



MINISTÉRIO DA FAZENDA
CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

410ª Sessão

Recurso 14.361

Processo 10372.000281/2016-00

Processo na primeira instância CVM RJ2013/4328

RECURSO DE OFÍCIO

RECORRENTE: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RECORRIDOS: BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S.A. DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS
BANCO BTG PACTUAL S.A.
GUILHERME DA COSTA PAES
MARIA BOTELHO RAMALHO CARDOSO

RELATOR: ADRIANA CRISTINA DULLIUS

EMENTA: RECURSO DE OFÍCIO. CVM. Responsabilidade da Administradora, da Instituição Líder e de seus diretores por omissão nas informações prestadas no prospecto definitivo de oferta pública de distribuição de cotas de Fundo de Investimento Imobiliário. Instrução CVM nº 400/2003. Recurso provido.

ACÓRDÃO CRSFN 48/2018

Vistos, relatados e discutidos os presentes autos, os membros do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional decidem, por maioria, com base no voto da Relatora, conhecer do recurso de ofício, e:

1. com relação ao recorrido BANCO BTG PACTUAL S.A., pela imputação de omitir informações prestadas no prospecto definitivo de oferta pública de distribuição de cotas de Fundo de Investimento Imobiliário – FII, **dar-lhe provimento**, para aplicar a penalidade de multa, no valor de R\$25.000,00 (vinte e cinco mil reais), vencido o Conselheiro Alexandre Henrique Graziano, que votou pela manutenção do arquivamento determinado em primeira instância;
2. com relação ao recorrido BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S.A. DTVM, pela imputação de omitir informações prestadas no prospecto definitivo de oferta pública de distribuição de cotas de Fundo de Investimento Imobiliário – FII, **dar-lhe provimento**, para aplicar a penalidade de multa, no valor de R\$25.000,00 (vinte e cinco mil reais), vencido o Conselheiro Alexandre Henrique Graziano, que votou pela manutenção do arquivamento determinado em primeira instância;
3. com relação ao recorrido GUILHERME DA COSTA PAES, pela imputação de omitir informações prestadas no prospecto definitivo de oferta pública de distribuição de cotas de Fundo de Investimento Imobiliário – FII, **dar-lhe provimento**, para aplicar a penalidade de multa, no valor de R\$10.000,00 (dez mil reais), vencido o Conselheiro Alexandre Henrique Graziano, que votou pela manutenção do arquivamento determinado em primeira instância;
4. com relação ao recorrido MARIANA BOTELHO RAMALHO CARDOSO, pela imputação de omitir informações prestadas no prospecto definitivo de oferta pública de distribuição de cotas de Fundo de Investimento Imobiliário – FII, **dar-lhe provimento**, para aplicar a penalidade de multa, no valor de R\$10.000,00 (dez mil reais), vencido o Conselheiro Alexandre Henrique Graziano, que votou pela

manutenção do arquivamento determinado em primeira instância;

Participaram do julgamento os Conselheiros Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa, Adriana Cristina Dullius, Francisco Papellás Filho, Sérgio Cipriano dos Santos, Alexandre Henrique Graziano, Antonio Augusto de Sá Freire Filho, Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo e Ana Maria Melo Netto Oliveira. Presente o Senhor Representante da Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional, Dr. Euler Barros Ferreira Lopes, que opinou pelo conhecimento e provimento do recurso de ofício.

Brasília, 20 de fevereiro de 2018.



Documento assinado eletronicamente por **Ana Maria Melo Netto Oliveira, Conselheiro(a) Presidente**, em 02/05/2018, às 16:23, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site http://sei.fazenda.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **0585364** e o código CRC **2D40D7AD**.



MINISTÉRIO DA FAZENDA
CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

414ª Sessão

Recurso 14.361

Processo 10372.000281/2016-00

Processo na primeira instância CVM RJ2013/4328

RECURSO DE OFÍCIO

RECORRENTE: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RECORRIDO: MARIANA BOTELHO RAMALHO CARDOSO

RELATOR: ADRIANA CRISTINA DULLIUS

EMENTA: RECURSO DE OFÍCIO. CVM. Responsabilidade de Diretora de Administradora por omissão nas informações prestadas no prospecto definitivo de oferta pública de distribuição de cotas de Fundo de Investimento Imobiliário. Instrução CVM nº 400/2003. Recurso provido.

ACÓRDÃO CRSFN 141/2018

Vistos, relatados e discutidos os presentes autos, os membros do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional decidem, com base no voto da Relatora, conhecer do recurso de ofício em relação a MARIANA BOTELHO RAMALHO CARDOSO e, pelo cometimento da infração de omitir informações prestadas no

prospecto definitivo de oferta pública de distribuição de cotas de Fundo de Investimento Imobiliário – FII:

1. **dar-lhe provimento**, por unanimidade, pelos fundamentos do voto da Relatora;
2. por maioria, nos termos do voto da Relatora, aplicar a penalidade de multa no valor de R\$10.000,00 (dez mil reais), vencido o Conselheiro Alexandre Henrique Graziano, que votou pela aplicação da penalidade de advertência.

Participaram do julgamento os Conselheiros Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa, Adriana Cristina Dullius, Francisco Papellás Filho, Sérgio Cipriano dos Santos, Alexandre Henrique Graziano, Antonio Augusto de Sá Freire Filho, Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo e Ana Maria Melo Netto Oliveira. Presente o Senhor Representante da Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional Dr. Euler Barros Ferreira Lopes, que opinou pelo conhecimento e provimento do recurso de ofício.

Brasília, 26 de junho de 2018.



Documento assinado eletronicamente por **Ana Maria Melo Netto Oliveira, Conselheiro(a) Presidente**, em 26/09/2018, às 16:21, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site http://sei.fazenda.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **0929015** e o código CRC **A947DF7B**.



MINISTÉRIO DA FAZENDA
CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

Recurso 14361

Processo 10372.000281/2016-00

Processo na primeira instância CVM RJ2013/4328

RECURSO DE OFÍCIO

RECORRENTE: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

BANCO BTG PACTUAL S.A.

RECORRIDOS: BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM

GUILHERME DA COSTA PAES

MARIANA BOTELHO RAMALHO CARDOSO

RELATORA: ADRIANA CRISTINA DULLIUS

RELATÓRIO

I. Acusação

1. Trata-se de processo administrativo sancionador instaurado pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (“SRE”) para apurar omissões verificadas no prospecto definitivo da oferta pública da 4ª distribuição de cotas do Fundo de Investimento Imobiliário – FII BTG Pactual Fundo de Fundos, em infração ao disposto no art. 38 c/c art. 39 da Instrução CVM nº 400/2003, por parte do Banco BTG Pactual S.A. (“BTG Pactual”) e seu diretor, Guilherme da Costa Pires, bem como da BTG Pactual Serviços Financeiros S/A DTVM (“Administradora” ou “Ofertante”) e sua diretora Mariana Botelho Ramalho Cardoso.

