



MINISTÉRIO DA FAZENDA
CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

400ª Sessão

Recurso 14213

Processo 10372.000187/2016-42

Processo na primeira instância CVM RJ2013/5793

RECURSO DE OFÍCIO

RECORRENTE: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RECORRIDOS: PIETER JACOBUS FRANCISCUS VAN VOORST VADER
RICARDO LEVY

RELATOR: HAROLDO MAVIGNIER GUEDES ALCOFORADO

BASE LEGAL DA IMPUTAÇÃO: Lei nº 6.404, de 1976, art. 155, §§ 1º e 4º; Instrução CVM nº 358, de 2002, art. 13, *caput*.

EMENTA: Recurso de Ofício. Mercado de valores mobiliários - Utilização indevida de informação privilegiada - Descaracterização da infração - Recurso desprovido - Arquivamentos confirmados.

ACÓRDÃO CRSFN 117/2017

Vistos, relatados e discutidos os presentes autos, os membros do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional decidem, por unanimidade, com base no voto do Relator, conhecer do recurso de ofício com relação aos recorridos PIETER JACOBUS FRANCISCUS VAN VOORST VADER e RICARDO LEVY, na qualidade, respectivamente, de Diretor-Presidente e de Diretor de Relações com Investidores da BHG S.A. - Brazil Hospitality Group, e, pela imputação de utilização de informações relevantes antes de sua divulgação ao mercado, **negar-lhe provimento**, tendo em vista a total improcedência da acusação, mantendo o arquivamento determinado em primeira instância.

Participaram do julgamento os Conselheiros João Batista de Moraes, Adriana Cristina Dullius Britto, Flávio Maia Fernandes dos Santos, Haroldo Mavignier Guedes Alcoforado, Francisco Papellás Filho (art. 19, §3º, do Regimento Interno), Antonio Augusto de Sá Freire Filho, Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo e Ana Maria Melo Netto Oliveira. Ausentes, justificadamente, os Conselheiros Bláir Costa D'Avila e Carlos Portugal Gouvêa. Presente o Senhor Representante da Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional Dr. André Alvim de Paula Rizzo, que registrou não ter havido requisição de parecer escrito na forma do art. 15 do Regimento Interno do CRSFN.

Brasília, 14 de março de 2017.

I - Objeto

- 1) Trata-se de processo administrativo sancionador instaurado no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários - CVM com vistas a apurar responsabilidades pela suposta utilização de informações relevantes antes de sua divulgação ao mercado, por parte dos Srs. PIETER JACOBUS FRANCISCUS VAN VOORST VADER e RICARDO LEVY, na qualidade de diretores da BHG S.A. Brazil Hospitality Group, quando da negociação de ações emitidas.
- 2) Os fatos imputados caracterizam violação dos parágrafos 1º e 4º do art. 155 da Lei nº 6.404, de 1976, bem como do art. 13, *caput*, da Instrução CVM nº 358, de 2002.
- 3) Analisadas as circunstâncias do caso concreto, a CVM, por decisão unânime de sua Diretoria Colegiada, absolveu os acusados, conquanto tenha havido divergências quanto aos fundamentos da decisão, inclusive quanto ao argumento apresentado pela defesa de que o Fato Relevante divulgado em 27.1.2012 não trazia informações privilegiadas e relevantes, em especial no que tange ao lançamento do Programa de American Depositary Receipt (ADRs Nível I), que já era de prévio conhecimento do mercado, objeto de divulgações anteriores.
- 4) Quanto aos argumentos da defesa de que a observância de regras pré-estabelecidas, nos termos do que dispõem os parágrafos 6º e 7º do art. 13 da Instrução CVM nº 358, de 2002, amparariam a negociação de ações que esteja em consonância com a política de negociação das ações aprovadas pela companhia ou com contratos de opção de compra de ações, a decisão recorrida não os acolheu, tendo considerado, nesse aspecto, que as aquisições das ações questionadas neste processo não estariam protegidas pelos referidos dispositivos regulamentares. Não obstante, considerou outras circunstâncias constantes dos autos, entre as quais os critérios estabelecidos na Política de Negociação quanto ao prazo mínimo de manutenção das ações adquiridas e o padrão de comportamento e de negociação dos acusados, incompatível com o de quem faz uso de informação privilegiada, para concluir pela insuficiência de elementos que comprovem a intenção de obtenção de vantagem indevida.
- 5) Da decisão de absolvição, a CVM interpôs recurso de ofício, ora sob a apreciação deste Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional - CRSFN.

