

EXTRATO DA SESSÃO DE JULGAMENTO DO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR
CVM nº RJ2013/5793

Acusados: Peter Jacobus Franciscus Van Voorst Vader
Ricardo Levy

Ementa: Eventual utilização indevida de informação privilegiada. Absoluções.

Decisão: Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, com base na prova dos autos e na legislação aplicável, decidiu, por unanimidade de votos, **absolver** os acusados **Peter Jacobus Franciscus Van Voorst Vader** e **Ricardo Levy** da imputação de utilização indevida de informação privilegiada, ressaltando que os fundamentos constantes do voto do Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes foram acompanhados pelo Diretor Pablo Renteria e pelo Presidente da Sessão, Leonardo P. Gomes Pereira.

A CVM interporá recurso de ofício das decisões absolutórias ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

Presente a Procuradora-federal Luciana Silva Alves, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Presente o acusado Peter Jacobus Franciscus Van Voorst Vader.

Participaram da Sessão de Julgamento os Diretores Luciana Dias, Relatora, Roberto Tadeu Antunes Fernandes, Pablo Renteria e o Presidente da CVM, Leonardo P. Gomes Pereira, que presidiu a Sessão.

Rio de Janeiro, 27 de janeiro de 2015.

Luciana Dias
Diretora-Relatora

Leonardo P. Gomes Pereira
Presidente da Sessão de Julgamento

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM nº RJ2013/5793

Acusados: Pieter Jacobus Franciscus van Voorst Vader
Ricardo Levy

Assunto: Apurar a eventual responsabilidade dos acusados por eventual utilização indevida de informação relevante ainda não divulgada ao mercado.

Relatora: Diretora Luciana Dias

RELATÓRIO

I. Objeto

1. Trata-se de processo administrativo sancionador instaurado em face de Pieter Jacobus Franciscus van Voorst Vader ("Pieter Vader") e Ricardo Levy (em conjunto, "Acusados"), na qualidade de, respectivamente, Diretor-Presidente e Diretor de Relações com Investidores ("DRI") da BHG S.A – Brazil Hospitality Group ("Companhia" ou "BHG"), para a apuração de sua responsabilidade pela negociação de ações de emissão da BHG, em violação ao art. 155, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976¹, e ao art. 13, *caput*, da Instrução CVM nº 358, de 2002².

II. Fatos

a. Origem

2. Em 3.2.2012, F.G.E. ("Reclamante") encaminhou reclamação à CVM (fls. 1-3) com suspeita de utilização de informação privilegiada nos negócios efetuados pelos clientes da C.G.M.B. CCTVM S.A. ("Corretora") com ações ordinárias de emissão da BHG no pregão de 26.1.2012 ("Reclamação").

3. A Reclamação foi fundamentada nos motivos expostos a seguir:

i) Em 26.1.2012, teria sido verificada alta de 10,20% das ações de emissão da BHG, em contraste com a queda verificada nos nove meses anteriores;

ii) O volume das ações de emissão da BHG negociado nesse dia teria superado o dobro daquele verificado nos sete pregões anteriores;

iii) As aquisições realizadas por meio da Corretora em 26.1.2012 representariam 75% das compras no período em que o movimento de alta e aumento do volume negociado se intensificaram e, ainda, representariam 50% das compras de ações de emissão da BHG neste pregão;

iv) Após o encerramento do pregão de 26.1.2012, teria sido publicada a informação de que a BHG tinha adquirido a administradora de hotéis Grupo Solare;

v) No dia seguinte, 27.1.2012, antes da abertura do mercado, a BHG teria publicado outro fato relevante, informando a aprovação do Programa de **American Depositary Receipt Level I** ("Programa de ADRs Nível 1") pela CVM e pela **Securities and Exchange Commission** ("SEC"); e

vi) Com base nesses fatos, o Reclamante teria ficado com a impressão de que os clientes da Corretora poderiam ter se utilizado de informação privilegiada para a negociação de ações de emissão da Companhia.

b. Análise da GMA/SMI

4. Ao analisar a Reclamação (fl. 25), a Gerência de Acompanhamento do Mercado ("GMA") da Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários ("SMI") verificou que:

i) Tal como informado pela BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados – BSM, Pieter Vader e Ricardo Levy haviam adquirido, respectivamente, 2.500 e 3.000 ações de emissão da BHG nos pregões de 24 e 26.1.2012, antes, portanto, da divulgação de informações em 26 e 27.1.2012;

- ii) Conforme demonstrado nos relatórios de negociação encaminhados pela Companhia à CVM, os Acusados vinham adquirindo ações de sua emissão desde novembro de 2011 e teriam continuado a adquiri-las até fevereiro de 2012;
- iii) Conforme fato relevante divulgado em 25.11.2012 e antes, portanto, do fato relevante de 27.1.2012, a Companhia já havia divulgado o lançamento do Programa de ADRs Nível I;
- iv) Assim, o perfil das aquisições realizadas pelos Acusados não apresentaria características típicas de aproveitamento de informações privilegiadas;
- v) A Companhia também teria divulgado fato relevante em 10.1.2012 e comunicado ao mercado em 26.1.2012, enfraquecendo as suspeitas de que teriam sido realizadas operações com informações não divulgadas ao mercado; e
- vi) Ainda assim, considerando que os Acusados teriam adquirido ações de emissão da BHG em período que antecedeu a divulgação de informações, o caso deveria ser encaminhado para análise da Superintendência de Relações com Empresas ("SEP").

c. Manifestação dos Acusados

5. Em 8.11.2012, foram enviados os OFÍCIOS/CVM/SEP/GEA-3/Nº 1561/12 e 1562/12 (fls. 103 e 105), solicitando, para os fins previstos no art. 11 da Deliberação CVM nº 538, de 2008³, a manifestação dos Acusados a respeito das operações realizadas com as ações de emissão da Companhia entre os dias 13.1.2012 e 26.1.2012, isto é, no período que antecedeu a divulgação de (i) comunicado ao mercado referente à aquisição da administradora de hotéis Grupo Solare pela BHG em 26.1.2012; e (ii) fato relevante referente à aprovação do Programa de ADRs Nível I pela CVM e pela SEC em 27.1.2012.

