionistas, exigível na data prevista para o pagamento. Passa, portanto, a ser um crédito como qualquer outro. O não pagamento de uma dívida no vencimento não traz ao acionista e à companhia uma responsabilidade disciplinar, mas apenas patrimonial, por ser uma relação puramente creditícia, ressalvadas, em alguns casos, conseqüências no tocante a direitos políticos. Assim, a companhia que declara o dividendo e não paga, a meu ver, tem a mesma situação de uma companhia que emite uma debênture e não paga na data aprazada ou que não cumpre pontualmente o pagamento de um financiamento, empréstimo, tributo, etc... (...)”* (g.n)



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.cvm.gov.br

assembleia geral, a partir da qual serão considerados declarados e, por conseguinte, devidos na forma de dividendos¹⁰. No entanto, até a aprovação da destinação dos lucros registrados na reserva especial, não há obrigação exigível pelos acionistas frente à companhia¹¹.

16. Não poderia ser diferente, visto que o legislador fez questão de indicar expressamente a possibilidade de os lucros registrados na reserva especial serem absorvidos por prejuízos em exercícios subsequentes (art. 202, §5º), de modo que, na hipótese de eventual recuperação da situação financeira da companhia, o montante a ser distribuído aos acionistas poderia ser inferior àquele inicialmente retido ou, no limite, ter sido integralmente consumido pelos prejuízos apurados nos exercícios seguintes.

17. Assim, concluo não haver qualquer fundamento a justificar a incidência de juros e/ou correção monetária sobre os valores constantes de reserva especial quando de sua distribuição aos acionistas.

18. No que diz respeito, por sua vez, à interpretação conferida aos requisitos estabelecidos no art. 194 da Lei nº 6.404/76, reconheço não haver um posicionamento claro sobre o tema, haja vista as controvérsias levantadas nos precedentes do Colegiado¹². Entendo, contudo, que esta matéria não deve ser tratada em um caso

¹⁰ “O direito do acionista a dividendo só se torna exigível a partir da aprovação do balanço pela assembleia geral, e da deliberação de destinar os lucros, ou parte deles, ao pagamento de dividendos: até que isso ocorra inexistente a exigibilidade dos lucros” (PIVA, Luiz Carlos. Lucros, Reservas e Dividendos. In: PEDREIRA, José Luiz Bulhões; LAMY FILHO, Alfredo. Direito das Companhias. Vol. II. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1728)

¹¹ Vale ressaltar que no âmbito do PAS CVM nº RJ2003/12233, o Colegiado da CVM já entendeu, nos termos do voto do Diretor Relator Wladimir Castelo Branco, que mesmo após a deliberação de distribuição de dividendos, “(...) se for verificada uma mudança na situação financeira da companhia que seja incompatível com a distribuição de dividendos, podem os administradores, agindo no interesse da companhia, suspender a distribuição de dividendos, até mesmo para depois do exercício social em que os dividendos forem declarados, desde que com isso concordem os acionistas.

24. Em outros termos, considero que o art. 205, §3º, da Lei nº 6.404/76, no ponto em que determina seja a distribuição do dividendo declarado, em qualquer caso, dentro do exercício social, não se aplica àquelas situações em que evento posterior à declaração dos dividendos modifique de tal forma a situação econômica da companhia que transforme o pagamento dos dividendos em um verdadeiro entrave à própria continuidade dos negócios sociais, pelos que poderão os acionistas, sem assembleia geral, determinar a suspensão do pagamento dos dividendos declarados para além daquele exercício social”.

¹² Diante de questões como (i) a indicação de múltiplas finalidades para uma mesma reserva estatutária; ou (ii) a possibilidade de fixação da parcela anual dos lucros líquidos a serem destinados à reserva a partir de critérios conceituais e não por critérios numéricos (percentual ou similar) ou, mesmo na hipótese de ser adotado critério numérico, a previsão de percentual variável e não fixo, o Colegiado chegou a conclusões



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.cvm.gov.br

concreto, especialmente em se tratando de previsão estatutária cuja redação encontra-se, segundo a SEP, em zona limítrofe, mas sim por meio de orientação geral ao mercado, a partir da qual as companhias poderão adequar as suas redações estatutárias.

19. Observadas essas considerações, voto pelo não conhecimento do recurso interposto e pelo retorno do presente processo à SEP para as providências cabíveis.

Rio de Janeiro, 11 de setembro de 2018.

Gustavo Borba
Diretor-Relator

distintas a depender de sua composição. Quanto à indicação de múltiplas finalidades para uma mesma reserva estatutária, por exemplo, é possível identificar posições tanto no sentido da regularidade de tal previsão, como seria o caso das manifestações de voto apresentadas pelo Diretor Luiz Antônio Sampaio Campos (Processo Administrativo CVM nº RJ2001/12367) e pelo Diretor Pedro Marcilio (Processo Administrativo CVM nº RJ2004/2684), quanto opiniões sustentando o seu não cabimento, nos termos da manifestação de voto da Diretora Norma Parente, acompanhada pelo Diretor Sergio Weguelin no âmbito do Processo Administrativo CVM nº RJ2004/2684. As divergências de posicionamento são ainda mais flagrantes no que concerne aos critérios utilizados para delimitar o montante do lucro líquido a ser destinado anualmente à reserva estatutária. A respeito da leitura conferida ao requisito previsto no inciso II do art. 194 da Lei das S.A, encontramos interpretações mais ampliativas, tal como a defendida por Luiz Antonio Sampaio Campos, segundo a qual “por critério, [tem-se] qualquer forma, fórmula, método ou enunciado, que permita ao acionista saber o valor que deve ser destinado à constituição da reserva” , como também interpretações mais restritivas, em linha com o entendimento manifestado pela Diretora Norma Parente e pelo Diretor Wladimir Castelo Branco no âmbito dos Processos Administrativos CVM nº RJ2001/12367 e RJ2001/3270. Ainda no que diz respeito ao critério adotado para destinação da parcela anual do lucro líquido à constituição da reserva, discutiu-se se ao estabelecer um percentual variável ou máximo do lucro a ser vertido para a reserva o estatuto social observaria o requisito previsto no inciso II da Lei das S.A. Sobre o tema, observou o então Diretor Marcelo Trindade que “a fixação de um percentual variável para uma reserva estatutária, deixando-se o estabelecimento do percentual ano a ano, para a assembleia geral não só obedece o art. 194 da Lei 6.404/76, como obriga a administração, anualmente, a pronunciar-se sobre o cabimento e a necessidade da reserva, difundindo informação e gerando responsabilidade” (Processo Administrativo CVM nº RJ2001/3270), entendimento partilhado pelo Ex-Presidente José Luis Osório. De outra parte, a Diretora Norma Parente e o Diretor Wladimir Castelo Branco sustentam que a previsão de percentual “móvel”, ainda mais quando estabelecido com maior abrangência, não traria “a precisão nem a minúcia de que cuida a lei”.