É o relatório.

HAROLDO MAVIGNIER GUEDES ALCOFORADO – Conselheiro-Relator.

VOTO DO RELATOR

I - Mérito

- 1) Trata-se de processo administrativo sancionador instaurado no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários - CVM com vistas a apurar responsabilidades pela suposta utilização de informações relevantes antes de sua divulgação ao mercado, por parte dos Srs. PIETER JACOBUS FRANCISCUS VAN VOORST VADER e RICARDO LEVY, na qualidade de Diretor-Presidente e Diretor de Relações com Investidores (DRI) da BHG S.A. Brazil Hospitality Group, quando da negociação de ações emitidas.
- 2) Os fatos imputados caracterizam violação dos parágrafos 1º e 4º do art. 155 da Lei nº 6.404, de 1976, bem como do art. 13, *caput*, da Instrução CVM nº 358, de 2002.
- 3) O processo originou-se de Reclamação apresentada junto à CVM, a qual levantava suspeita sobre possível uso de informação privilegiada ocorrida no pregão de 26.1.2012, tendo em vista uma alta de 10,20% no valor das ações ordinárias de emissão da BHG contra nove meses anteriores de queda, sendo que o volume de ações negociadas naquele pregão corresponderia ao dobro do negociado nos sete pregões anteriores. Além disso, grande parte das aquisições concentrou-se na mesma corretora. No dia seguinte, 27.1.2012, foi divulgado Fato Relevante comunicando a aprovação de Programa de American Depositary Receipt (ADRs Nível I) pela CVM e pela Securities and Exchange Commission - SEC.

4) A Reclamação foi examinada pela Gerência de Acompanhamento do Mercado (GMA) da Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (SMI) da CVM, a qual verificou que os acusados já vinham adquirindo ações da BHG desde de novembro de 2011 até fevereiro de 2012 e que antes da divulgação do Fato Relevante de 27.1.2012, a companhia já havia divulgado ao mercado o lançamento do Programa de ADRs Nível I, por meio de Fatos Relevantes e comunicados anteriores, em 25.11.2011, 10.1.2012 e 26.1.2012. Concluiu que o perfil das aquisições realizadas pelos acusados não apresentaria características típicas de aproveitamento de informações privilegiadas.

5) Não obstante, em se tratando de fatos relacionados a período anterior à divulgação de Fato Relevante, o assunto foi submetido à análise da Superintendência de Relações com Empresas (SEP), que formulou Termo de Acusação.

6) Os acusados alegaram em sua defesa, em síntese, que as informações divulgadas pelo Fato Relevante de 27.1.2012 não influenciaram de modo ponderável as cotações das ações da companhia, pois apenas atualizava informações sobre o atual estágio do Programa de ADRs Nível I, o qual já era de conhecimento do mercado, e que a aprovação do Programa pelo Conselho de Administração da companhia, esta sim informação relevante, já havia sido divulgada por meio do Fato Relevante publicado em 25.11.2011. Alegaram ainda que, mesmo que se estivesse diante de informação relevante, a negociação estaria amparada pelos parágrafos 6º e 7º do art. 13 da Instrução CVM nº 358, de 2002, que a autoriza quando compatível com plano de opções de compra ou com políticas de negociação de valores mobiliários da companhia, afastada assim a presunção de uso de informação privilegiada, bem como ausente a intenção de obtenção de vantagens indevidas.

7) Ao decidir pela absolvição dos acusados, a Diretoria Colegiada da CVM centrou sua análise em dois aspectos que considerou fundamentais para o deslinde da questão: se a política de negociação das ações, aprovadas pela companhia, ou se os contratos de outorga de opção de compra de ações eram suficientes para amparar a negociação; e se o comunicado ao mercado e o Fato Relevante, realizados em 26.1.2012 e 27.1.2012, respectivamente, continham efetivamente informações relevantes, de modo a impedir a negociação de ações antes de sua divulgação.

8) No que tange ao primeiro aspecto, a Diretora-Relatora Luciana Dias considerou inadequada a política de negociação das ações da BHG, por limitar-se ao cumprimento do art. 15 da Instrução CVM nº 358, de 2002, prática que acaba por contrariar os próprios objetivos da política de negociação, induzindo administradores a negociar valores mobiliários quando deveriam se abster de fazê-lo. Dessa forma, ressalta, as políticas de negociação e planos de incentivos poderiam conter comandos abertos que legitimariam os seus beneficiários a fazer uso de informação privilegiada. Entretanto, ressalva que a recomendação de manutenção das ações adquiridas por um período mínimo de seis meses é fator mitigador da intenção de auferir vantagem indevida com a operação.