6. Em respostas apresentadas em 14.11.2012 (fls. 105-109 e 115-117), os Acusados alegaram, em síntese, que:

- i) As informações constantes do comunicado ao mercado divulgado em 26.1.2012, por sua natureza, não influenciariam de modo ponderável as cotações dos valores mobiliários da Companhia, ou as decisões dos investidores de negociar ou exercer quaisquer direitos relacionados a esses valores mobiliários, de forma que essas informações não ensejariam a vedação à negociação prevista no art. 13, *caput*, da Instrução CVM nº 358, de 2002, e no art. 155, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976;
- ii) O fato relevante de 27.1.2012 não tratava de informações desconhecidas pelo mercado e teria sido divulgado somente para atualizar os acionistas da Companhia e o mercado sobre o status do Programa de ADRs Nível 1, uma vez que sua aprovação pela Companhia (isso, sim, matéria relevante) já havia sido divulgada por meio de fato relevante em 25.11.2011;
- iii) Em 27.1.2012, a veiculação de informações por meio de fato relevante não se deu em razão da relevância de seu conteúdo, mas, sim, da utilização do mesmo mecanismo utilizado em 25.11.2011 para tratar da matéria;

iv) As negociações realizadas pelos Acusados seriam justificadas pelos Contratos de Outorga de Opção de Compra e Outras Avenças celebrados com a Companhia e segundo o qual os Acusados, na qualidade de beneficiários, deveriam utilizar, anualmente, pelos menos 50% da gratificação "*recebida a título de bônus ou participação nos lucros atribuída pela Companhia para adquirir ações decorrentes dos exercícios das opções, sob pena de extinção das opções do lote vestido e não exercido*" (fls. 116/117);

v) conforme aprovado pelo Conselho de Administração da Companhia em 16.12.2011, os valores utilizados pelos Acusados para a aquisição de ações entre 15.12.2011 e 18.2.2012 seriam contabilizados para fins de cálculo dos referidos 50% do valor de gratificação, observado que tais ações poderiam ser vendidas, transferidas ou alienadas somente depois de dois anos a contar do exercício das opções; e

vi) Assim, os Acusados teriam se valido de direito a eles atribuído enquanto administradores da Companhia, nos termos de deliberação do Conselho de Administração, não se podendo falar que as negociações realizadas visariam à obtenção de vantagem.

III. Termo de acusação

7. Em 26.6.2013, a SEP apresentou termo de acusação em face dos Acusados (fls. 160-176), com base nos argumentos expostos a seguir:

i) Seria possível identificar oscilação atípica do valor das ações de emissão da BHG em 26.1.2012 e oscilação atípica do volume negociado em 27.1.2012, as quais estariam relacionadas à divulgação de comunicado ao mercado e de fato relevante nas mesmas datas⁴;

ii) Considerando a influência exercida sobre a cotação das ações de emissão da Companhia, a definição de fato relevante prevista no *caput* do art. 2º da Instrução CVM nº 358, de 2002⁵, e a sua divulgação na forma de fato relevante, não seria possível considerar as informações divulgadas em 27.1.2012 somente como uma complementação àquelas divulgadas em 25.11.2011;

iii) Considerando que (a) Pieter Vader teria adquirido 8.000 ações ordinárias de emissão da BHG entre 13 e 26.1.2012 pelo valor total de R\$120.347,00; e que (b) Ricardo Levy teria adquirido 3.000 ações ordinárias de emissão da BHG em 26.1.2012 pelo valor total de R\$45.000,00, seria possível concluir que os Acusados teriam negociado ações de emissão da Companhia no período vedado pelo art. 13 da Instrução CVM nº 358, de 2002;

iv) A realização de negociações no período vedado pelo dispositivo acima mencionado levaria à presunção relativa de que os Acusados teriam negociado ações enquanto tinham conhecimento de informação não divulgada ao mercado, configurando violação ao art. 155, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976;

v) Ainda que, para a caracterização da conduta de *insider trading*, o art. 155, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, exija a intenção do agente de auferir vantagem indevida por meio de negociação, a CVM não teria reproduzido esse elemento subjetivo no art. 13 da Instrução CVM nº 358, de 2002;

vi) Assim, para identificar a infração ao art. 155, §1º, da lei societária, a CVM poderia se valer de prova indiciária correspondente à ocorrência de negociação em período vedado, sem afastar a possibilidade de prova em contrário quanto à intenção daquele que negociou;

vii) Essa possibilidade, inclusive, seria prevista no próprio art. 13 da Instrução CVM nº 358, de 2002, que apresentaria em seus parágrafos 5º a 7º algumas hipóteses em que a presunção prevista no *caput* do mesmo artigo seria afastada, como os casos de negociações realizadas com base em plano de outorga de opções de ações, ou existência prévia de política de negociação;

viii) No caso concreto, a política de negociação de ações aprovada pela Companhia vedaria expressamente a negociação de ações em período imediatamente anterior à divulgação de fato relevante e apresentaria como exceção a hipótese em que a negociação tivesse como objetivo a constituição de investimento de longo prazo;

ix) Esse "investimento de longo prazo", porém, não havia sido definido, existindo apenas a recomendação de que a propriedade das ações fosse mantida por um período mínimo de seis meses;

x) Não havendo planos individuais aplicáveis aos Acusados e diante da omissão de informações na política de negociação de ações da Companhia, este documento não poderia ser utilizado para aplicar o disposto no parágrafo 7º do art. 13 da Instrução CVM nº 358, de 2002, nem para afastar o entendimento de que a posse de informações privilegiadas teria sido determinante para a decisão dos Acusados de negociar com as ações de emissão da BHG;

xi) O entendimento acima não seria afastado nem mesmo pelo fato de que Pieter Vader teria alienado suas ações depois de seis meses a contar de sua aquisição⁶ e que Ricardo Levy ainda não teria alienado suas ações quando da formulação da acusação;

xii) Diante da alegação de que a aquisição de ações de emissão da Companhia ocorreu nos termos dos Contratos de Outorga de Opções de Compra de Ações e em período determinado pelo Conselho de Administração, caberia observar que Pieter Vader teria descumprido o próprio plano de outorga ao alienar a totalidade das ações adquiridas em período inferior a dois anos a contar de sua aquisição;

xiii) Os Acusados não negociariam habitualmente com ações da Companhia, tendo destaque o fato de que Ricardo Levy teria aumentado em 27% sua participação na BHG por meio de apenas uma operação realizada no período anterior à divulgação de informações em 26 e 27.1.2012; e

xiv) As negociações realizadas pelos Acusados teriam sido economicamente vantajosas na medida em que foram feitas aquisições de ações antes do aumento significativo da cotação das ações de emissão da Companhia relacionado à divulgação do comunicado ao mercado e fato relevante de 26 e 27.1.2012.

8. Em razão do disposto acima, a SEP formulou acusação em face de Pieter Vader e Ricardo Levy, na qualidade de diretores da BHG, por descumprimento do art. 155, §1º,

da Lei nº 6.404, de 1976, combinado com o art. 13, *caput*, da Instrução CVM nº 358, de 2002.

IV. Parecer da PFE

9. Nos termos do MEMO Nº 058/2013/GJU-4/PFE-CVM/PGF/AGU (fls. 147-157), a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM ("PFE") considerou que, em tese, estariam presentes os elementos de autoria e materialidade exigidos para a formulação da acusação pela SEP.