2. No Termo de Acusação de 25.04.2013 (fls. 01/13), a CVM, por meio da SRE, apontou a ocorrência dos seguintes fatos:

- Em 9.10.2012, a CVM recebeu reclamação de M.J.T. (fl. 15), cotista do Fundo, em razão de este não ter conseguido exercer seu direito de preferência de subscrição de novas cotas. Segundo o cronograma constante do Aviso de Distribuição Pública de Cotas do fundo, emitido em 28.9.2012, o prazo de encerramento do período de direito de preferência seria 10.10.2012;
- Segundo o cotista, ao solicitar a subscrição de novas cotas junto à Corretora XP, em 9.10.2012, este teria sido informado que o prazo para exercício do direito de preferência se encerrara em 8.10.2012 e que a data prevista no cronograma correspondia ao prazo para a liquidação financeira da operação;
- Após questionamento da CVM, a Administradora esclareceu que, de acordo com o item 6 (Tabela de Prazos e Horários) do Manual de Procedimentos Operacionais da Câmara Brasileira de Liquidação e Custódia – CBLC à época vigente (“Manual”), a data limite para subscrição dos direitos em ambiente de bolsa é V-2, ou seja, até dois dias antes do término do prazo para subscrição junto ao emissor dos ativos;
- Dessa forma, a data de encerramento informada pela Corretora XP ao Reclamante referia-se à subscrição de cotas no ambiente da BM&FBOVESPA. Não obstante, segundo a Administradora, da leitura do Manual não restaria dúvida de que o direito de preferência poderia ser exercido perante a instituição escrituradora até 10.10.2012;
- A Corretora XP informou que, na qualidade de intermediadora, obedeceu o prazo estabelecido para reservas no Manual e que apenas as subscrições feitas perante o escriturador poderiam ser realizadas até o dia 10.10.2012 (fls. 29 a 30);
- O art. 37, inciso VII, da Instrução CVM nº 400/2003, estabelece que a Instituição Líder deve participar ativamente da elaboração do Prospecto, em conjunto com o Ofertante, a fim de assegurar que as informações prestadas sejam suficientes para orientar o investidor a respeito da Oferta;
- A Instituição Líder informou que o Reclamante não subscreveu a Oferta e, portanto, não exerceu o direito de preferência via escriturador. Ademais, informou que um total de 67 cotistas anteriores do Fundo exerceu o seu direito de preferência via escriturador, sendo que, dentre eles, 35 o fizeram nos dias 9 e 10.10.2012.

3. Diante dos fatos narrados, a SRE concluiu que:

- O art. 38 da Instrução CVM nº 400/2003 exige que as informações do Prospecto sejam completas, precisas, verdadeiras, atuais, claras, objetivas e necessárias. Dessa forma, o investidor não necessitaria consultar documentos externos ao Prospecto para se informar a respeito da oferta. A SRE apontou, no entanto, que não constava do Prospecto a informação que os prazos para exercício do direito de preferência seguiam os procedimentos operacionais da BM&FBOVESPA e que, em decorrência desses procedimentos, entre os dias 9 e 10.10.2012, o direito de preferência só poderia ser exercido por meio do escriturador;
- o desconhecimento dessa informação crucial fez com que o Reclamante não conseguisse exercer o seu direito de preferência, não lhe tendo sido possível ir pessoalmente até a agência do escriturador que

realizava esse serviço;

- Com base em análise da cotação das cotas do Fundo na BM&FBOVESPA no início e no final da data de encerramento do exercício do direito de preferência, a SRE apontou ainda que o não exercício do direito de preferência acarretou ao Reclamante a perda de oportunidade de eventual obtenção de lucro na faixa de 25%.
- Foram responsabilizados, por ofensa aos arts. 38 e 39 da Instrução CVM n.º 400/04, as seguintes pessoas físicas e jurídicas: a) BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM; MARIANA BOTELHO RAMALHO CARDOSO; BANCO BTG PACTUAL S.A. e GUILHERME DA COSTA PAES.

4. Em 30.10.2012, foi protocolizada nova reclamação^[1] junto à CVM (fls. 175 e 176), de conteúdo similar, questionando as informações repassadas pela Corretora Alpes CCTVM S.A a respeito do período para exercício do direito de preferência na subscrição de cotas do fundo. Esta nova reclamação resultou na instauração do Processo CVM nº SP2012/475.

II. Defesa

5. Devidamente intimados, os acusados apresentaram defesa em 01.07.2013 e 04.11.2013 (fls. 157/168 e 273/285), onde alegaram que:

- não houve violação ao art. 38, c/c o art. 39 da Instrução CVM nº 400/2003, pois todas as informações necessárias para a compreensão das condições da Oferta foram disponibilizadas aos investidores por meio do Prospecto. No que diz respeito ao prazo, as informações constantes do Prospecto estavam corretas e a data informada foi respeitada, tendo sido dada a oportunidade a todos os antigos cotistas do Fundo de exercer esse direito até o dia 10.10.2012;
- ainda que não haja menção expressa ao Manual no Prospecto, há referências ao “*procedimento operacional da BM&FBOVESPA*” e às “*normas da BM&FBOVESPA*”, o que indicaria que estes regulamentos se aplicariam à Oferta. Conforme alegado pelos acusados, a não inclusão da descrição do Manual no Prospecto justificar-se-ia na medida em que há uma série de outros procedimentos que possuem relevância no âmbito da Oferta e a menção a apenas um deles poderia fazer com que os investidores interpretem que se trata do único documento que possui algum aspecto relevante;
- a dificuldade na subscrição relatada pelo Reclamante teria sido ocasionada pela orientação equivocada repassada pela Corretora XP, que o informou que o prazo havia se encerrado em 8.10.2012. Ainda assim, a Instituição Líder, após ser procurada por e-mail pelo Reclamante e observando o dever de diligência dela exigido, o instruiu corretamente sobre a possibilidade do exercício do direito de preferência por meio do escriturador até o dia 10.10.2012;
- assim, o Reclamante foi informado em tempo hábil de exercer o seu direito de preferência via escriturador e que a alegação que este não representaria o ambiente mais prático e procurado pelos investidores para subscrição de cotas do Fundo não deveria prosperar. Apontaram que tal alegação não levou em consideração o fato de a maior parte das cotas do Fundo estar custodiada na BM&FBOVESPA. Considerando ainda que, do total de cotistas anteriores do Fundo com direito ao exercício da preferência via escriturador, 46,85% aderiram à Oferta, os acusados afirmaram que o exercício do direito de preferência via escriturador seria um ato de simples execução;
- uma reclamação individual, em um universo de 2.807 cotistas anteriores do Fundo que exerceram o seu direito de preferência, não poderia levar à conclusão de que os investidores foram levados a erro;
- a suposta perda de oportunidade de lucro pelo Reclamante não se presume, pois o Reclamante teria que vender imediatamente as cotas adquiridas, o que poderia não ocorrer, seja porque ele só estaria autorizado a aliená-las após a publicação do anúncio de encerramento da Oferta, em 26.11.2012, seja porque a sua intenção poderia ser diversa;
- pretendem incluir, nas próximas ofertas públicas, informações sobre os procedimentos operacionais da BM&FBOVESPA, o que não representaria, no entanto, o reconhecimento da falha nas informações

prestadas pelo Prospecto. Entretanto, entendem que tais informações têm natureza complementar, sendo dispensáveis para o correto entendimento dos investidores;

- as condutas imputadas não poderiam ser consideradas infrações graves por não se enquadrarem no art. 59, inc. I, da Instrução CVM n.º 400/03, uma vez que a distribuição pública teria sido realizada de acordo com as informações constantes do processo.
- sobre a segunda reclamação que deu origem ao Processo Administrativo CVM nº SP2012/475, também acrescentaram que a informação quanto à diferenciação dos prazos para exercício do direito de preferência no ambiente de bolsa e no escriturador não estava presente em ofertas de fundos de investimento imobiliário realizadas por outros participantes do mercado, não sendo, esta divulgação, um padrão no mercado de ofertas de fundos de investimento imobiliário.

