

## PARECER DO COMITÊ DE TERMO DE COMPROMISSO

### PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2009/11007

#### RELATÓRIO

1. Trata-se de propostas de Termo de Compromisso apresentadas nos autos do Termo de Acusação (fls. 863/962) instaurado pela Superintendência de Relações com Empresas – SEP em face de **Márcio Botana Moraes**, conselheiro de administração, **Carlos Manuel Novis de Talavera Guimarães**, presidente do conselho de administração, e **José Romeu Ferraz Neto**, Diretor Presidente da Invest Tur Brasil – Desenvolvimento Imobiliário Turístico S.A. ("**Companhia**" ou "**Invest Tur**").
2. O Termo de Acusação originou-se do Processo CVM nº RJ2009/1062 — instaurado com base no Sistema de Supervisão Baseada em Risco, no âmbito do Plano Bial aprovado pela SEP —, referente à análise da operação de incorporação da companhia aberta La Hotels S.A. ("**La Hotels**") pela companhia aberta Invest Tur [\[1\]](#), deliberada em AGE de 18.02.09 e divulgada através de Fatos Relevantes de 31.10.08, 03.12.08 e 08.01.09. (parágrafo 2º do Termo de Acusação)

#### Da repactuação das debêntures no âmbito da incorporação da La Hotels

3. Segundo divulgado pela Invest Tur, a operação de incorporação da La Hotels estaria condicionada à ocorrência de alguns eventos, dentre os quais a alteração do Instrumento Particular de Escritura da 1ª Emissão das Debêntures da Invest Tur, para prever a possibilidade de quitação das debêntures, quando do exercício das respectivas opções de conversão pelos debenturistas, mediante a emissão de ações de emissão da Invest Tur ou o pagamento de valor correspondente a R\$407,93 (preço por ação de emissão da Invest Tur estabelecido para os fins da relação de troca na incorporação) multiplicado pelo número de ações objeto da respectiva opção de conversão. Nesse tocante, estabeleceu-se que: **a)** 51% das debêntures deveriam ser convertidas pelos debenturistas em ações ordinárias da Invest Tur, representativas de 3% do capital social da Companhia após a incorporação; e **b)** 49% das debêntures deveriam ser quitadas pela Invest Tur mediante a cessão em pagamento aos debenturistas das seguintes participações detidas pela Companhia: (i) quotas representativas de 100% do capital social da Salvador Downtown Empreendimentos Imobiliários SPE Ltda. ("**Itaigara**"), por seu valor contábil, ou seja, R\$ 13.742.112,00 (treze milhões, setecentos e quarenta e dois mil, cento e doze reais); e (ii) quotas representativas de 38% do capital social da Conde Residence Empreendimento Imobiliário SPE Ltda. ("**Conduru**"), por seu valor contábil, ou seja, R\$ 8.613.790,60 (oito milhões, seiscentos e treze mil, setecentos e noventa reais e sessenta centavos). (parágrafo 4º, "I" do Termo de Acusação)

4. Tal possibilidade de quitação das debêntures mediante cessão em pagamento de ativos de propriedade da Companhia, por sua vez, foi objeto de questionamento pela Bovespa, que solicitou o detalhamento da fundamentação dos valores atribuídos à Itaigara e à Conduru. A esse respeito, a Invest Tur apresentou, em Comunicado ao Mercado de 21.01.09, os seguintes esclarecimentos: (parágrafo 6º do Termo de Acusação)