10. No entanto, a PFE questionou um dos argumentos apresentados pela área técnica para fundamentar a acusação. Segundo a PFE, o art. 13 da Instrução CVM nº 358, de 2002, abordaria somente a vedação à negociação de valores mobiliários em período específico, independentemente da intenção do agente em auferir vantagem com essa negociação. Esse dispositivo implicaria na inversão do ônus da prova, na medida em que caberia ao acusado demonstrar que não tinha conhecimento de informação ainda não divulgada quando da negociação de valores mobiliários.

11. Contudo, desse mesmo dispositivo, não se poderia extrair a inversão do ônus da prova com relação à demonstração de que o agente não teria tido a intenção de auferir vantagem indevida com a negociação. A tipificação baseada nesse elemento subjetivo seria aquela indicada no art. 155, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976 – e corretamente indicada pela SEP – e demandaria a demonstração, pela acusação, da intenção do agente de auferir vantagem indevida.

12. Diante do entendimento da PFE, a SEP destacou que (i) não existiriam discordâncias quanto ao mérito da acusação; e que (ii) precedentes do Colegiado endossariam a tese apresentada no termo de acusação no sentido de que os casos de *insider trading* deveriam ser analisados com base na interpretação conjunta dos artigos 13 da Instrução CVM nº 358, de 2002, e 155, §§1º e 4º, da Lei nº 6.404, de 1976 (fls. 177-179). Assim, a SEP manteve a tese indicada no termo de acusação e indicou que "*a impossibilidade de comprovação da posse da informação ou da intenção de auferir vantagem cria[ria] uma presunção relativa de que a pessoa que negocia em posse dessa informação privilegiada ainda não divulgada teve a finalidade de auferir vantagem na operação*" (fl. 179).

V. Defesas

13. As defesas de Ricardo Levy (fls. 210-296) e Pieter Vader (fls. 298-480) apresentaram argumentos bastante semelhantes, razão pela qual serão conjuntamente descritas a seguir. Ademais, parte dos dados apresentados foi atualizada por memoriais (fls. 484-518).

14. Os Acusados apontaram primeiramente que, com base no art. 155, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, e no art. 13, *caput*, da Instrução CVM nº 358, de 2002, a prática de *insider trading* corresponderia à efetiva utilização de informação privilegiada, por parte de administradores ou membros de órgãos criados por disposições estatutárias com função técnica ou de assessoramento da administração, para a negociação de valores mobiliários com o intuito de auferir vantagem para si ou para outrem.

15. A esse conceito, portanto, seria essencial o de "informação privilegiada", por sua vez caracterizado como uma informação simultaneamente relevante e sigilosa.

16. Ademais, os Acusados afirmaram que o art. 13 da Instrução CVM nº 358, de 2002, compreenderia duas presunções: primeiro, a de que, em certos períodos, existiria uma informação relevante; segundo, a de que certas pessoas teriam conhecimento dessa informação. Como consequência, para que essas presunções pudessem ser afastadas, seria necessário demonstrar que não estavam cientes da informação em questão, que essa informação não era relevante ou que ela já era de conhecimento do público em geral.

17. Com esse raciocínio, os Acusados buscaram demonstrar que as informações constantes do comunicado ao mercado divulgado pela Companhia em 26.1.2012 e do fato relevante divulgado em 27.1.2012 não eram nem relevantes nem sigilosas, não podendo ser consideradas, portanto, "privilegiadas" no momento em que os Acusados negociaram com ações de emissão da BHG.

18. Assim, a respeito do comunicado ao mercado divulgado pela Companhia em 26.1.2012, os Acusados declararam que:

i) Esse comunicado apresentava informações atualizadas sobre operação já divulgada em 25.8.2011 por meio de outro comunicado ao mercado;

ii) Nos termos do comunicado de 25.8.2011, foi divulgada a celebração de contrato, pela BHG, para a aquisição e operação de 1.010 apartamentos de propriedade ou administrados pelo grupo MB Capital, os quais estariam distribuídos entre cinco hotéis localizados em Belém, no Estado do Pará;

iii) Ainda nos termos daquele comunicado, a operação anunciada em 25.8.2011 seria concluída em 90 dias e estabeleceria um "*forte posicionamento estratégico no Norte do país*" (fl. 228);

iv) Porém, fariam parte dessa negociação a Solare Administração e Consultoria Ltda. e a Norte Hotelaria Administração e Consultoria Ltda. (em conjunto, "Grupo Solare"), as quais estariam relacionadas ao grupo MB Capital e seriam titulares do direito de exploração e administração de 1.485 quartos nas regiões Norte e Nordeste e de um hotel em Belém;

v) Por apenas complementar as informações já divulgadas em 25.8.2011 acerca de uma operação então em andamento e concluída em 26.1.2012, o conteúdo do comunicado ao mercado discutido pela Acusação não seria sigiloso;

vi) Além disso, seria possível demonstrar que a operação detalhada em 26.1.2012 não seria relevante, pois, tomando como base outro comunicado ao mercado divulgado pela Companhia em 30.1.2012, o preço de aquisição do Grupo Solare seria inferior a 1% do patrimônio líquido da BHG na data-base de 31.12.2011;

vii) Aquisições semelhantes àquela divulgada em 26.1.2012 integrariam a estratégia da Companhia e, por isso, iriam ao encontro das expectativas do mercado;

viii) Por essa razão e conforme demonstrado pela análise do impacto de outros comunicados com natureza semelhante, não seria possível dizer que aquisições

como aquela anunciada em 26.1.2012 influenciariam a cotação das ações da BHG e a decisão de seus investidores;

ix) Como exemplo, em 25.4.2012, a BHG divulgou que assumiria a administração de sete empreendimentos nas regiões Norte e Nordeste, com 1.580 novos quartos, ou seja, com número de quartos 43,63% superior ao da operação com o Grupo Solare; porém, depois desse anúncio, o preço das ações da Companhia se manteve estável;

x) Em 17.5.2012, a Companhia anunciou que iria administrar o seu primeiro hotel no Estado de Minas Gerais, mas, ainda assim, o preço das ações de sua emissão se manteve estável e, nos dias subsequentes, apresentou leve queda;

xi) Entre 15.11.2012 e 15.2.2013, a Companhia divulgou cinco comunicados ao mercado sobre novos empreendimentos e/ou projetos, mas a variação entre os valores mínimo e máximo alcançados pelo valor das ações nesse período foi de 7,4%; e

xii) Na qualidade de DRI, Ricardo Levy conhecia o comportamento das ações de emissão da Companhia e de seus investidores e, mais do que isso, sabia que a aquisição do Grupo Solare não influenciaria de modo relevante a decisão desses investidores, razão pela qual a divulgou na forma de um comunicado ao mercado.