III. Decisão

6. Encerrada a instrução do processo administrativo sancionador, a Comissão de Valores Mobiliários, em 01.09.2015, nos termos do voto do Diretor Relator Pablo Renteria (fls. 343/348), entendeu, em resumo, que:

- a informação divulgada no Prospecto não foi a mais adequada. Seria apropriado que o prospecto esclarecesse que o prazo para exercer o direito de preferência no ambiente de bolsa se encerraria no dia 8.10.2012, de modo que, nos dias 9 e 10 subsequentes, o exercício somente seria possível perante a instituição escrituradora. Dessa forma, estaria configurada a infração;
 - a infração em comento, contudo, careceria de reprovabilidade e de relevância, razão pela qual não se justificaria a sujeição dos acusados às penalidades do art. 11 da Lei n.º 6.385/76, em face dos seguintes fatos:
1. a falha informacional apurada, embora prejudicial ao exercício desembaraçado do direito de preferência, não comprometeu a capacidade dos investidores de formar criteriosamente a sua decisão de investimento, sendo este o bem maior tutelado pelos artigos 38 e 39 da Instrução CVM nº 400/2003;
 2. apesar de imprecisa e incompleta, a informação contida no Prospecto não estava errada, uma vez que era possível o exercício do direito de preferência perante a instituição escrituradora até o final do prazo indicado no Prospecto;
 3. os acusados se comprometeram a aprimorar a informação contida nos prospectos por ocasião das próximas ofertas de cotas de fundos administrados pela Ofertante ou distribuídas pela Instituição Líder;
 4. quando houve o questionamento do investidor, foram prestadas, no mesmo dia e antes do final do prazo, as informações quanto à possibilidade de exercício do direito de preferência perante a instituição escrituradora;
- a CVM, na qualidade de órgão regulador de condutas do mercado de valores mobiliários, deve, no exercício da sua atividade sancionadora, guardar estrita observância ao princípio da proporcionalidade, *sob pena* de subverter aludida atribuição, desvinculando-a dos propósitos e valores a que deve se orientar, nos termos do art. 4º da Lei nº 6.385/1976;
 - o fato de a falha informacional ter causado dano a M.J.T., ou a qualquer outro cotista do Fundo, é fundamental em eventual ação judicial indenizatória. No entanto, no âmbito do processo administrativo sancionador, o julgamento deve ser pautado, precipuamente, pela reprovabilidade e pela relevância da lesão ao bem jurídico tutelado pelas normas da CVM, as quais, como dito acima, não justificam, neste caso, a cominação de penalidades aos acusados.

7. Assim, o Colegiado da CVM decidiu pela absolvição de Banco BTG Pactual S.A., BTG Pactual Serviços Financeiros S/A DTVM, Guilherme da Costa Pires e Mariana Botelho Ramalho Cardoso da acusação de infração ao disposto no art. 38, combinado com o art. 39, da Instrução CVM nº 400/2003, recorrendo de ofício ao CRSFN.

IV. Tramitação no CRSFN

8. Sob o nº 14.361, o Recurso de Ofício foi autuado em 07.12.2015 e seguiu, nos termos do art. 11 do Regimento Interno do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, para exame e manifestação da Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional na mesma data (fls. 367/373).

9. Contudo, tendo em vista a alteração do Regimento do CRSFN decorrente do Decreto n.º 8.652/2012, os autos retornaram ao CRSFN e foram sorteados ao Conselheiro Blair Costa D'Avila na 389ª Sessão de Julgamento, realizada em 29.03.2016 (fl. 375). Posteriormente, o Recurso de Ofício foi sorteado a esta relatora na 406ª Sessão de Julgamento, realizada em 19.09.2017.

É o relatório.

Adriana Cristina Dullius – Conselheira Relatora.

[1] O investidor A.A.K. (“Segundo Reclamante”) relatou que, ao tentar exercer o seu direito de preferência na subscrição de cotas do Fundo, nos dias 9 e 10.10.2012, fora informado pela Corretora Alpes que o prazo se encerrara em 8.10.2012, a despeito do cronograma constante do Anúncio de Início de Distribuição informar que o prazo se encerraria apenas em 10.10.2012. Após questionamentos formulados pelo Segundo Reclamante (fls. 177 e 178), a Corretora Alpes alegou que “o ocorrido se deu por razão de diversas mudanças no quadro de cronograma do BTG.” (fl. 178). Diante das alegações da Corretora Alpes, o Segundo Reclamante entrou em contato telefônico com a Ofertante, tendo sido informado de que poderia exercer o seu direito de preferência até o dia 10.10.2012 (fl. 177).



Documento assinado eletronicamente por **Adriana Cristina Dullius Britto, Conselheiro(a) Relator(a)**, em 26/11/2017, às 04:15, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site http://sei.fazenda.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **0127598** e o código CRC **81163B85**.



MINISTÉRIO DA FAZENDA
CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

Recurso 14361

Processo 10372.000281/2016-00

Processo na primeira instância CVM RJ2013/4328

RECURSO DE OFÍCIO

RECORRENTE: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RECORRIDOS: BANCO BTG PACTUAL S.A.

GUILHERME DA COSTA PAES

MARIA BOTELHO RAMALHO CARDOSO

BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM

RELATORA: ADRIANA CRISTINA DULLIUS

EMENTA: RECURSO DE OFÍCIO. CVM. Responsabilidade da Administradora, da Instituição Líder e de seus diretores por omissão nas informações prestadas no prospecto definitivo de oferta pública de distribuição de cotas de Fundo de Investimento Imobiliário. Instrução CVM nº 400/2003. Recurso provido.

VOTO DO RELATOR

1. Trata-se de recurso de Ofício interposto pela CVM em virtude da absolvição de Banco BTG Pactual S.A., Guilherme da Costa Pires, BTG Pactual Serviços Financeiros S/A DTVM e Mariana Botelho Ramalho Cardoso, por falha nas informações contidas no prospecto da oferta pública de distribuição de cotas do Fundo de Investimento Imobiliário – FII BTG Pactual Fundo de Fundos.

2. Compulsando o feito, destaco a ocorrência dos seguintes eventos:

- Ocorrência dos fatos: 09.10.2012 a 10.10.2012;
- Termo de acusação: 25.04.2013;
- Decisão da CVM: 01.09.2015;
- Autuação do recurso no CRSFN: 07.12.2015;
- Sorteio e distribuição do Processo na 389ª Sessão de Julgamento: 29.03.2016;
- Sorteio e distribuição do Processo a esta relatora - 19.09.2017.

3. Analisando a sequência de atos acima, mostra-se evidente que não ocorreu a prescrição da pretensão punitiva, seja ordinária, seja intercorrente.

4. No mérito, a decisão da CVM entendeu que o prospecto da oferta não trouxe a informação sobre o prazo para o exercício do direito de preferência de forma imprecisa e incompleta, configurando-se, pois, a infração apontada pela acusação. Contudo, defendeu-se que não seria caso de aplicação de penalidade em razão de:

- a. a falha informacional não comprometer a capacidade dos investidores de formar sua decisão de investimento, o que seria o bem tutelado pelos arts. 38 e 39 da Instrução CVM n. 400/03;
- b. apesar de incompleta e imprecisa, a informação não estaria errada;
- c. os acusados, no momento em que foram intimados a prestar esclarecimentos, tomaram atitudes para sanar a irregularidade, comprometendo-se a aprimorar a informação contida nos prospectos das próximas ofertas de fundos.

5. Após maior reflexão sobre o caso, não posso concordar com o posicionamento adotado pelo relator do processo em primeira instância.

6. Como é sabido, uma das mais relevantes funções da regulação no mercado de capitais é assegurar o acesso dos investidores às informações referentes aos valores mobiliários que são ofertados

publicamente, no intuito de evitar a ocorrência de assimetrias que afetem o funcionamento do mercado como um todo.

7. Esse posicionamento, adotado pelo direito norte-americano^[1], se encontra em consonância com os ensinamentos dos principais doutrinadores brasileiros que se debruçam sobre o tema.

8. Veja-se, por exemplo, o ensinamento de Nelson Eizirik, Ariadna Gaal, Flávia Parente e Marcus Henriques, *in verbis*:

O objetivo mais apontado como o fundamental na regulação do mercado de capitais é o da proteção aos investidores. Com efeito, em praticamente todas as legislações, o objetivo essencial da regulação do mercado de capitais consiste na tutela dos investidores, aqueles que aplicam seus recursos financeiros nos valores mobiliários emitidos publicamente e negociados no mercado.