- a. No âmbito do processo de negociação da operação de incorporação da La Hotels pela Companhia, foi apresentada pela La Hotels proposta de repactuação das 100 debêntures conversíveis de emissão da Invest Tur, visando à sua extinção;
- b. No correr das negociações da incorporação acima mencionada, concluiu-se que a quitação das debêntures poderia se dar, basicamente, mediante: (i) a emissão de novas ações da Invest Tur; (ii) a entrega de moeda corrente pela Companhia; ou (iii) a transferência de ativos de propriedade da Companhia;
- c. As partes envolvidas nas negociações entenderam que a conversão de todas as debêntures em ações da Invest Tur poderia representar uma diluição demasiada dos atuais acionistas da Companhia;
- d. Já o pagamento em moeda corrente pareceu pouco apropriado, em razão da constatação de que o valor atribuído à época pelo mercado à Companhia era inferior à sua posição de caixa líquido. Portanto, qualquer redução do caixa líquido da Companhia representaria um impacto direto e significativo no valor de negociação das suas ações;
- e. Por outro lado, nenhum valor era atribuído pelo mercado aos terrenos adquiridos pela Companhia (valor patrimonial de R\$393,8 milhões) para a implementação de seus projetos de desenvolvimento imobiliário turístico;
- f. Concluiu-se, assim, no âmbito das negociações, que a melhor forma de se quitar as debêntures seria mediante: (i) a conversão de 51 Debêntures em ações ordinárias da Companhia, representativas de 3% do capital social da Companhia após a incorporação da La Hotels (sujeitas ao mesmo *lock-up* previsto no prospecto na época do IPO); e (ii) a cessão pela Companhia, em pagamento de 49 debêntures, de 100% do capital social da Itaigara e de quotas representativas de 38% do capital social da Conduru;
- g. Entendeu-se ainda que: (i) os valores contábeis das sociedades acima mencionadas representavam de forma apropriada os seus valores de mercado, em razão dos ativos que compõem tais sociedades terem sido recém-adquiridos (em maio de 2008 e setembro de 2008), não tendo sido objeto de investimentos materiais pela Companhia (pois ainda se encontravam em fase de licenciamento); e (ii) a quitação de debêntures mediante a transferência de tais participações societárias pelos seus valores contábeis representava a realização de valores que, conforme destacado, não eram reconhecidos pelo mercado em sua avaliação da Companhia;
- h. Os integrantes da administração da Invest Tur que participaram das negociações da incorporação da La Hotels consideraram, em suas análises e durante as negociações, o valor presente das debêntures com base no emprego do modelo de precificação de opções Black-Scholes;
- i. Os membros independentes do Conselho de Administração da Invest Tur solicitaram ao assessor financeiro da Companhia, Banco de Investimentos Merrill Lynch S.A., que preparasse um exemplo ilustrativo dos resultados da aplicação do modelo Black-Scholes ("**Relatório de Avaliação**"), o qual foi disponibilizado aos acionistas e ao mercado em geral e atribui às debêntures um valor estimado entre R\$39,1 milhões a R\$106,2 milhões; e
- j. Tem-se, assim, que: (i) com base nas premissas apontadas na página 28 do Relatório de Avaliação, para fins da incorporação da La Hotels pela Invest Tur, o valor estimado das ações de emissão da Companhia em que serão convertidas 51 debêntures é R\$22,8 milhões; e (ii) o valor contábil das participações a serem cedidas em pagamento de 49 debêntures é R\$22,4 milhões. Portanto, atribuiu-se às debêntures, no âmbito da operação acima descrita, um valor total de aproximadamente R\$45,2 milhões, que se encontra na parte inferior da faixa de preço das debêntures, apurada segundo o emprego do Black-Scholes.

5. Vale destacar que tais debêntures, emitidas em 01.07.07, foram totalmente subscritas pelos acionistas fundadores da Invest Tur ao preço unitário de R\$1.000,00 (mil reais), totalizando R\$ 100.000,00 (cem mil reais). Ademais, as debêntures conferiam a seus titulares participação nos lucros da

Companhia e sua negociação somente poderia ocorrer entre os acionistas fundadores, com direito de preferência entre eles. Quanto à conversibilidade, cada debênture seria conversível em 1 ação de emissão da Invest Tur ou um número de ações definido em conformidade com a fórmula abaixo, o que fosse maior, e teria uma conversão obrigatória em 15 (quinze) anos: (parágrafo 71 do Termo de Acusação)

$$RC = \frac{(PC-PS)*NTA*20\%}{1}$$

PC 100

Sendo:

RC - Relação de Conversibilidade: número de ações de emissão da Companhia em que cada Debênture é conversível.

PC- média da cotação média diária das Ações na BOVESPA, ponderada pelo volume negociado nos 25 pregões anteriores à data de conversão das Debêntures, ajustada para refletir desdobramentos e grupamentos de ações. PC corresponde ao preço de emissão das Ações em decorrência da conversão das Debêntures.

PS - Preço de Subscrição praticado na Oferta, devidamente corrigido pelo IPC-A, ajustado para refletir desdobramentos e grupamentos de ações.

NTA - Número total de ações emitidas pela Companhia no dia imediatamente anterior à data de conversão das Debêntures, excluídas as ações emitidas em decorrência da emissão de Debêntures e acrescidas as ações possíveis de emissão com base em planos de opção de compra de ações e em quaisquer outros instrumentos conversíveis ou permutáveis em ações que estejam em circulação.

6. A partir da fórmula de conversão das debêntures, a SEP inferiu que esses papéis só teriam valor econômico significativo "caso o preço médio corrente de mercado das ações de emissão da Invest Tur fosse superior ao valor do preço de emissão por ocasião da sua oferta pública ou caso houvesse perspectiva de valorização das ações acima do preço de emissão". Ainda de acordo com a área técnica, ao analisar a trajetória da cotação das ações de emissão da Invest Tur desde a abertura de seu capital — sempre inferior ao preço de subscrição das debêntures —, verificou-se que não era vantajoso economicamente converter as debêntures em ações da Companhia, tendo em vista que, conforme sua escritura de emissão inicial, cada debênture só poderia ser convertida em uma ação da Companhia. De acordo com o Sistema Econômica, em 24.06.09 a ação da Invest Tur estava cotada em R\$210,00, enquanto que o preço de subscrição unitário das debêntures foi de R\$1.000,00 (mil reais). (parágrafos 72/75 do Termo de Acusação)