9) Assim, a CVM entendeu que a Política de Negociação ou o aditamento dos Contratos de Outorga de Opção de Compra de Ações e Outras Avenças, por si sós, não têm o condão de afastar dos acusados a decisão negocial sobre as operações ora questionadas, de modo a elidir eventual responsabilidade pelo uso de informações privilegiadas.

10) Não obstante, a decisão recorrida entendeu que há outros elementos presentes que contribuem para afastar a intenção de auferir vantagem indevida, tendo em conta a existência de autorização específica do Conselho de Administração da companhia para a aquisição por conta do referido Aditamento e do cumprimento da Política de Negociações, tais como a limitação do volume de ações compradas a 50% do bônus de cada administrador, o padrão de negociação dos acusados, que já vinham adquirindo ações há vários meses e continuaram comprando ações após 27.1.2012, comportamento que não é típico de quem aproveita informação privilegiada, além do já mencionado período mínimo de seis meses de manutenção das ações, recomendada na aludida Política de Negociação.

11) Quanto ao segundo aspecto mencionado, isto é, a efetiva relevância das informações, a Diretora-Relatora Luciana Dias considerou que, a respeito da aquisição de administradoras de hotéis na região norte do País, objeto do comunicado de 26.1.2012, a informação além de não ser nova, pois tal estratégia já havia sido divulgada anteriormente, a aquisição não era significativa financeiramente, correspondendo a valor inferior a 1% do patrimônio líquido da companhia. Considerou ainda o fato de que a aquisição do Grupo Solare foi objeto de comunicação aos acionistas, da mesma forma que outras aquisições de ativos são costumeiramente objeto de comunicados pela companhia.

12) Quanto à notícia da aprovação do Programa de ADRs Nível I pela CVM e pela SEC, de fato não se trata de informação inovadora, capaz de influir de modo ponderável na cotação das ações da BHG, como entendeu, a meu

ver acertadamente, a Diretora-Relatora. Isto porque o mercado já teria precificado o lançamento, muito mais com base nas características substanciais do Programa do que propriamente na informação de aprovação formal pelos órgãos reguladores.

13) Por outro lado, conforme esclarecido pela própria SEP, por meio do Ofício Circular/CVM/SEP/Nº 004/2011, informações úteis, a juízo das companhias, mas não enquadráveis na definição de atos ou fatos relevantes, poderiam ser divulgadas por meio de comunicados ao mercado ou aviso aos acionistas, e não necessariamente por meio de Fato Relevante, que deve ser reservado para informações privilegiadas, vale dizer relevantes e sigilosas, que possam de fato influenciar o mercado.

14) Houve divergência aberta pelo Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes quanto a alguns aspectos dos fundamentos do Voto da Diretora-Relatora, em especial no que se refere ao acolhimento da tese da defesa de que as informações divulgadas pelo Fato Relevante de 27.1.2012 não eram relevantes e sigilosas, representando mera atualização, no que foi acompanhado pelo Diretor Pablo Renteria e pelo Presidente Leonardo P. Gomes Pereira.

15) Cumpre esclarecer que, conquanto tenha havido divergências quanto aos fundamentos, mediante Manifestações de Voto, houve unanimidade quanto à descaracterização da infração e absolvição dos acusados.

II - Conclusão

16) Por todo o exposto, considero escoreita e bem fundamentada a decisão de absolvição da CVM, que examinou todos os aspectos e circunstâncias do caso concreto, à luz dos conceitos próprios dos institutos e da finalidade das normas, dos elementos constantes dos autos a respeito da intenção dos agentes e do real impacto das informações divulgadas e sua influência no comportamento do mercado investidor, pelo que VOTO pelo não provimento do recurso de ofício e pela manutenção dos arquivamentos.

É o voto.

HAROLDO MAVIGNIER GUEDES ALCOFORADO – Conselheiro-Relator.



Documento assinado eletronicamente por **Ana Maria Melo Netto Oliveira, Presidente**, em 16/03/2017, às 17:36, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Haroldo Mavignier Guedes Alcoforado, Conselheiro Relator**, em 16/03/2017, 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 **0013503** e o código CRC **8C15EF70**.