Nesse sentido, a regulação deve promover a confiança dos investidores nas entidades que emitem publicamente seus valores mobiliários, assim como naqueles que os intermedeiam ou propiciam os locais ou mecanismos de negociações, de custódia, compensação e liquidação das operações. Ou seja, os investidores devem poder acreditar que seus retornos em aplicações do mercado estarão razoavelmente relacionados aos riscos dos investimentos; que as instituições atuantes apresentam integridade financeira; e que as informações providas pelas emissoras de valores mobiliários são verazes e fidedignas.

Assim, a regulação pode reduzir os riscos dos investidores, na medida em que obriga os emissores dos valores mobiliários a divulgar todas as informações relevantes, assim como veda a utilização de informações privilegiadas e quaisquer outras práticas fraudulentas ou de manipulação de mercado.

(...)

A proteção aos investidores é basicamente provida mediante normas que regulam a conduta dos emissores de valores mobiliários e dos intermediários financeiros. Com relação aos emissores, as normas visam especialmente a exigir a prestação plena e acurada das informações necessárias à avaliação dos valores mobiliários ofertados e coibir os comportamentos ilegais ou abusivos dos administradores e acionistas controladores. Já com relação aos intermediários financeiros, objetivam as normas, principalmente: coibir práticas de manipulação do mercado; eliminar conflitos de interesses; impedir a discriminação entre seus clientes; e promover tratamento adequado às necessidades financeiras de seus clientes.

(EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; e HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais- regime jurídico**, 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 20-22)

9. Considere-se, igualmente, lição exarada por Júlio Ramalho Dubeux^[2]:

Em vista desses objetivos [eficiência na determinação dos títulos negociados; eficiência na transferência de títulos entre os participantes do mercado; equidade nas relações entre investidor e intermediário financeiro; e manutenção da confiança do público investidor no mercado de capitais], Alejandro Bugallo Alvarez ensina que as normas reguladoras devem definir: a) a prestação de informações consideradas relevantes para a efetivação das escolhas por parte dos investidores, com prévio conhecimento das vantagens e riscos dos investimentos; b) as condições de acesso ao mercado para as sociedades emissoras de valores mobiliários e intermediários financeiros; c) as regras de comportamento dos intermediários financeiros e dos administradores e controladores de companhias abertas, visando a evitar prejuízos aos investidores; d) as condições de exercício de determinadas atividades no mercado, delimitando-se as atividades que apenas as instituições financeiras podem desempenhar.

(DUBEUX, Julio Ramalho. **A Comissão de Valores Mobiliários e os principais**

10. Na mesma linha, transcreve-se o entendimento de Otávio Yazbek:

A informação é uma das mais importantes formas de reduzir a insegurança dos agentes e, embora tradicionalmente se presume que ela é distribuída de forma igualitária, em especial por meio do sistema de preços, isso não ocorre necessariamente, havendo discrepâncias na sua disponibilidade.

(...)

Como se viu, essas informações não estão sempre disponíveis a todos os agentes. Nos mercados concretos surgem situações diversas de assimetria informacional, em que tais agentes dispõem de dados distintos, tanto sob o aspecto quantitativo, quanto sob o aspecto qualitativo. Além disso, eles podem dispor, também, de fontes que lhes permitam o acesso privilegiado a informações. A consideração de assimetrias apresentaria uma relevância muito limitada, porém, se permanecesse limitada à criação dos mercados para informações. A sua existência pode, na verdade, trazer uma série de possíveis distorções aos mercados, não apenas por sabotar, de pronto, a presunção de plena informação que serve de pano de fundo para a análise do equilíbrio, mas também pela sua capacidade de gerar outros efeitos, mais concretos.

(YAZBEK, Otavio. **Regulação do mercado financeiro e de capitais.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 42-43).

11. Para que esse mister seja alcançado, é dever do participante do mercado atuar de forma que as informações sejam prestadas de forma clara e precisa; informações imprecisas e incompletas têm a capacidade de gerar confusão em uma oferta pública de valores mobiliários, onde se busca a captação de poupança popular, junto aos investidores que não se enquadram no conceito de investidor qualificado ou de investidor profissional, ambos previstos na Instrução CVM 539/13 (arts. 9-A e 9-B). Portanto, entendo a falha informacional aqui analisada ofende o disposto nos arts. 38 e 39 da Instrução CVM 400/03.

12. Configurada a materialidade, a responsabilidade da ofertante pelas informações contidas no prospecto consta do art. 56 da Instrução CVM 400/03, *in verbis*:

Art. 56. O ofertante é o responsável pela veracidade, consistência, qualidade e suficiência das informações prestadas por ocasião do registro e fornecidas ao mercado durante a distribuição.

13. Por sua vez, a responsabilidade da instituição líder (*underwriter*) é expressamente prevista no art. 56, § 1º, da Instrução CVM n.º 400/03, nos seguintes termos:

§ 1º A instituição líder deverá tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência, respondendo pela falta de diligência ou omissão, para assegurar que:

I - as informações prestadas pelo ofertante são verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, permitindo aos investidores uma tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta; e

II - as informações fornecidas ao mercado durante todo o prazo de distribuição, inclusive aquelas eventuais ou periódicas constantes da atualização do registro da companhia e as constantes do estudo de viabilidade econômico-financeira do empreendimento, se aplicável, que venham a integrar o Prospecto, são suficientes, permitindo aos investidores a tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta.

14. Portanto, dou provimento ao recurso de ofício no sentido de reconhecer que a instituição-líder e seus responsáveis devem ser responsabilizado pela divulgação de informações imprecisas e confusas.

15. Quanto à dosimetria da pena, entendo que os fatores apontados pelo Relator como justificativa para a absolvição devem, na realidade, ser considerados para fins de aplicação de sanção aos recorridos. Assim, tendo em vista que não localizei nenhuma penalidade aplicada a ofertantes ou instituições líderes no período em que ocorreu o fato, utilizarei como parâmetro as penalidades usualmente aplicadas em casos de divulgação inadequada ou intempestiva de informações^[3]; em face das circunstâncias elencadas no parágrafo '4', deve ser imposta, no caso concreto, a penalidade de multa, devendo ser fixada em R\$ 25.000,00 (vinte e cinco mil reais) para cada uma das pessoas jurídicas e R\$ 10.000,00 (dez mil reais) para cada pessoa física. Dessa forma, entendo respeitados os princípios da razoabilidade e da proporcionalidade, sem que a penalidade perca as finalidades socioeducativa e dissuasória de novas práticas delituosas.

16. Assim, diante do exposto, voto por dar provimento ao recurso de ofício, aplicando aos recorridos as seguintes penalidades:

1. BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM, por infração aos art. 38 e 39 da Instrução CVM nº 400, a penalidade de multa no valor de R\$ 25.000,00 (vinte e cinco mil reais);
2. MARIANA BOTELHO RAMALHO CARDOSO, por infração aos art. 38 e 39 da Instrução CVM nº 400, a penalidade de multa no valor de R\$ 10.000,00 (dez mil reais);
3. BANCO BTG PACTUAL S.A., por infração aos art. 38 e 39 da Instrução CVM nº 400, a penalidade de multa no valor de R\$ 25.000,00 (vinte e cinco mil reais); e
4. GUILHERME DA COSTA PIRES, por infração aos art. 38 e 39 da Instrução CVM nº 400, a penalidade de multa no valor de R\$ 10.000,00 (dez mil reais);

É o voto.

Adriana Cristina Dullius – Conselheira Relatora.