7. Adicionalmente, a SEP apresentou as seguintes ponderações: (parágrafos 77/80 do Termo de Acusação)

"77. Considerando o valor dos empreendimentos cedidos em pagamento ao resgate de 49% das debêntures e que 3% do capital da Invest Tur, após a incorporação, representam cerca de 57.555 ações, com base no IAN de 31.12.08, e considerando, ainda, que o preço atribuído às ações de emissão da Invest Tur, para fins de relação de troca na incorporação, foi de R\$407,93, os debenturistas, ou seja, os quatro sócios fundadores, receberam com a consecução da operação o montante de aproximadamente **R\$ 45,8 milhões** [R\$13.742 mil + R\$8.613 mil + (57.555\*R\$407,93 = R\$23.478 mil)], conforme também apurou aproximadamente o Valor Econômico na matéria de 08.02.09 (fls. 19/20).[\[2\]](#)

78. Cabe ressaltar que, na data da realização da assembleia (18.02.09), considerando a fórmula original de conversão das debêntures e a cotação das ações da Invest Tur naquela data (R\$206,95, segundo o Sistema Econômica), o valor de mercado da totalidade das debêntures, caso fossem convertidas em ações e alienadas em mercado, seria de **R\$20.695,00**. (grifamos)

79. Desse modo, resta claro que os acionistas fundadores tinham interesses pessoais na realização de incorporação da LA Hotels (condicionada à repactuação das debêntures), de modo que, na condição de administradores da Invest Tur, não poderiam intervir na operação, tampouco participar de qualquer deliberação a respeito, nos termos do art. 156 da LSA.

80. Nesse sentido, vale transcrever trecho do voto do Diretor-Relator proferido no âmbito do Processo CVM n° RJ-2004-5494, em reunião de 16.12.04, acompanhado por unanimidade pelos demais membros do Colegiado:

*"Conclui-se, portanto, que o conflito de interesses é, no caso do art. 156 da Lei 6.404/76, presumido, isto é, independe da análise do caso concreto a sua aplicação, restando os administradores da companhia impedidos de participar de **qualquer tratativa** ou deliberação referente a uma determinada operação em que figure como contraparte da companhia ou pela qual seja beneficiado, independentemente se está a se perseguir o interesse social ou não". (sem grifos no original)"*

8. Em que pese o conflito de interesses de que trata o art. 156 da Lei nº 6.404/76 [\[3\]](#), verificou-se que os conselheiros e também debenturistas **Carlos Manuel Novis Guimarães e Márcio Botana Moraes**, em RCA de **31.10.08**, votaram pelo início das negociações visando à incorporação da La Hotels, em base de exclusividade, pelo prazo de 30 dias. Ressalta-se que, conforme Relatório da Merrill Lynch apresentado na referida reunião aos conselheiros, naquela data já constava a proposta da La Hotels de repactuação das debêntures da forma mencionada anteriormente. Além disso, os referidos conselheiros votaram favoravelmente à continuação das negociações com a La Hotels na RCA de **14.11.08** (em que foi apresentada pela Merrill Lynch a avaliação da La Hotels e da Invest Tur) e à extensão do prazo de negociação com a La Hotels, por mais 30 dias, em base de exclusividade, na RCA de **03.12.08**. (parágrafos 81/83 do Termo de Acusação)

9. A área técnica constatou ainda que as informações apresentadas pela Companhia — notadamente no Comunicado ao Mercado de 21.01.09 e em resposta a questionamento da SEP de 12.02.09 — evidenciam que, além dos Srs. Carlos Novis Guimarães e Márcio Botana Moraes, o Sr. **José Romeu Ferraz Neto**, acionista fundador, debenturista e Diretor Presidente da Invest Tur à época, também interveio no processo de incorporação da La Hotels, no âmbito do qual estava inserida a referida repactuação das debêntures. (parágrafos 82/86 do Termo de Acusação)

10. Nesse tocante, concluiu a SEP que: (parágrafos 87/93 do Termo de Acusação)

"87. Em resposta aos OFÍCIOS/CVM/SEP/GEA-3/Nº401 a 403/09, de 21.07.09, os referidos senhores alegaram que não se envolveram nas negociações que diziam respeito à repactuação das debêntures, todas conduzidas, segundo os aludidos administradores, pelos então conselheiros de administração independentes, tendo enviado, inclusive, declaração lavrada em cartório desses conselheiros de que os conselheiros também debenturistas não intervieram nessas negociações (fls. 454/455, 457/458 e 460/461).

88. Não obstante, todos os administradores também debenturistas afirmaram na resposta aos referidos ofícios que participaram, ativamente, em conjunto com os conselheiros independentes e consultores legal e financeiro, da análise, discussão e negociação dos

demais termos e condições que regulariam a associação estratégica entre a Companhia e a LA Hotels.

89. Como já mencionado anteriormente, a incorporação da LA Hotels resultou na obtenção do controle da Invest Tur pela Latin America Hotels LLC, então controlador daquela Companhia e, conforme disposto no fato relevante de 08.01.09 (fls. 03/08), a incorporação da LA Hotels estava condicionada à repactuação das debêntures.