19. Já com relação ao fato relevante divulgado em 27.1.2012, os Acusados alegaram, em síntese, que:

i) O lançamento do Programa de ADRs Nível 1 havia sido aprovado pelo Conselho de Administração da Companhia em 24.11.2011 e divulgado por meio de fato relevante no dia seguinte;

ii) Depois da divulgação desse dado, já seriam esperadas pelo mercado novas informações acerca da aprovação do programa pelos órgãos reguladores, cabendo notar, inclusive, que o mercado já teria conhecimento do tempo estimado para essa aprovação;

iii) A Companhia tomou conhecimento da aprovação do Programa de ADRs Nível 1 por meio de ofício encaminhado pela CVM em 26.1.2012, às 17h18min, e divulgou tal notícia somente no dia seguinte;

iv) O fato relevante divulgado em 27.1.2012 apenas complementaria aquele de 25.11.2011 e, portanto, não traria conteúdo sigiloso, nem relevante;

v) A principal informação para o mercado diria respeito ao lançamento do Programa de ADRs Nível 1, o qual já teria sido precificado, inclusive, com base na expectativa do mercado sobre o tempo de aprovação pelos órgãos reguladores;

vi) A divulgação da aprovação do Programa de ADRs Nível 1 pelos órgãos reguladores no formato de um fato relevante não se deu pelo caráter relevante da informação, mas, sim, por uma questão formal;

vii) Por meio da divulgação de um fato relevante, a Companhia buscou manter uma simetria e coerência com o instrumento utilizado para a divulgação da

primeira informação (lançamento do Programa de ADRs Nível 1) e se valer de um *"mecanismo apto a garantir a equidade e eficiência da transmissão de informações pela Companhia a seus investidores e público de interesse"* (fl. 231); e

viii) Não seria possível afirmar que a denominação de um determinado instrumento (no caso, um "fato relevante") pudesse definir a natureza de seu conteúdo.

20. Nesse sentido, os Acusados entenderam que as principais informações contidas no comunicado ao mercado de 26.1.2012 e no fato relevante de 27.1.2012, isto é, a negociação de empreendimentos na região Norte e a autorização do Programa de ADRs Nível 1, respectivamente, apenas complementariam informações já divulgadas ao mercado. Essas informações previamente divulgadas, por sua vez, já seriam suficientes para que o mercado pudesse precificar os eventos anunciados em 26 e 27.1.2012.

21. Além de as informações contidas no comunicado ao mercado e no fato relevante não serem efetivamente relevantes, não seria cabível a análise, pela Acusação, das negociações feitas pelos Acusados no período de 15 dias que antecedeu a sua divulgação. Isso porque o período de 15 dias seria aplicável somente à divulgação das informações financeiras trimestrais e anuais de uma companhia. No caso de fatos relevantes, a vedação à negociação seria aplicável, a princípio, somente a partir do momento em que as informações conhecidas pelos Acusados tivessem se tornado relevantes – o que não teria acontecido no presente caso, conforme acima demonstrado.

22. Outro argumento levantado pelos Acusados diz respeito aos elementos utilizados pela Acusação para demonstrar a relação entre a divulgação de informações pela Companhia em 26 e 27.1.2012 e a valorização das ações de sua emissão em 26.1.2012.

23. De um lado, para os Acusados, a Acusação teria se pautado pelo fato de que, nos termos da Reclamação que deu origem a este processo, a valorização das ações em 26.1.2012 teria decorrido de negociações realizadas por clientes da Corretora, em relação aos quais não ficou comprovada a utilização de informação privilegiada. Exclusivamente no caso de Pieter Vader, cliente da Corretora, o volume negociado em 26.1.2012 seria irrisório e incapaz de provocar as oscilações verificadas.

24. De outro, a oscilação observada em 26.1.2012, correspondente a 10,42% do valor da ação, seria uma oscilação natural de mercado. Conforme apontado pelos Acusados, variações semelhantes teriam sido observadas em outros períodos sem que estes tivessem antecedido ou sucedido qualquer divulgação de informações pela Companhia. Além do mais, com base na análise da divulgação de instrumentos semelhantes aos ora discutidos entre janeiro de 2011 e dezembro de 2013, não seria possível identificar uma tendência na oscilação dos papéis da Companhia.

25. Paralelamente à discussão acima, por meio da qual buscaram demonstrar a inexistência de informações privilegiadas, os Acusados ressaltaram que, mesmo que se estivesse diante desse tipo de informação, suas negociações seriam amparadas pelos parágrafos 6º e 7º do art. 13 da Instrução CVM nº 358, de 2002⁷.

26. Nos termos desses dois dispositivos, seriam autorizadas pela regulamentação as negociações de valores mobiliários que ocorressem de forma compatível com planos de opção de compra ou com políticas de negociação de valores mobiliários. Com isso, seria

afastada a presunção de utilização de informação privilegiada e também seria possível demonstrar a ausência da intenção de obtenção de vantagens indevidas por meio das negociações.

27. No caso concreto, teria destaque primeiramente a autorização contida no parágrafo 6º acima mencionado, pois, conforme indicado por ambos os Acusados, a aquisição de ações por eles realizada se deu no âmbito do Plano de Opção de Compra de Ações da Companhia ("Plano de Opção").

28. O referido Plano de Opção teria sido aprovado em assembleia geral extraordinária da companhia em 25.6.2007 e preveria a autorização, pelo Conselho de Administração, da celebração de contratos individuais entre a Companhia e cada um dos seus beneficiários. Já nos termos de tais contratos, cada beneficiário – inclusive os Acusados – deveria utilizar uma parcela de sua gratificação anual para o exercício das opções de compra, *sob pena* de decadência do respectivo lote.

29. Em 16.12.2011, o Conselho de Administração da BHG teria aprovado o aditamento desses contratos individuais para prever, de maneira excepcional, a contabilização das ações adquiridas entre 15.12.2011 e 18.2.2012 para o cálculo do percentual de gratificação anual utilizado no exercício das opções. No entanto, para que as ações fossem contabilizadas, os beneficiários que as adquirissem só poderiam negociá-las depois de um período mínimo de dois anos, tendo em vista a celebração de "termo de manutenção de compromisso de lock-up".

30. As aquisições de ações identificadas pela Acusação, portanto, teriam como objetivo permitir que os Acusados usufruíssem dos benefícios a eles concedidos nos termos do Plano de Opção. Essa justificativa, aliada ao fato de que os Acusados deveriam manter as ações por um período bastante longo, também afastaria a suspeita de que as negociações teriam como intuito auferir qualquer tipo de vantagem indevida.

31. Além de terem sido realizadas em consonância com o Plano de Opção da Companhia, as aquisições de ações feitas pelos Acusados estariam de acordo com a Política de Negociação com Valores Mobiliários de Emissão da Companhia ("Política de Negociação"), aprovada pelo Conselho de Administração da BHG em 3.2.2010. Por esse motivo, as negociações realizadas pelos Acusados também seriam amparadas pelo parágrafo 7º do art. 13 da Instrução CVM nº 358, de 2002.