[1] Não é demais lembrar que esse entendimento é, igualmente, consagrado no direito norte-americano, como demonstra a seguinte lição de John C. Coffee Jr. e Joel Seligman: “2. *The Informational Needs of Investors*. Many markets sell essentially fungible products (wheat, oil, diamonds, etc.) whose grade and characteristics can be specified without great difficulty. Also, most transactions in these markets occur between professionals who expect to do business with each other again and hence value their commercial reputation for honesty and fair dealing. Even in other markets where transactions are not easily standardized, self-help remedies, including personal inspection, are often available (e.g. one can kick the tires at an automobile showroom or squeeze the tomatoes on the supermarket). Such self-help is less feasible, however, in the case of equity securities. Not only is it impossible for the typical buyer to examine the company, but the value of the security depends heavily on the likely future earnings of the issuing corporation (or other entity). Thus, the investor wants reliable information about the issuer’s financial condition, its competitive position, the status of its products in their own marketplaces, its prospective contingent liabilities, the background and competence of its management – and a host of other matters. And the investor needs this information to be presented in a relatively standardized and uniform fashion to facilitate comparisons among securities. Absent such disclosures, it is questionable whether most investors would be willing to invest funds in risky enterprises, and it is certain that they would reduce the price that they are willing to pay in direct proportion to their level of uncertainty about the firm’s value. Possibly for this reason, the level of disclosure required in security markets has historically exceeded the level of disclosure generally required by the law of contract or fraud. In short, for the securities market to function efficiently, much more disclosure is required than in most other markets” (COFFEE JR., John C.; e SELIGMAN, Joel. **Securities regulation – cases and materials**, 9. ed. New York: Foundation Press, 2003, p. 4).

[2] Alexandre Pinheiro dos Santos, Fábio Medina Osório e Julia Sotto Mayor Wellisch igualmente acolhem o pensamento do autor, ao mencionarem que “em última análise, o objetivo primordial da regulação estatal do mercado de capitais, inclusive no que tange aos âmbitos disciplinar e sancionador, é a existência e a manutenção

do regular funcionamento do mercado – ou, como prefere Kumpel, de sua capacidade funcional –, o que abrange, necessariamente, transparência e simetria na prestação de informações; proteção da confiança do público investidor; equidade nas relações do investidor com intermediários, e eficiência na determinação do valor dos títulos negociados e na transferência destes entre os participantes do mercado” (SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; e WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de Capitais – regime sancionador**. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 24).

[3] Processo: RJ 2011/10415 - pena de multa pecuniária no valor de R\$ 100.000,00 (cem mil reais) - julgado em 02.12.2014;

RJ 2012/3787 - pena de multa pecuniária no valor de R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais) - julgado em 02.09.2014;

RJ 2013/509 - pena de multa pecuniária no valor de R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais) - julgado em 27.01.2015.



Documento assinado eletronicamente por **Adriana Cristina Dullius Britto, Conselheiro(a) Relator(a)**, em 24/04/2018, às 17:22, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site http://sei.fazenda.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **0134243** e o código CRC **454FB149**.



MINISTÉRIO DA FAZENDA
CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

Recurso 14361

Processo 10372.000281/2016-00

Processo na primeira instância CVM RJ2013/4328

RECURSOS DE OFÍCIO

RECORRENTE: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RECORRIDOS: BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S.A. DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS
BANCO BTG PACTUAL S.A.
GUILHERME DA COSTA PAES
MARIANA BOTELHO RAMALHO CARDOSO

RELATOR: ADRIANA CRISTINA DULLIUS

EMENTA: RECURSO DE OFÍCIO. Dever de informar não atendido de forma adequada. O fato de outras instituições também apresentarem as mesmas deficiências informacionais não constitui escusa aceitável. Infração configurada. Recurso conhecido e provido.

1 FUNDAMENTAÇÃO

1. Antes de apresentar o meu voto no mérito, vou tecer algumas considerações que representam a fundamentação da minha posição.

2. Atuando como Conselheiro tenho tentado interpretar as normas de uma forma mais abrangente, entendo a sua função, a sua utilidade e, principalmente, o impacto da aplicação das normas na sociedade.

3. Sendo objetivo, acredito que a obediência às normas se associa aos benefícios esperados, como apresento por Francis Fukuyama no trecho abaixo^[1]:

Afinal, o Estado concentra e usa poder para gerar respeito a suas leis por parte dos cidadãos e se defender de Estados hostis e outras ameaças. O Estado de direito e o governo responsável, por outro lado, limitam o poder do Estado, em primeiro lugar forçando-o a usar seu poder de acordo com determinadas regras públicas e transparentes e também assegurando que ele se subordine à vontade do povo.

Essas instituições existem porque as pessoas acham que, por intermédio delas, podem proteger seus interesses e os interesses de suas famílias. Mas o que as pessoas consideram seus interesses, e como estão dispostas a colaborar entre si, depende criticamente de ideias que legitimem determinadas formas de associação política. Assim, interesses próprios e legitimidade formam as bases da ordem política.

4. Seguindo mesmo autor, na ausência de incentivos adequados haveria uma tenência ao favorecimento de pessoas próximas^[2].

Além disso, a tendência natural humana de favorecer parentes e amigos – que chamo de patrimonialismo – reafirma-se constantemente na ausência de fortes incentivos compensatórios. Grupos organizados – com muita frequência os ricos e poderosos – passam a se entrincheirar ao longo do tempo e começam a exigir privilégios do Estado.

5. É importante notar que mesmo em um cenário busca pelo interesse individual, é possível o surgimento de uma moralidade, novamente segundo Fukuyama^[3]:

A capacidade de cooperar com estranhos genéticos é chamada pelos biólogos de altruísmo recíproco e, além da seleção de parentesco, é a segunda maior fonte biológica de comportamento social encontrada em muitas espécies animais. A cooperação social depende da capacidade individual de resolver o que os teóricos chamam de jogo do dilema do prisioneiro. Nesse jogo, os indivíduos podem se beneficiar de sua capacidade de trabalhar em conjunto, mas com frequência seus benefícios serão maiores se deixarem que outros façam a cooperação e peguem carona nos esforços de terceiros. Na década de 1980, o cientista político Robert Axelrod dirigiu um torneio entre programas de computador que implantavam mecanicamente estratégias para a resolução do dilema do prisioneiro. A estratégia vencedora foi chamada de olho por olho, na qual um jogador retribuía a cooperação se o outro tivesse cooperado em um jogo anterior, mas recusava-se a cooperar com um jogador que houvesse deixado de cooperar anteriormente. Axelrod demonstrou que uma forma de moralidade poderia evoluir de forma espontânea à medida que os agentes de decisão interagem no decorrer do tempo, apesar de inicialmente sua única motivação ser o interesse próprio.

6. Todavia, é necessário que os indivíduos saibam o comportamento dos outros membros do grupo,

o que significa que em grupos maiores a tendência natural é que em grupos maiores esse mecanismo não funcione tão bem, algo que nas primeiras sociedades foi resolvida através da religião^[4]:

A capacidade de criar modelos mentais e atribuir causalidade a abstrações invisíveis é, por sua vez, a base do surgimento da religião, religião, ou crença numa ordem sobrenatural invisível, que existe em todas as sociedades humanas.

...

Hoje alguns afirmam que a religião é primordialmente uma fonte de violência, conflito e outras desavenças sociais. Porém, em termos históricos, a religião tem desempenhado o papel oposto: é uma fonte de coesão social que permite que os seres humanos cooperem de forma muito mais ampla e segura do que fariam se fossem os simples agentes racionais e egoístas postulados pelos economistas. Como já vimos, aqueles agentes que jogam repetidamente o dilema do prisioneiro deveriam ser capazes de chegar a algum grau de cooperação social. Mas como mostrou o economista Mancur Olson, a ação coletiva começa a sucumbir com o crescimento do grupo que coopera. Em grandes grupos, é cada vez mais difícil monitorar as contribuições de cada membro; o parasitismo e outras formas de comportamento oportunista tornam-se muito mais comuns.