90. **Sendo assim, os aludidos administradores não poderiam intervir nos demais termos da operação, nos termos dispostos no art. 156 da LSA, uma vez que possuíam interesses conflitantes na consecução da operação, na condição de debenturistas, o que não foi observado pelos referidos administradores.**

91. Nesse sentido, convém repisar que na RCA de 14.11.08, em que foi apresentada pela Merrill Lynch a avaliação da LA Hotels e da Invest Tur, os referidos conselheiros também debenturistas votaram favoravelmente à continuação das negociações com a LA Hotels (...)

92. Cabe ressaltar que a afirmação dos administradores de que a 'incorporação da LA Hotels pela Companhia foi aprovada por larga maioria (73,9% e 100,0% dos acionistas presentes nas Assembleias da Companhia e da LA Hotels, respectivamente), não havendo, portanto, dúvidas de que a operação, em todos os seus aspectos, foi benéfica para Invest Tur', sem entrar no mérito desta alegação, não exime os administradores do cumprimento do disposto no art. 156 da LSA, tendo em vista que esse dispositivo não estabelece exceções à vedação de intervenção dos administradores em conflito de interesses, mesmo que sejam obtidos os melhores termos em determinada negociação.

93. **Pelo exposto, restou comprovado que os Senhores Carlos Novis Guimarães, Márcio Botana Moraes e José Romeu Ferraz Neto, na qualidade de administradores da Invest Tur, intervieram no processo de incorporação da LA Hotels, operação em que tinham inequívocos interesses conflitantes com a Companhia, caracterizando, portanto, descumprimento ao art. 156 da LSA.** (grifamos)

#### **Do contrato de consultoria com a GR Capital Consultoria Ltda.**

11. Ainda de acordo com a reportagem veiculada no Valor Econômico em 08.02.09 (fls. 20), além dos R\$45 milhões pela quitação das debêntures na esteira do processo de incorporação da La Hotels, os fundadores da Invest Tur estariam sendo remunerados desde a criação da Companhia, sendo que a maior remuneração viria de "um contrato de consultoria entre a GR Capital, pertencente a eles, e a Invest Tur, que rende uma remuneração de cerca de R\$ 9 milhões por ano."

12. Instada pela SEP a se manifestar sobre a matéria, a Invest Tur esclareceu que a celebração do contrato de consultoria com a GR Capital Consultoria Ltda. ("**GR Capital**") foi aprovada pela Assembleia Geral Extraordinária de acionistas da Companhia em 25.07.07 e que seus termos e condições, inclusive a respectiva remuneração da GR Capital, foram apresentados aos investidores no Prospecto Definitivo de Distribuição Pública Primária de Ações Ordinárias de Emissão da Companhia, além de ser objeto de divulgação específica nas demonstrações financeiras da Invest Tur (demonstrações financeiras referentes ao exercício social encerrado em 31.12.07 e trimestres findos em 31.03, 30.06 e 30.09.08). Acresceu que as quotas da GR Capital, em sua totalidade, seriam detidas por acionistas fundadores da Invest Tur, dentre os quais os Srs. Carlos Manuel Novis de Talavera Guimarães, José Romeu Ferraz Neto e Márcio Botana Moraes. (parágrafos 10, 42/43 do Termo de Acusação)

13. Segundo informações constantes no referido Prospecto Definitivo, o contrato de consultoria com a GR Capital, com vigência até 31.12.10, tinha por objeto a prestação de serviços de consultoria à Invest Tur em relação às seguintes matérias: a) exploração da atividade de desenvolvimento imobiliário turístico, com foco em hotelaria de lazer e de turismo, e outras atividades direta ou indiretamente relacionadas; b) identificação e avaliação de propriedades destinadas aos potenciais projetos da Companhia; c) elaboração e coordenação de projetos executivos e pré-projetos para análise de viabilidade e implementação de projetos e associações pela Companhia; d) financiamentos e outras operações financeiras junto a instituições locais e internacionais, incluindo instituições multilaterais; e e) outros assuntos direta ou indiretamente relacionados às atividades da Companhia. Pela prestação de tais serviços, a Invest Tur pagaria à GR Capital, trimestralmente, **quantia equivalente a 0,25% do capital social integralizado**, conforme apurado no data de encerramento do trimestre, excluída a parcela do capital social eventualmente integralizada com lucros ou reservas de lucros ou reservas de capital. (parágrafo 44 do Termo de Acusação)

14. O Prospecto Definitivo alertava ainda que, de acordo com a Lei das S/A, os acionistas fundadores e membros do Conselho de Administração que tivessem interesse no contrato de consultoria poderiam vir a ser considerados impedidos de votar em deliberação de Assembleia Geral ou RCA em determinados assuntos relativos ao contrato em tela. (parágrafo 44, "f" do Termo de Acusação)

15. No entender da SEP, considerando especificamente a forma de remuneração da GR Capital (0,25% do capital social integralizado, conforme apurado na data de encerramento do trimestre, excluída a parcela que tenha sido eventualmente integralizada com lucros ou reservas de lucros ou reservas de capital, pagos trimestralmente em até 50 dias após o término de cada trimestre), os referidos administradores possuíam interesse conflitante com a Invest Tur, no que se referia a qualquer deliberação acerca da modificação do capital social. (parágrafo 46 do Termo de Acusação)