32. Nos termos da cláusula 8.1 dessa política, todos a ela vinculados – inclusive os Acusados – poderiam negociar valores mobiliários de emissão da Companhia desde que com o objetivo de investir a longo prazo, sendo recomendado que a titularidade dos ativos fosse mantida por um período mínimo de seis meses.

33. Ainda que, para a Acusação, a vinculação dos Acusados à Política de Negociação não pudesse ser utilizada como uma defesa afirmativa, não subsistiriam os argumentos por ela levantados. Isso porque, ao contrário da tese acusatória, a política definiria, sim, o que seria um investimento de longo prazo (sendo de, no mínimo, seis meses). Além disso, nem a ausência de planos individuais de negociação de ações nem a ausência de parâmetros mais específicos para os negócios autorizados seriam suficientes para impedir que a política da Companhia amparasse as negociações feitas pelos Acusados, haja vista que a Instrução CVM nº 358, de 2002, conferiu ampla liberdade às companhias abertas para a definição das regras de suas respectivas políticas de negociação, não especificando parâmetros nem exigindo planos individuais.

34. Segundo os Acusados, o objetivo de uma política de negociação seria autorizar determinadas negociações de valores mobiliários de emissão da própria companhia, sem desconsiderar a necessidade de procedimentos que minimizassem o risco de pessoas a ela vinculadas a utilizarem como escudo para a prática de *insider trading*. No caso da Companhia, a exigência de investimento de longo prazo teria sido considerada suficiente tanto para dissuadir referida prática quanto para permitir um ajustamento do preço das ações negociadas.

35. Além das considerações acima relatadas, Ricardo Levy afirmou que:

i) Até a data de apresentação da defesa e dos memoriais, manteria a titularidade das ações de emissão da Companhia, atendendo tanto ao prazo previsto na Política de Negociação quanto no Plano de Opção;

ii) O momento em que adquiriu as ações de emissão da BHG também seria um indício de ausência de intenção de auferir vantagens indevidas; isso porque as ações vinham sofrendo uma pressão de baixa, sendo cotadas em média a R\$15,20 em 20.1.2012, a R\$14,83 em 23.1.2012 e a R\$14,60 em 24.1.2012, mas o Acusado teria adquirido suas ações em um momento de alta, pagando R\$15,00 por ação;

iii) Como DRI, ele acompanharia o valor das ações e não deixaria para comprar em alta se tivesse intenção de auferir vantagem, sobretudo tendo em vista a vedação à alienação a que estava sujeito;

iv) O volume por ele adquirido seria tão baixo que não teria o condão de aumentar o valor das ações da maneira verificada no dia 26.1.2012; inclusive, desde o início deste processo, observar-se-ia que a alta teria sido provocada por negociações feitas pela Corretora, a qual não seria a corretora do Acusado;

v) Além de não afetar o preço, o volume de ações negociado por Ricardo Levy seria em si irrisório, cabendo observar que o total de ações de emissão da Companhia negociado em janeiro de 2012 corresponderia a mais de 200 vezes aquele que o Acusado negociou; e

vi) As aquisições feitas por Ricardo Levy não lhe permitiriam auferir qualquer vantagem; ainda que ele tivesse alienado tais ações pelo maior preço negociado em 27.1.2012, teria obtido ganho bruto de aproximadamente R\$2.970,00, equivalente a 6,66%, o que não pareceria incentivar um comportamento que pudesse colocar em risco a sua reputação.

36. Com relação às negociações realizadas, Pieter Vader indicou que:

i) As aquisições de ações apontadas pela Acusação teriam sido motivadas pelo Plano de Opção, e não pela posse de informação privilegiada;

ii) Na época em que adquiriu tais ações, o Acusado já seria titular de outras 160.850 ações de emissão da Companhia, as quais não estariam sujeitas a qualquer bloqueio;

- iii) O número de ações adquirido em janeiro de 2012 seria insignificante, representando apenas 4,97% do total de que era titular;
- iv) O Acusado manteve as ações adquiridas em janeiro de 2012 pelo período de seis meses exigido pela Política de Negociação e pelo período de dois anos exigido pelo Plano de Opção;
- v) Apesar de ter negociado ações de emissão da BHG em 2012 e 2013, teria sempre mantido um número mínimo de ações correspondente àquele adquirido no âmbito do Plano de Opção;
- vi) Não seria possível cogitar que o bloqueio de 8.000 ações para fins do Plano de Opção atingisse as demais ações detidas pelo Acusado; e
- vii) A alienação de apenas 200 ações realizada em maio de 2012 ocorreu para fins de adequação ao Plano de Opção e as alienações feitas posteriormente foram realizadas para fins de cumprimento de uma obrigação estabelecida em termo de compromisso celebrado no âmbito de processo judicial que corre em processo de justiça; dessa forma, as alienações não teriam como intuito auferir qualquer vantagem indevida.

Rio de Janeiro, 27 de janeiro de 2015.

Luciana Dias
DIRETORA

¹ “Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado:

§ 1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.

² “Art. 13. Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante.”

³ Art. 11. Para formular a acusação, as Superintendências e a PFE deverão ter diligenciado no sentido de obter do investigado esclarecimentos sobre os fatos descritos no relatório ou no termo de acusação, conforme o caso.

⁴ Foi verificada oscilação atípica do valor das ações de emissão da BHG previamente à divulgação de informações, ao contrário do que se verificou em todo o período analisado pela SEP. Além disso,

apesar de não ter havido oscilação acentuada do preço negociado após a divulgação de informações, houve um aumento significativo do volume frequentemente negociado.

⁵ Art. 2º Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia-geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável:

I - na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados;

II - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários;

III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

⁶ Pieter Vader alienou 200 ações de emissão da BHG em 23.5.2012 e 43.000 ações em agosto do mesmo ano.

⁷ Art. 13, §6º - A vedação prevista no *caput* não se aplica à aquisição de ações que se encontrem em tesouraria, através de negociação privada, decorrente do exercício de opção de compra de acordo com plano de outorga de opção de compra de ações aprovado em assembleia geral.

§7º As vedações previstas no *caput* e nos parágrafos 1º a 3º não se aplicam às negociações realizadas pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, de acordo com política de negociação aprovada nos termos do art. 15.

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM nº RJ2013/5793

Acusados: Pieter Jacobus Franciscus van Voorst Vader
Ricardo Levy

Assunto: Apurar eventual responsabilidade dos acusados por eventual utilização indevida de informação relevante ainda não divulgada ao mercado.

Relatora: Diretora Luciana Dias

V O T O

I. Introdução

1. Trata-se de processo administrativo sancionador instaurado em face de Pieter Jacobus Franciscus van Voorst Vader ("Pieter Vader") e Ricardo Levy (em conjunto, "Acusados"), respectivamente, na qualidade de Diretor-Presidente e de Diretor de Relações com Investidores ("DRI") da BHG S.A. – Brazil Hospitality Group ("Companhia" ou "BHG"), para a apuração de sua responsabilidade pela negociação de ações de emissão da BHG, em violação ao art. 155, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976¹, e ao art. 13, *caput*, da Instrução CVM nº 358, de 2002².