A religião resolve este problema de ação coletiva oferecendo recompensas e castigos que reforcem grandemente os ganhos com a cooperação no aqui e agora.

7. Nas sociedades modernas são as instituições, mais especificamente, as leis é que devem garantir que os indivíduos se comportem de modo adequado. Contudo, no Brasil encontramos uma sociedade que é tipicamente resistente ao cumprimento das leis. Seríamos uma sociedade contextual, em contraposição a uma sociedade contratual^[5]:

Por sua vez, não foram encontrados estudos sobre a expressão “sociedade contextual” em contraponto com a “sociedade contratual”. O historiador Antonio Pedro Tota (2009) faz referência que tal expressão foi cunhada pelo brasileiro e historiador Matthew Shirts. O próprio Shirts revelou em entrevista que desconhece a origem da expressão e aproveita para explicitá-la.

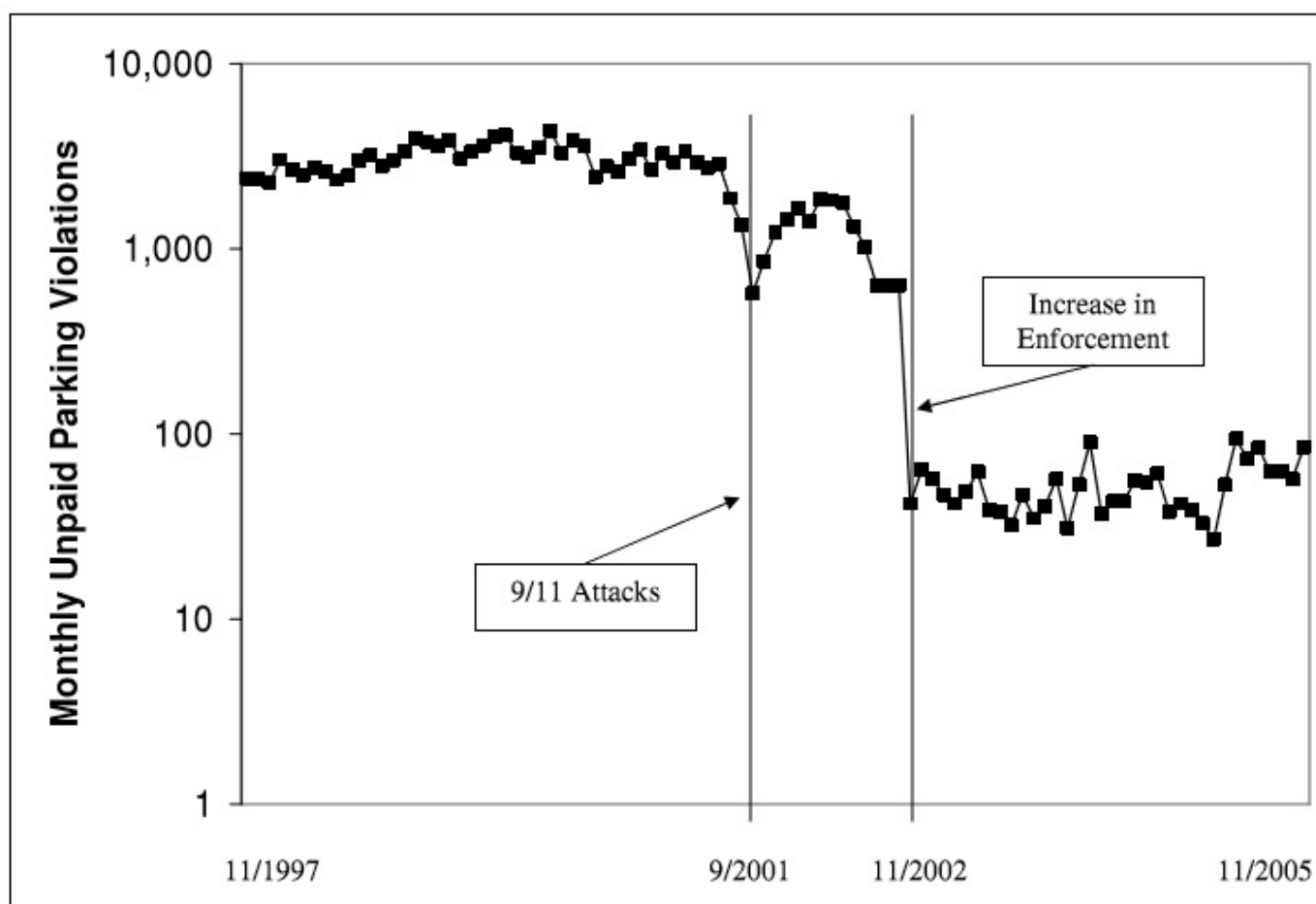
Olha, eu gosto de usar duas categorias, que eu não sei de quem são, eu "roubei" isso mas eu juro que não sei mais de quem, que falam de uma sociedade contratual e uma sociedade contextual. Estados Unidos, ainda mais a Alemanha, esses países são sociedades contratuais, em que todas as relações são regidas por contratos e os contratos são cumpridos. Nas sociedades contextuais, o Brasil é uma delas, certamente a Itália é outra, a interpretação das regras varia de acordo com a situação, ou seja, de acordo com o contexto. Então, por exemplo, uma coisa que aconteceu recentemente [...] outro dia, na semana passada, o regulamento do Campeonato Paulista de Futebol foi simplesmente rasgado e reinterpretado na hora, porque a situação mudou...não fazia mais sentido cumprir o contrato. "Esse negócio de desempate por cartão vermelho é uma bobagem, vamos mudar isso." Isso, na Alemanha, você seria preso, eu acho [risos], você entendeu? E torturado. Nos Estados Unidos, só preso de dois a cinco anos, provavelmente. É um negócio simplesmente incompreensível, mas faz parte da cultura brasileira (SHIRTS, 2009).

8. Nesse contexto poderíamos entender que esse "dificuldade" em cumprir as normas é um aspecto cultural indissociável dos brasileiros, o que tornaria uma aderência estrita as normas um problema virtualmente insolúvel.

9. Contudo, destaco um estudo de Raymond Fisman e Edward Miguel: "Cultures of Corruption: Evidence From Diplomatic Parking Tickets"^[6]. Em síntese, os autores analisam uma mudança na legislação relativa a multas de trânsito em Nova York, especificamente multas por estacionamento em locais não permitidos.

Antes de outubro de 2002, os diplomatas atuando nas Nações Unidas apresentavam um alto volume de multas não pagas, fruto da imunidade que eles gozavam. Mais importante, o volume de multas apresentava uma razoável aderência com os padrões esperados de corrupção entre os países, assim os países normalmente vistos como possuindo uma observância menor às normas apresentavam maior número de multas não pagas, e aqueles vistos como menos corruptos apresentavam um volume bem menor de multas não pagas. Em outubro de 2002 o cenário muda, e a impunidade reinante deixa de existir, os carros passam a poder ser rebocados, e as placas diplomáticas podem ser retiradas. Em resposta a esse novo quadro o volume de multas não pagas se reduz drasticamente, como pode ser observada na figura 1, apresentada no estudo (só ressaltar que o gráfico se apresenta em uma escala logarítmica, mas passa-se de um volume de milhares para um novo patamar abaixo de uma centena):

Figure 1: Total Monthly New York City Parking Violations by Diplomats, 1997-2005 (log scale)



10. Dessa forma fica claro que a cultura é um fator importante, mas o efetivo cumprimento das normas, através da aplicação de penalidades é um fator que sobrepuja questões culturais.

2 MÉRITO

11. Especificamente o mérito do caso em questão é o dever de informar corretamente e de forma completa. Acredito a informação era deficiente, nesse sentido os argumentos de que era essa a praxe do mercado não se mostra, acredito que a prática deficiente está associada justamente a um comportamento de informar o mínimo necessário, que é algo condenável.