16. Por meio de carta datada de 19.08.08, destinada à administração da Invest Tur, foi sugerido por Tarpon Investment Group Ltda., HBK e CSHG, na qualidade de acionistas da Companhia, a redução do capital social em R\$ 400 milhões, bem como que a remuneração do contrato de consultoria com a GR Capital fosse utilizada para a compra de ações da Companhia a preços de mercado (que não poderiam ser alienadas durante a vigência do contrato), a fim de melhor alinhar o interesse dos acionistas ao dos sócios fundadores e administradores. Nesse tocante, a área técnica depreendeu que os Srs. Carlos Manuel Novis de Talavera Guimarães, José Romeu Ferraz Neto e Márcio Botana Moraes não poderiam intervir em sua aceitação ou rejeição, em função de conflito de interesses na operação. (parágrafos 47/48 do Termo de Acusação)

17. Ocorre que, a partir das atas das RCA's realizadas em 28.08.08, 01.09.08 e 05.09.08, a SEP verificou que os Srs. Carlos Manuel Novis de Talavera Guimarães e Márcio Botana Moraes, na qualidade de membros do Conselho de Administração, debateram as propostas contidas na referida carta e, **especificamente na RCA de 05.09.08**, votaram pela rejeição da proposta de redução de capital em R\$ 400 milhões. Com relação à remuneração da GR Capital, por sua vez, ficou decidido, por unanimidade, "que fossem detalhadas as alternativas e as mecânicas mais adequadas para atingir o objetivo de reforço de alinhamento, para posterior exame pelo Conselho." Uma vez questionados, tais conselheiros confirmaram que participaram da deliberação acerca da proposta em tela, ressaltando, contudo, que teriam decidido no único e exclusivo interesse da Companhia. (parágrafos 49/50 do Termo de Acusação)

18. Segundo apurado pela SEP, em 30.09.08 o capital social da Invest Tur era de R\$941.101 milhões (base 3º ITR/08), de sorte que os sócios fundadores recebiam anualmente cerca de **R\$ 9,4 milhões** a título de pagamento dos serviços de consultoria objeto do contrato celebrado com a Companhia. Caso fosse aceita a proposta de redução de capital acima referida, esse valor reduziria para cerca de **R\$5,4 milhões**. Vale dizer, a redução do capital social da Invest Tur impactava diretamente a remuneração da GR Capital, o que, no entender da área técnica, impediria os Srs. Carlos Manuel Novis de Talavera Guimarães e Márcio Botana Moraes de intervir em qualquer discussão e/ou deliberação a respeito, nos termos do art. 156 da Lei nº

19. A esse respeito, os aludidos administradores arguíram que, a seu ver, o conflito de interesses de que trata o art. 156 da Lei nº 6.404/76 não seria presumido, devendo ser avaliado posteriormente à deliberação, de modo que, no caso concreto, não estariam impedidos de intervir na operação. Nesse tocante, a SEP ressaltou que, consoante entendimento firmado pela CVM em diversas decisões<sup>[4]</sup>, o conflito de interesses de que se cuida é formal ( *a priori*) e, portanto, impede a intervenção do administrador em qualquer deliberação em que estejam presentes esses interesses conflitantes. Destacou que o mesmo não se confunde com o conflito do acionista de que trata o art. 115 da mesma lei, o qual, conforme já assentado pela doutrina, deve ser avaliado *a posteriori*, de modo que o acionista pode exercer seu direito de voto e ser responsabilizado posteriormente, caso comprovado o exercício desse direito em sentido diverso do interesse da companhia. (parágrafos 53/59 do Termo de Acusação)

20. Portanto, na opinião da área técnica, restaria inequívoco o interesse desses conselheiros na manutenção do capital social, de modo que, nos termos do art. 156 da Lei nº 6.404/76, não poderiam intervir e/ou deliberar a respeito da proposta da Tarpon Investment Group Ltda., HBK e CSHG de redução do capital social e, ainda, fazer consignar em ata da reunião do órgão a natureza e extensão dos seus interesses. Dessa forma, restaria comprovado que os Srs. Carlos Manuel Novis de Talavera Guimarães e Márcio Botana Moraes, na qualidade de membros do Conselho de Administração, descumpriram o art. 156 da Lei nº 6.404/76, por terem debatido as propostas contidas na carta da Tarpon Investment Group Ltda., HBK e CSHG nas **RCA's realizadas em 28.08.08, 01.09.08 e 05.09.08, e, especificamente na RCA de 05.09.08**, terem votado pela rejeição da proposta de redução de capital em R\$ 400 milhões e, com relação à proposta de remuneração da GR Capital, terem decidido "que fossem detalhadas as alternativas e as mecânicas mais adequadas para atingir o objetivo de reforço de alinhamento, para posterior exame pelo Conselho". (parágrafos 60 e 63 do Termo de Acusação)