2. Segundo a Superintendência de Relações com Empresas ("SEP", ou "Acusação"), Pieter Vader adquiriu um total de 8.000 ações de emissão da BHG entre 13 e 26.1.2012

e Ricardo Levy adquiriu 3.000 ações de emissão da mesma companhia no dia 26.1.2012. Essas negociações ocorreram previamente à divulgação, pela Companhia, de um comunicado ao mercado em 26.1.2012 e de um fato relevante em 27.1.2012 e, portanto, teriam ocorrido no que a Acusação identificou como "período de vedação".

3. O raciocínio da Acusação foi pautado por três premissas. A primeira delas é a de que tanto o comunicado ao mercado de 26.1.2012 quanto o fato relevante de 27.1.2012 continham informações relevantes e desconhecidas pelo mercado, podendo ser consideradas como "privilegiadas" previamente à sua divulgação. A relevância das informações foi verificada pela SEP, sobretudo, com base na oscilação do preço e volume de negociação das ações de emissão da BHG entre 24 e 27.1.2012.

4. A segunda premissa é que, na qualidade de diretores da Companhia, Pieter Vader e Ricardo Levy tinham ciência das informações que seriam divulgadas. Em outras palavras, em razão dos cargos por eles ocupados, os Acusados poderiam ser classificados como "insiders primários".

5. A terceira premissa corresponde à interpretação do art. 13, *caput*, da Instrução CVM nº 358, de 2002. Conforme apontado pela Acusação, esse dispositivo apresentaria duas presunções, as quais teriam como objetivo preservar a integridade do mercado de valores mobiliários e, diante da gravidade da prática de *insider trading*, atenuar o ônus probatório da CVM. Assim, diante de indícios com relação à prática do ilícito pelos chamados *insiders* primários – como seria o caso da negociação no chamado "período vedado" – a CVM poderia presumir tanto a efetiva utilização da informação privilegiada pelo agente transgressor que a detinha, quanto a intenção deste último de auferir vantagem para si ou para outrem.

6. Ainda que essas sejam presunções relativas e, portanto, admitam prova em contrário, a SEP entendeu que, no caso concreto, essas presunções não deveriam ser afastadas pelos três principais argumentos trazidos pelos Acusados: (i) de que as compras estariam amparadas pelo art. 13, §§ 6º e 7º da Instrução CVM nº 358, de 2002, em função do cumprimento da Política de Negociação com Valores Mobiliários de Emissão da Companhia ("Política de Negociação"), aprovada pelo conselho de administração da BHG em 3.2.2010, e da aprovação pelo conselho de administração da Companhia do aditamento aos Contratos de Outorga de Opções de Compra de Ações e Outras Avenças; (ii) de que as informações divulgadas pela Companhia não seriam relevantes; e (iii) de que o padrão de negociação dos Acusados não havia sido alterado no período que antecedeu a divulgação das informações tidas como privilegiadas.

7. Não há controvérsias em relação aos fatos que originaram o processo sancionador. De um lado, os Acusados não negam as aquisições ocorridas ou a divulgação de comunicado ao mercado e de fato relevante. De outro, a Acusação não questiona a existência de uma política de negociação com ações ou da deliberação do conselho de administração ocorrida em 16.12.2011.

8. Deste modo, parece-me que a solução do presente caso deve enfrentar duas questões: (i) se a política de negociação da Companhia ou o aditamento dos Contratos de Outorga de Opções de Compra de Ações e Outras Avenças e a Política de Negociação eram suficientes para amparar as negociações realizadas pelos Acusados nos termos do art. 13, parágrafos 6º e 7º da Instrução CVM nº 358, de 2002; e (ii) se o comunicado ao mercado de 26.1.2012 e o fato relevante de 27.1.2012 continham informações relevantes.

9. Noto, ainda, que os Acusados alegaram em suas defesas que a Companhia teria tomado conhecimento da aprovação do Programa *de American Depositary Receipt Level I* ("Programa de ADRs Nível 1"), em 26.1.2012, somente às 17h18min, portanto, perto do encerramento do pregão. Esse seria um indício de que as negociações questionadas pela SEP não teriam sido motivadas por essa informação. No entanto, nem a defesa, nem a Acusação trouxeram dados sobre os horários das negociações realizadas e, portanto, a análise do horário do recebimento do ofício me parece inconclusiva para o presente caso.

10. Passo, então, a analisar as duas questões que indiquei previamente.

II. Política de Negociação e Plano de Opções

11. As regras contidas no art. 13, e seus parágrafos, da Instrução CVM nº 358, de 2002, vedam a negociação de valores mobiliários por quem detém informação privilegiada³, regulamentando o comando contido no art. 155, parágrafos 1º e 4º, da Lei nº 6.404, de 1976⁴.

12. O art. 13 e seus parágrafos estabelecem algumas presunções para facilitar o processo de construção da acusação pela CVM. Tais presunções invertem o ônus da prova, transferindo ao agente o dever de trazer evidências em contrário. No entanto, essas presunções não tornam tais condutas infrações objetivas⁵.

13. Em razão disso, discordo da afirmação de que o art. 13 da Instrução CVM nº 358, de 2002, estabelece um "período de vedação", que antecede a divulgação de ato ou fato relevante e no qual a companhia, seus administradores e demais agentes nele mencionados estariam objetivamente impedidos de negociar valores mobiliários. Conseqüentemente, entendo ser incorreta a identificação de um ilícito correspondente à "negociação em período vedado", tal como fez a Acusação.

14. A irregularidade de que trata o art. 13 é a de uso indevido de informações privilegiadas e os elementos objetivos e subjetivos desse ilícito administrativo devem estar fundamentados na acusação por meio de robusto conjunto probatório, ou devem estar presumidos, quando tal presunção for possível nos termos da regulamentação em vigor.⁶

15. Corroborando esse entendimento, observo que o próprio art. 13 da Instrução CVM nº 358, de 2002, apresentou em seus parágrafos 6º e 7º situações excepcionais nas quais mesmo os detentores de informações privilegiadas poderão negociar valores mobiliários de emissão da companhia junto à qual atuam.

16. Assim, primeiramente, o §6º do art. 13 dispõe que "[a] vedação prevista no *caput* não se aplica à aquisição de ações que se encontrem em tesouraria, através de negociação privada, decorrente do exercício de opção de compra de acordo com plano de outorga de opção de compra de ações aprovado em assembleia geral".

17. Nos termos desse parágrafo, a presunção estabelecida no *caput* do mesmo artigo com relação à utilização de informação privilegiada e à intenção de auferir vantagem indevida não se aplica quando a negociação realizada é aquela operação típica de pagamento de remuneração em ações. Para isso, a regra requer que tal transferência atenda a certos requisitos, a saber: se dê de maneira privada, envolva ações mantidas em tesouraria e seja realizada de acordo com plano de incentivo previamente aprovado

pela assembleia geral.