12. Quando ao argumento de que essa seria uma nova interpretação, e só aplicável para o futuro,

acredito que também não merece acolhida. Como eu disse tratamos do dever de informar, e as informações devem ser completas. É impossível prever todas as eventuais dúvidas, mas a questão apresentada no caso era relevante, e deveria ter sido abordada. Pressupor que os investidores deveriam saber não é algo razoável, principalmente tendo em vista que o mercado deve se expandir, e isso implica em atrair investidores inexperientes.

13. Acredito que aqui trata-se de um caso em que a aplicação de pena por infração à norma é importante, muito embora eu reconheça que posteriormente foram tomados maiores cuidados por parte da instituição, e isso deve ser levado em conta na aplicação da pena.

3 CONCLUSÃO

14. Considerando o apresentado, acompanho o voto da Conselheira Relatora.

É o voto.

Sérgio Cipriano dos Santos – Conselheiro.

[1] Fukuyama, Francis. As origens da ordem política: Dos tempos pré-humanos até a Revolução Francesa (Locais do Kindle 412-418). Rocco Digital. Edição do Kindle.

[2] Fukuyama, Francis. As origens da ordem política: Dos tempos pré-humanos até a Revolução Francesa (Locais do Kindle 430-433). Rocco Digital. Edição do Kindle.

[3] Fukuyama, Francis. As origens da ordem política: Dos tempos pré-humanos até a Revolução Francesa (Locais do Kindle 681-691). Rocco Digital. Edição do Kindle.

[4] Fukuyama, Francis. As origens da ordem política: Dos tempos pré-humanos até a Revolução Francesa (Locais do Kindle 803-804, 808-816). Rocco Digital. Edição do Kindle.

[5] Francisco, Michel N. T. Presidencialismo e Estabilidade Democrática nas Américas, 2012. Tese de Doutorado – Universidade de Brasília, Instituto de Ciências Sociais, Centro de Pesquisa e Pós-Graduação sobre as Américas da Universidade de Brasília. P. 30 e 31. Disponível em <http://repositorio.unb.br/handle/10482/12497>.

[6] Fisman, Raymond and Edward Miguel. "Corruption, Norms and Legal Enforcement: Evidence from Diplomatic Parking Tickets." Journal of Political Economy 115, 6 (2007): 1020-1048. Disponível em <http://www.nber.org/papers/w12312>.



Documento assinado eletronicamente por **Sérgio Cipriano dos Santos, Conselheiro(a)**, em 20/07/2018, às 12:28, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site http://sei.fazenda.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **0909657** e o código CRC **47F4A48E**.



MINISTÉRIO DA FAZENDA
CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

Recurso 14361

Processo 10372.000281/2016-00

Processo na primeira instância CVM RJ2013/4328

RECURSO DE OFÍCIO

RECORRENTE: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RECORRIDOS: MARIANA BOTELHO RAMALHO CARDOSO

RELATORA: ADRIANA CRISTINA DULLIUS

EMENTA: RECURSO DE OFÍCIO. CVM. Responsabilidade da Administradora, da Instituição Líder e de seus diretores por omissão nas informações prestadas no prospecto definitivo de oferta pública de distribuição de cotas de Fundo de Investimento Imobiliário. Instrução CVM nº 400/2003. Recurso provido.

VOTO DO RELATOR

1. Trata-se de recurso de Ofício interposto pela CVM em virtude da absolvição de Mariana Botelho Ramalho Cardoso, administradora da BTG Pactual Serviços Financeiros S/A DTVM ("administradora" ou "ofertante"), por falha nas informações contidas no prospecto da oferta pública de distribuição de cotas do Fundo de Investimento Imobiliário – FII BTG Pactual Fundo de Fundos.

2. Compulsando o feito, destaco a ocorrência dos seguintes eventos:

- Ocorrência dos fatos: 09.10.2012 a 10.10.2012;
- Termo de acusação: 25.04.2013;
- Decisão da CVM: 01.09.2015;
- Autuação do recurso no CRSFN: 07.12.2015;
- Sorteio e distribuição do Processo na 389ª Sessão de Julgamento: 29.03.2016;
- Sorteio e distribuição do Processo a esta relatora - 19.09.2017.

3. Analisando a sequência de atos acima, mostra-se evidente que não ocorreu a prescrição da pretensão punitiva, seja ordinária, seja intercorrente.

4. No mérito, a decisão da CVM entendeu que o prospecto da oferta não trouxe a informação sobre o prazo para o exercício do direito de preferência de forma imprecisa e incompleta, configurando-se, pois, a infração apontada pela acusação. Contudo, defendeu-se que não seria caso de aplicação de penalidade em razão de:

- a. a falha informacional não comprometer a capacidade dos investidores de formar sua decisão de investimento, o que seria o bem tutelado pelos arts. 38 e 39 da Instrução CVM n. 400/03;
- b. apesar de incompleta e imprecisa, a informação não estaria errada;
- c. os acusados, no momento em que foram intimados a prestar esclarecimentos, tomaram atitudes para sanar a irregularidade, comprometendo-se a aprimorar a informação contida nos prospectos das próximas ofertas de fundos.

5. Após maior reflexão sobre o caso, não posso concordar com o posicionamento adotado pelo relator do processo em primeira instância.

6. Como é sabido, uma das mais relevantes funções da regulação no mercado de capitais é assegurar o acesso dos investidores às informações referentes aos valores mobiliários que são ofertados publicamente, no intuito de evitar a ocorrência de assimetrias que afetem o funcionamento do mercado como um todo.

7. Esse posicionamento, adotado pelo direito norte-americano^[1], se encontra em consonância com os ensinamentos dos principais doutrinadores brasileiros que se debruçam sobre o tema.

8. Veja-se, por exemplo, o ensinamento de Nelson Eizirik, Ariadna Gaal, Flávia Parente e Marcus Henriques, *in verbis*:

O objetivo mais apontado como o fundamental na regulação do mercado de capitais é o da proteção aos investidores. Com efeito, em praticamente todas as legislações, o objetivo essencial da regulação do mercado de capitais consiste na tutela dos investidores, aqueles que aplicam seus recursos financeiros nos valores mobiliários emitidos publicamente e negociados no mercado.

Nesse sentido, a regulação deve promover a confiança dos investidores nas entidades que emitem publicamente seus valores mobiliários, assim como naqueles que os intermedeiam ou propiciam os locais ou mecanismos de negociações, de custódia, compensação e liquidação das operações. Ou seja, os investidores deve poder acreditar que seus retornos em aplicações do mercado estarão razoavelmente relacionados aos riscos dos investimentos; que as instituições atuantes apresentam integridade financeira; e que as informações providas pelas emissoras de valores mobiliários são verazes e fidedignas.

Assim, a regulação pode reduzir os riscos dos investidores, na medida em que obriga os emissores dos valores mobiliários a divulgar todas as informações relevantes, assim como veda a utilização de informações privilegiadas e quaisquer outras práticas fraudulentas ou de manipulação de mercado.

(...)

A proteção aos investidores é basicamente provida mediante normas que regulam a conduta dos emissores de valores mobiliários e dos intermediários financeiros. Com relação aos emissores, as normas visam especialmente a exigir a prestação plena e acurada das informações necessárias à avaliação dos valores mobiliários ofertados e coibir os comportamentos ilegais ou abusivos dos administradores e acionistas controladores. Já com relação aos intermediários financeiros, objetivam as normas, principalmente: coibir práticas de manipulação do mercado; eliminar conflitos de interesses; impedir a discriminação entre seus clientes; e promover tratamento adequado às necessidades financeiras de seus clientes.

(EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; e HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais- regime jurídico**, 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 20-22)

9. Considere-se, igualmente, lição exarada por Júlio Ramalho Dubeux^[2]:

Em vista desses objetivos [eficiência na determinação dos títulos negociados; eficiência na transferência de títulos entre os participantes do mercado; equidade nas relações entre investidor e intermediário financeiro; e manutenção da confiança do público investidor no mercado de capitais], Alejandro Bugallo Alvarez ensina que as normas reguladoras devem definir: a) a prestação de informações consideradas relevantes para a efetivação das escolhas por parte dos investidores, com prévio conhecimento das vantagens e riscos dos investimentos; b) as condições de acesso ao mercado para as sociedades emissoras de valores mobiliários e intermediários financeiros; c) as regras de comportamento dos intermediários financeiros e dos administradores e controladores de companhias abertas, visando a evitar prejuízos aos investidores; d) as condições de exercício de determinadas atividades no mercado, delimitando-se as atividades que apenas as instituições financeiras podem desempenhar.

(DUBEUX, Julio Ramalho. **A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro**. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris, 2006, p. 33-34).

10. Na mesma linha, transcreve-se o entendimento de Otávio Yazbek:

A informação é uma das mais importantes formas de reduzir a insegurança dos agentes e, embora tradicionalmente se presume que ela é distribuída de forma igualitária, em especial por meio do sistema de preços, isso não ocorre necessariamente, havendo discrepâncias na sua disponibilidade.

(...)

Como se viu, essas informações não estão sempre disponíveis a todos os agentes. Nos mercados concretos surgem situações diversas de assimetria informacional, em que tais agentes dispõem de dados distintos, tanto sob o aspecto quantitativo, quanto sob o aspecto qualitativo. Além disso, eles podem dispor, também, de fontes que lhes permitam o acesso privilegiado a informações. A consideração de assimetrias apresentaria uma relevância muito limitada, porém, se permanecesse limitada à criação dos mercados para informações. A sua existência pode, na verdade, trazer uma série de possíveis distorções aos mercados, não apenas por sabotar, de pronto, a presunção de plena informação que serve de pano de fundo para a análise do equilíbrio, mas também pela sua capacidade de gerar outros efeitos, mais concretos.

(YAZBEK, Otavio. **Regulação do mercado financeiro e de capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 42-43).

11. Para que esse mister seja alcançado, é dever do participante do mercado atuar de forma que as informações sejam prestadas de forma clara e precisa; informações imprecisas e incompletas têm a capacidade de gerar confusão em uma oferta pública de valores mobiliários, onde se busca a captação de poupança popular, junto aos investidores que não se enquadram no conceito de investidor qualificado ou de investidor profissional, ambos definidos na Instrução CVM 539/13 (arts. 9-A e 9-B). Portanto, entendo que a falha informacional aqui analisada ofende o disposto nos arts. 38 e 39 da Instrução CVM 400/03.

12. Configurada a materialidade, a responsabilidade da ofertante e de sua diretora, pelas informações contidas no prospecto, consta do art. 56 da Instrução CVM 400/03, *in verbis*:

Art. 56. O ofertante é o responsável pela veracidade, consistência, qualidade e suficiência das informações prestadas por ocasião do registro e fornecidas ao mercado durante a distribuição.

13. Portanto, dou provimento ao recurso de ofício no sentido de reconhecer que MARIANA BOTELHO RAMALHO CARDOSO deve ser responsabilizada pela divulgação de informações imprecisas e confusas.

14. Quanto à dosimetria da pena, entendo que os fatores apontados pelo Relator como justificativa para a absolvição devem, na realidade, ser considerados para fins de aplicação de sanção à recorrida. Assim, tendo em vista que não localizei nenhuma penalidade aplicada à MARIANA no período anterior à ocorrência do fato, utilizarei como parâmetro as penalidades usualmente aplicadas em casos de divulgação inadequada ou intempestiva de informações[3]; em face das circunstâncias elencadas no parágrafo '4', deve ser imposta, no caso concreto, a penalidade de multa, devendo ser fixada em R\$ 10.000,00 (dez mil reais), uma vez que fixei a penalidade de multa no valor de R\$ 25.000,00 (vinte e cinco mil reais) à ofertante. Dessa forma, entendo respeitados os princípios da razoabilidade e da proporcionalidade, sem que a penalidade perca as finalidades socioeducativa e dissuasória de novas práticas delituosas.

15. Assim, diante do exposto, voto por dar provimento ao recurso de ofício, aplicando à MARIANA BOTELHO RAMALHO CARDOSO, por infração aos arts. 38 e 39 da Instrução CVM nº 400, a penalidade de multa no valor de R\$ 10.000,00 (dez mil reais).

É o voto.

Adriana Cristina Dullius – Conselheira Relatora.

[1] Não é demais lembrar que esse entendimento é, igualmente, consagrado no direito norte-americano, como demonstra a seguinte lição de John C. Coffee Jr. e Joel Seligman: “2. *The Informational Needs of Investors*. Many markets sell essentially fungible products (wheat, oil, diamonds, etc.) whose grade and characteristics can be specified without great difficulty. Also, most transactions in these markets occur between professionals who expect to do business with each other again and hence value their commercial reputation for honesty and fair dealing. Even in other markets where transactions are not easily standardized, self-help remedies, including personal inspection, are often available (e.g. one can kick the tires at an automobile showroom or squeeze the tomatoes on the supermarket). Such self-help is less feasible, however, in the case of equity securities. Not only is it impossible for the typical buyer to examine the company, but the value of the security depends heavily on the likely future earnings of the issuing corporation (or other entity). Thus, the investor wants reliable information about the issuer’s financial condition, its competitive position, the status of its products in their own marketplaces, its prospective contingent liabilities, the background and competence of its management – and a host of other matters. And the investor needs this information to be presented in a relatively standardized and uniform fashion to facilitate comparisons among securities. Absent such disclosures, it is questionable whether most investors would be willing to invest funds in risky enterprises, and it is certain that they would reduce the price that they are willing to pay in direct proportion to their level of uncertainty about the firm’s value. Possibly for this reason, the level of disclosure required in security markets has historically exceeded the level of disclosure generally required by the law of contract or fraud. In short, for the securities market to function efficiently, much more disclosure is required than in most other markets” (COFFEE JR., John C.; e SELIGMAN, Joel. **Securities regulation – cases and materials**, 9. ed. New York: Foundation Press, 2003, p. 4).

[2] Alexandre Pinheiro dos Santos, Fábio Medina Osório e Julya Sotto Mayor Wellisch igualmente acolhem o pensamento do autor, ao mencionarem que “em última análise, o objetivo primordial da regulação estatal do mercado de capitais, inclusive no que tange aos âmbitos disciplinar e sancionador, é a existência e a manutenção do regular funcionamento do mercado – ou, como prefere Kumpel, de sua capacidade funcional –, o que abrange, necessariamente, transparência e simetria na prestação de informações; proteção da confiança do público investidor; equidade nas relações do investidor com intermediários, e eficiência na determinação do valor dos títulos negociados e na transferência destes entre os participantes do mercado” (SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; e WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de Capitais – regime sancionador**. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 24).

[3] Processo: RJ 2011/10415 - pena de multa pecuniária no valor de R\$ 100.000,00 (cem mil reais) - julgado em 02.12.2014;

RJ 2012/3787 - pena de multa pecuniária no valor de R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais) - julgado em 02.09.2014;

RJ 2013/509 - pena de multa pecuniária no valor de R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais) - julgado em 27.01.2015.



Documento assinado eletronicamente por **Adriana Cristina Dullius Britto, Conselheiro(a) Relator(a)**, em 24/07/2018, às 16:52, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site http://sei.fazenda.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **0922733** e o código CRC **58CE56EA**.



Documento assinado eletronicamente por **Fernando Lima Pereira Dutra**, **Secretário(a) Executivo(a)**, em 26/09/2018, às 17:52, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site http://sei.fazenda.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **1198415** e o código CRC **CF6945FC**.