21. Vale destacar que em 17.10.08 a Tarpon Investment Group Ltda. apresentou nova correspondência reiterando a proposta de redução do capital social da Invest Tur, tendo o Conselho de Administração da Companhia, em RCA de 30.10.08, decidido por adiar sua apreciação em razão do recebimento, em 28.10.08, de proposta de associação encaminhada pela La Hotels, a qual, segundo registro constante da respectiva ata, demandaria análises e estudos aprofundados, após os quais o Conselho de Administração estaria apto para deliberar sobre a proposta de redução de capital e outras sugestões anteriormente sugeridas pela Tarpon Investment Group Ltda. (parágrafos 64/66 do Termo de Acusação)

22. Quanto a essa segunda proposta de redução do capital social, os administradores alegaram que não haveria que se falar em conflito de interesses, à medida que tal matéria sequer teria sido deliberada, "mas apenas adiada em razão da negociação com a LA Hotels, que conforme exaustivamente explicado acima, havia apresentado a melhor proposta de reestruturação, segundo a análise pormenorizada conduzida pelo assessor financeiro da Companhia." Em que pesem tais argumentos, a SEP entendeu que os referidos conselheiros, ao votarem na RCA de 30.10.08, intervieram na avaliação da proposta de redução de capital, ainda que de maneira indireta, uma vez que possuíam inequívoco interesse pessoal na proposta de redução de capital. (parágrafos 67/68 do Termo de Acusação)

23. Ademais, a área técnica salientou que "não há que se falar que os referidos senhores não teriam agido em conflito de interesses, tendo em vista que, na condição de debenturistas da Companhia, poderiam aprovar ou não a redução do capital, com base no disposto no art. 174, §3º, da LSA. Isto porque, mesmo tendo essa faculdade, sua condição de administrador não se confunde com a de debenturista. Na condição de administradores estão sujeitos aos seus deveres fiduciários previstos na lei societária, dentre eles o disposto no art. 156 dessa lei, de modo que nas reuniões do conselho de administração suas condutas devem ser pautadas nesses deveres e não no fato de serem também debenturistas da Companhia." (parágrafo 69 do Termo de Acusação)

24. Desse modo, a SEP concluiu que restaria comprovado que os Srs. Carlos Manuel Novis de Talavera Guimarães e Márcio Botana Moraes, na qualidade de membros do Conselho de Administração da Invest Tur, intervieram na deliberação ocorrida na **RCA de 30.10.08**, sobre a segunda proposta de redução do capital e de alterar o tratamento dado à remuneração da GR Capital, sendo beneficiários diretos dessas deliberações, o que caracteriza inequívoco conflito de interesses e, portanto, atuação desses senhores em infração ao disposto no art. 156 da Lei nº 6.404/76. (parágrafo 70 do Termo de Acusação)

25. Em razão do exposto, a SEP propôs a responsabilização de **Márcio Botana Moraes, Carlos Manuel Novis de Talavera Guimarães e José Romeu Ferraz Neto**, na qualidade de membro, presidente do Conselho de Administração e diretor presidente da Invest Tur, respectivamente, pelo descumprimento do art. 156 da Lei nº 6.404/76, em razão de terem intervindo no processo de incorporação da La Hotels, operação em que tinham interesse conflitante com a Companhia, tendo em vista sua condição de debenturista. (parágrafo 96 do Termo de Acusação)

26. Os conselheiros **Márcio Botana Moraes e Carlos Manuel Novis de Talavera Guimarães** teriam descumprido o disposto no art. 156 da Lei nº 6.404/76 também em razão das seguintes condutas: (parágrafo 96 do Termo de Acusação)

(i) ao terem debatido as propostas contidas na carta da Tarpon nas RCA's realizadas em 28.08.08, 01.09.08 e 05.09.08 e, especificamente na RCA de 05.09.08, terem votado pela rejeição da proposta de redução de capital em R\$ 400 milhões e, com relação à proposta de remuneração da GR Capital, terem decidido "que fossem detalhadas as alternativas e as mecânicas mais adequadas para atingir o objetivo de reforço de alinhamento, para posterior exame pelo Conselho", sendo beneficiários dessas deliberações na condição de sócios da GR Capital; e

(ii) ao terem intervindo na deliberação ocorrida na RCA de 30.10.08, sobre a segunda proposta de redução do capital e de alterar o tratamento dado à remuneração da GR Capital, sendo beneficiários diretos dessas deliberações na condição de sócios da GR Capital.

27. Devidamente intimados, os acusados apresentaram suas razões de defesa, bem como propostas de celebração de Termo de Compromisso (fls. 1417/1431), **nas quais se comprometem a pagar à CVM o montante de R\$100.000,00 (cem mil reais) cada um** .