18. Ao contrário do que foi alegado nas defesas, as operações realizadas por Pieter Vader e Ricardo Levy não estariam diretamente amparadas pelo §6º do art. 13 da Instrução CVM nº 358, de 2002. Isso porque, apesar de tais operações terem alegadamente ocorrido no âmbito do Plano de Opção de Compra de Ações da Companhia, aprovado pela assembleia geral da BHG em 25.6.2007, não foram realizadas mediante negociação privada, nem tiveram como objeto ações mantidas em tesouraria.

19. Embora eu acredite que seja possível uma construção jurídica, por analogia, para que tal comando amparasse também operações ocorridas em mercado ou outras formas de entrega de ações previstas em planos de incentivos, desde que atendidos certos requisitos, o presente caso não merece tal construção, como passo a analisar.

20. O Plano de Opção de Compra de Ações aprovado pela assembleia geral da BHG em 25.6.2007 contemplava as circunstâncias previstas pelo §6º do art. 13 da Instrução CVM nº 358, de 2002⁷.

21. Porém, as negociações ora discutidas se deram com base em deliberação tomada em reunião do conselho de administração realizada em 16.12.2011, na qual foi aprovado o aditamento dos Contratos de Outorga de Opções de Compra de Ações e Outras Avenças celebrados entre a Companhia e os beneficiários do Plano de Opção.

22. Nos termos da ata dessa reunião, o *"valor utilizado pelo Beneficiário nas aquisições das ações da Companhia, no período compreendido entre 15.12.2011 e 18.02.2012"* (fl. 294) poderia ser contabilizado *"no cálculo dos 50% do valor da gratificação anual recebida a título de bônus e que deve ser utilizado pelo mesmo no exercício das opções"* (fls. 294/295).

23. A decisão do conselho de administração de 16.12.2011 parece ter autorizado quaisquer operações realizadas pelos beneficiários com ações da Companhia, inclusive aquelas concluídas em mercado de bolsa, sem determinar quantidade ou momentos específicos no intervalo entre 15.12.2011 e 18.2.2012.

24. Foi neste contexto que ocorreram as operações realizadas por Pieter Vader e Ricardo Levy. Elas foram feitas em mercado de bolsa, diante das circunstâncias excepcionais aprovadas pelo conselho de administração da BHG, que atribuía certa discricionariedade para os Acusados com relação ao momento de fechamento dos negócios, quantidade e, de certa forma, preço.

25. E aqui acredito ser necessário esclarecer que, em princípio, não há nada de errado em planos de incentivos que confirmam certa discricionariedade aos seus beneficiários. No entanto, tal plano provavelmente não se presta a proteger os seus beneficiários contra as presunções de uso indevido de informações privilegiadas estabelecidas no art. 13, §§ 1º e 3º da Instrução CVM nº 358, de 2002.

26. A segunda exceção às presunções estabelecidas pelo art. 13 da Instrução CVM nº 358, de 2002, está no seu §7º, que diz que *"[a]s vedações previstas no caput e nos §§ 1º a 3º não se aplicam às negociações realizadas pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, de acordo com política de negociação"*

aprovada nos termos do art. 15".

27. Com esse dispositivo, parece-me que o regulador buscou, mais uma vez, permitir que, dentro de condições pré-estabelecidas que eliminem ou restrinjam substancialmente a discricionariedade das decisões negociais, a companhia, seus controladores, administradores e outros agentes a ela relacionados possam negociar valores mobiliários de sua emissão, sem o receio de que estes incorram na prática de uso indevido de informação privilegiada, caso tais negociações coincidam com a existência de informação privilegiada⁸.

28. Essa conclusão pode ser facilmente extraída da leitura do art. 15, §3º, da mesma instrução⁹. Nele, a aquisição de ações de emissão da companhia no período de 15 dias que antecede a divulgação das informações trimestrais (ITR) e anuais (DF), é permitida desde que realizada em conformidade com "plano de investimento" aprovado pela companhia que estabeleça: "*o compromisso irrevogável e irretratável de seus participantes de investir valores previamente estabelecidos, nas datas nele previstas*".

29. Assim, tanto a previsão do art. 13, §6º, da Instrução CVM nº 358, de 2002, para a entrega de ações em decorrência do exercício de opções ou de alguma variante de remuneração em ações prevista em planos de incentivos previamente aprovados, quanto à previsão do §7º, que confere conforto para aquelas negociações que se dão de acordo com as políticas de negociação previamente aprovadas não podem ser uma carta em branco para a realização de negócios envolvendo valores mobiliários de emissão da companhia.

30. O objetivo de ambas as previsões normativas é justamente oferecer conforto àquelas pessoas expostas a informações privilegiadas com bastante frequência, mas que também têm um interesse legítimo de negociar com valores mobiliários da companhia. Nesse sentido, as duas previsões oferecem a oportunidade de os agentes adiantarem suas decisões negociais para antes do conhecimento de informações relevantes, estabelecendo os parâmetros para essas negociações sem influência da informação privilegiada¹⁰.

31. Mas, para que isso ocorra, tanto as políticas de negociação quanto os planos de incentivo devem prever parâmetros de negociação precisos que eliminem ou minimizem a discricionariedade dos agentes. Assim, datas, quantidades e preços (quando não for adotado de mercado) devem ser, no mínimo, determináveis com alguma exatidão.

32. No caso concreto, a Política de Negociação da BHG vedava a negociação de valores mobiliários previamente à divulgação de ato ou fato relevante. Porém, como exceção a essa regra, autorizava as negociações realizadas "*com objetivo de investimento a longo prazo, sendo recomendada a manutenção da propriedade dos Valores Mobiliários emitidos pela BHG por um prazo mínimo de seis meses*" (fl. 419).

33. Apesar de a Política de Negociação atender aos requisitos previstos no art. 15 da Instrução CVM nº 358, de 2002, a SEP entendeu que as regras nela contidas não seriam suficientes para amparar as operações realizadas por Pieter Vader e Ricardo Levy à luz do §7º do art. 13 da mesma instrução, ou seja, não seriam suficientes para comprovar que as informações privilegiadas por eles detidas não teriam sido preponderantes para a sua decisão de adquirir ações de emissão da BHG. A SEP indicou também que, apesar de previstos na própria política, não teriam sido apresentados os planos individuais de investimento de cada um dos Acusados.

34. Quanto a isso, tenho algumas considerações a fazer. A primeira delas é que concordo com a SEP no que diz respeito à inadequação da Política de Negociação da BHG, assim como de várias outras companhias abertas que, ao limitarem-se ao cumprimento do art. 15 da Instrução CVM nº 358, de 2002, acabam por descumprir o próprio objetivo das políticas de negociação.