28. Em suas propostas, os acusados arguem notadamente a ausência de:

- a. Conflito de interesses, considerando que: (i) a proposta de redução do capital social da Invest Tur enviada pela acionista Tarpon e rejeitada por unanimidade pelo Conselho de Administração da Companhia não cogitava a redução da remuneração paga a título de honorários à GR Capital, empresa da consultoria da qual os proponentes eram sócios, mas apenas uma reformatação na forma de pagamento, tendo em vista a redução de capital proposta; (ii) na condição de debenturistas da Companhia, os proponentes tinham, em conjunto com os demais proprietários daqueles títulos, direito de não aprovar a redução de capital proposta pela Tarpon, sendo, portanto, irrelevante o posicionamento dos proponentes Márcio Botana Moraes e Carlos Manuel Novis de Talavera Guimarães no Conselho de Administração, bem como do proponente José Romeu Ferraz Neto na qualidade de Diretor Presidente da Companhia; (iii) a repactuação das debêntures, único aspecto do negócio em que os proponentes tinham dupla inserção, foi conduzida de forma isenta por integrantes independentes do Conselho de Administração, dentre eles o maior acionista individual da Companhia, com auxílio de consultores financeiros, tendo a atuação dos proponentes, naquele negócio, se limitado à negociação em apartado com a La Hotels dos termos e condições da repactuação exclusivamente na sua condição de debenturistas e nunca como administradores da Invest Tur, conforme comprovado pelas declarações dos conselheiros independentes acostadas aos autos; e (iv) a aprovação pelo Conselho de Administração do encaminhamento da proposta de incorporação da La Hotels para apreciação em assembleia contou com a abstenção expressa dos proponentes Márcio Botana Moraes e Carlos Manuel Novis de Talavera Guimarães;

- b. Danos à Companhia ou aos acionistas minoritários, tendo em vista que: (i) a proposta de incorporação da La Hotels era, no entender do Conselho de Administração e do assessor financeiro da Invest Tur, a proposta de reestruturação que melhor se adequava à maximização de valor para a Companhia e para seus acionistas; (ii) o valor efetivamente pago aos debenturistas por ocasião da conversão das debêntures, mediante a entrega de ações restritas da Companhia e participações em projetos imobiliários, foi inferior ao preço mínimo atribuído aos títulos por assessor financeiro independente, segundo metodologia utilizada no mercado; (iii) a incorporação da La Hotels pela Companhia foi aprovada por larga maioria (73,9%) dos acionistas presentes à Assembleia Geral; e (iv) desde a consecução da incorporação até a presente data, as ações da Companhia apresentaram uma valorização de 67,9%, de sorte que não haveria, portanto, que se falar em interesse do administrador realizado com prejuízo do interesse social ou infração a direito dos minoritários; e
- c. Antecedentes de infração cometida como administradores de companhia aberta e amplo histórico de atuação no mercado de capitais brasileiro.

29. Por fim, os proponentes ressaltam que o caso concreto difere substancialmente de outros precedentes de Termo de Compromisso firmados pela CVM em caso de suposta violação do art. 156 da Lei nº 6.404/76, considerando, entre outros, que sua atuação não teria sido (nem haveria indícios para tal) concomitantemente questionada por abuso de poder de controle, quebra dos deveres de diligência e lealdade etc., e que a consecução da operação de incorporação estava submetida à necessária aprovação da Assembleia Geral dos Acionistas e da Assembleia Especial dos Debenturistas.

30. Em razão do disposto na Deliberação CVM nº 390/01 (art. 7º, § 5º), a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM – PFE/CVM apreciou os aspectos legais das propostas de Termo de Compromisso apresentadas, tendo concluído pela inexistência de óbice jurídico à sua celebração, cumprindo ao Comitê examinar discricionariamente a adequação dos valores sugeridos. (MEMO/PFE-CVM/GJU-1/Nº 132/10 e respectivos despachos às fls. 1434/1443)

31. No que tange à norma inserta no inciso I da Deliberação CVM nº 390/01 — que impõe a cessação da prática irregular — a Procuradoria depreendeu ser inaplicável ao caso concreto, considerando-se "a natureza instantânea da execução dos referidos ilícitos administrativos, de resultado jurídico e exaurimento fático imediatos, ocorridos no passado". Quanto à norma inserta no inciso II da mesma Deliberação — correção das irregularidades com indenização dos prejuízos — a Procuradoria salientou que:

*"...nos termos da acusação, não foram identificados, - em razão das deliberações ora questionadas - , prejuízos diretos e individualizados aos acionistas da companhia, pelo fato do mérito daquelas decisões, - se consoantes ou não aos fins sociais - , não ter sido enfrentado pela SEP neste processo, sem prejuízo de que o seja em outro.*

*As acusações objeto deste processo sancionador cingem-se, propriamente, às condutas em si dos administradores, consideradas atentatórias aos imperativos do art. 156 da Lei 6404/76.*

(...)

*Por outro lado, em nome do princípio da coercitividade, cabível exigir-se dos investigados/acusados da CVM uma indenização, - não correspondente à reparação exata e individual dos danos -, mas em favor de todo o mercado de valores mobiliários (lesão difusa), via de seu órgão regulador, para mitigar os efeitos indesejados da violação da ordem jurídica, coibindo a impunidade."*

## FUNDAMENTOS

32. O parágrafo 5º do artigo 11 da Lei nº 6.385/76 estabelece que a CVM poderá, a seu exclusivo critério, se o interesse público permitir, suspender, em qualquer fase, o procedimento administrativo instaurado para a apuração de infrações da legislação do mercado de valores mobiliários, se o investigado ou acusado assinar termo de compromisso, obrigando-se a cessar a prática de atividades ou atos considerados ilícitos pela CVM e a corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos.

33. Ao normatizar a matéria, a CVM editou a Deliberação CVM nº 390/01, alterada pela Deliberação CVM nº 486/05, que dispõe em seu art. 8º sobre a competência deste Comitê de Termo de Compromisso para, após ouvida a Procuradoria Federal Especializada sobre a legalidade da proposta, apresentar parecer sobre a oportunidade e conveniência na celebração do compromisso, e a adequação da proposta formulada pelo acusado, propondo ao Colegiado sua aceitação ou rejeição, tendo em vista os critérios estabelecidos no art. 9º.

34. Por sua vez, o art. 9º da Deliberação CVM nº 390/01, com a redação dada pela Deliberação CVM nº 486/05, estabelece como critérios a serem considerados quando da apreciação da proposta, além da oportunidade e da conveniência em sua celebração, a natureza e a gravidade das infrações objeto do processo, os antecedentes dos acusados e a efetiva possibilidade de punição, no caso concreto.

35. Inicialmente, o Comitê ressalta os limites de sua atuação, esclarecendo que sua análise é sempre pautada pela realidade fática manifestada nos autos, em especial no termo de acusação. Além desse ponto, corre-se o risco de convolar o instituto de Termo de Compromisso em verdadeiro julgamento antecipado. Esse esclarecimento é feito porque as propostas apresentadas defendem três grandes argumentos: (i) não teria ocorrido o conflito de interesses do qual são acusados os proponentes; (ii) não houve danos à companhia e/ou aos minoritários; (iii) os proponentes possuem bons antecedentes, nunca tendo sido penalizados por essa autarquia. Tais argumentos balizaram as propostas de pagamento individual de R\$ 100 mil reais. Destes, apenas o de bons antecedentes poderia ser apreciado nessa esfera.

36. No caso em tela, o Comitê infere que a acusação formulada não adentrou no mérito de a proposta de redução de capital representar ou não o melhor interesse da companhia. A acusação não recai sobre os efeitos de uma operação, e sim sobre as condutas em si dos administradores, consideradas atentatórias aos imperativos do art. 156 da Lei 6.404/76. O bem tutelado na acusação é a impossibilidade de um administrador votar em deliberações onde seus interesses pessoais sejam conflitantes com os da Companhia.

37. Pelo exposto, o Comitê depreende que a celebração de Termo de Compromisso no caso concreto mostra-se inconveniente e inoportuna frente às características que o permeiam, ao contexto em que se verificaram as infrações imputadas aos proponentes, à especial gravidade das condutas consideradas ilícitas e à efetiva possibilidade de punição<sup>[5]</sup>.

## CONCLUSÃO

38. Em face do acima exposto, o Comitê de Termo de Compromisso propõe ao Colegiado da CVM a **rejeição** das propostas de Termo de Compromisso apresentadas individualmente por **Márcio Botana Moraes, Carlos Manuel Novis de Tavalera Guimarães e José Romeu Ferraz Neto**.

Rio de Janeiro, 28 de abril de 2010.

Roberto Tadeu Antunes Fernandes

Superintendente Geral

Waldir de Jesus Nobre

Mário Luiz Lemos

Superintendente de Relações com o Mercado e Intermediários

Superintendente de Fiscalização Externa

Antonio Carlos de Santana

Fábio Eduardo Galvão Ferreira Costa

Superintendente de Normas Contábeis e de Auditoria

Superintendente de Processos Sancionadores

[1] Após dita incorporação, a Invest Tur teve sua denominação social alterada para BHG S.A. – Brazil Hospitality Group.

[2] A reportagem veiculada no Valor Econômico e intitulada "Incorporação Polêmica" dispunha que no centro da polêmica estariam as debêntures conversíveis em ações detidas pelos fundadores da Companhia e que, dentro da proposta da La Hotels, "*seriam trocadas por ações da nova Invest Tur e participações em dois terrenos, tudo isso avaliado em R\$45 milhões, segundo informou a companhia. Os fundadores pagaram R\$100 mil pelos papéis.*" (fl. 19)

[3] Art. 156. É vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores, cumprindo-lhe cientificá-los do seu impedimento e fazer consignar, em ata de reunião do conselho de administração ou da diretoria, a natureza e extensão do seu interesse.

[4] Vide interiuro teor dos votos proferidos no âmbito dos Processos CVM nº 5 RJ2007/3453 e 25/03.

[5] Alguns precedentes sobre o assunto:

PAS 09/08 (Ambev) – celebrados Termos de Compromisso no valor total de R\$ 5 milhões (em 15/12/2009);

PAS 12/01 (Cemepe Investimentos) – em julgamento de 12/01/2006, aplicou-se penalidade de multa em montante correspondente a 50% do valor das operações irregulares (no caso, R\$ 27.518.215,50)