35. Justamente para evitar que, achando-se protegidos por políticas de negociação falhas, companhias e administradores sejam induzidos a erro e negociem valores mobiliários quando, na verdade, deviam se abster de tal prática. Menções ao tema já foram feitas de maneira esparsa em votos dos diretores Marcelo Trindade e Wladimir Castelo Branco Castro, em especial, com referência à regulamentação norte-americana, tal como feito pela SEP no presente caso¹¹.

36. Assim, parecem-me muito convenientes as propostas de alteração da Instrução CVM nº 358, de 2002, que foram colocadas em discussão no âmbito da Audiência Pública SDM nº 11/2013 com o intuito de esclarecer os objetivos da política de negociação e dos planos individuais de investimento e estabelecer parâmetros mínimos que devem ser observados para que a política e tais planos possam efetivamente ser considerados suficientes para o fim de afastar as presunções estabelecidas pelo art. 13 e seus parágrafos.

37. No caso da BHG, o único elemento mais concreto da política de negociação é a recomendação de um período mínimo de 6 meses para a manutenção das ações adquiridas. Esta recomendação é um elemento mitigador da intenção de auferir vantagem indevida com a operação. No entanto, tal elemento isoladamente não me parece suficiente para conferir legitimidade a toda e qualquer negociação.

38. Como acima discutido, o objetivo da aprovação de uma política de negociação ou um plano de incentivo é justamente retirar do beneficiário a discricionariedade com relação à conclusão de suas operações e impedir a utilização indevida de informações privilegiadas nessas negociações. O que importa é que o posterior conhecimento dessa informação privilegiada pela pessoa que negocia ações da própria companhia não influencie a sua decisão de compra ou venda, visto que esta já deve ter sido determinada e especificada na política ou plano previamente aprovados¹².

39. Como explicado por Marcelo Trindade, somente *"se a decisão negocial for tomada em momento anterior – o da aprovação da política – e for meramente cumprida quando da negociação futura, sem a tomada de uma decisão negocial no momento em que o agente já detém a informação privilegiada, a presunção [prevista no art. 13, caput e § 1º da Instrução CVM nº 358, de 2002] ficará afastada, porque o elemento subjetivo previsto na norma legal – de finalidade de obter vantagem indevida com a negociação – não estará presente"*^{13 14}.

40. Não fosse assim, as políticas de negociação e planos de incentivos poderiam ter comandos abertos que legitimariam os seus beneficiários a efetivamente fazer uso da informação privilegiada em proveito próprio.

41. Tendo em vista o exposto, de um lado, não me parece que a Política de Negociação ou o aditamento dos Contratos de Outorga de Opções de Compra de Ações e Outras Avenças celebrados entre a Companhia e os beneficiários do Plano de Opção cumprissem com a função de afastar dos Acusados a decisão negocial sobre as operações

questionadas no presente processo, de modo a, por si só, isentá-los de toda e qualquer responsabilidade pelo uso indevido de informações privilegiadas.

42. De outro, há três elementos que devem ser levados em consideração na análise da existência de uma autorização do conselho para aquisição de ações por conta do aditamento dos Contratos de Outorga de Opções de Compra de Ações e Outras Avenças e do cumprimento da Política de Negociação da Companhia.

43. O primeiro é o fato de os Acusados acreditarem que tais operações estavam protegidas por uma autorização específica do conselho de administração e dentro de parâmetros que, embora não eliminassem a discricionariedade sobre a decisão negocial, limitavam o período (15.12.2011 e 18.2.2012) em que a operação poderia ser feita em pouco mais de 2 meses, bem como limitavam o volume de ações comprado a 50% do valor do bônus de cada administrador, além de cumprirem também com a Política de Negociação da Companhia.

44. A outra consideração, a meu ver bastante relevante, é o padrão de negociação dos Acusados. Os relatórios de negociação acostados aos autos demonstram que os Acusados vinham adquirindo ações de emissão da Companhia há diversos meses e continuaram a adquiri-las depois do dia 27.1.2012.

45. Na defesa de Ricardo Levy, há tabela demonstrando que, entre março de 2011 e fevereiro de 2012, o Acusado comprou 17.300 ações de emissão da BHG, em diversos negócios, cujos lotes variavam entre 300 a 4.300 ações. Questiona-se neste processo a aquisição de 3.000 ações de emissão da BHG em 26.1.2012. Nos dias que seguiram o fato relevante e o comunicado ao mercado, o Acusado continuou comprando ações.

46. Na defesa de Pieter Vader, há tabela demonstrando que entre abril de 2011 e fevereiro de 2012, o Acusado comprou 51.990 ações de emissão da BHG, em lotes que variavam de 100 a 26.290 ações. Questiona-se neste processo a aquisição de 8.000 ações ordinárias de emissão da BHG entre 13 e 26.1.2012. Nos dias que seguiram o fato relevante e o comunicado ao mercado, ele também continuou comprando ações.

47. Analisando esse histórico, a própria SMI concluiu que o perfil das aquisições realizadas pelos Acusados não apresentaria características típicas de aproveitamento de informações privilegiadas.

48. A terceira consideração é o fato de ter sido cumprida a recomendação da Política de Negociação de um período mínimo de manutenção das ações de 6 meses. Considero o cumprimento dessa recomendação um elemento mitigador da intenção de auferir vantagem com a operação.

49. Assim, apesar de as aquisições de ações realizadas por Pieter Vader e Ricardo Levy e questionadas neste processo não estarem protegidas pelos parágrafos 6º e 7º do art. 13 da Instrução CVM nº 358, de 2002, há vários elementos que põem em dúvida a intenção dos Acusados de obter vantagem indevida.

III. Informações divulgadas pela BHG

50. Por fim, resta analisar se as informações divulgadas pela Companhia em 26.1.2012 e 27.1.2012 poderiam ser consideradas privilegiadas.

51. A Acusação destaca duas informações capazes de causar o impedimento de negociação previsto no art. 13, da Instrução CVM nº 358, de 2002, por serem privilegiadas: (i) o comunicado ao mercado divulgado em 26.1.2012 que tratou da aquisição, pela Companhia, da Solare Administração e Consultoria Ltda. e da Norte Hotelaria Administração e Consultoria Ltda. (em conjunto, "Grupo Solare"); e (ii) o fato relevante divulgado em 27.1.2012 que tratou da aprovação, pela CVM e pela *Securities and Exchange Commission* ("SEC"), do Programa de ADRs Nível 1.

52. A Acusação avalia que as oscilações de preço e volume de negociação das ações de emissão da BHG entre 24 e 27.1.2012 evidenciam a relevância da informação. As defesas dos dois acusados trouxeram gráficos que demonstram, ao menos em relação ao preço, que as oscilações verificadas em referido período não eram atípicas.

53. Mas, há também outros motivos que põem em dúvida o fato de que as informações contidas nesses dois instrumentos poderiam ser consideradas privilegiadas.

54. Conforme apontam precedentes do Colegiado¹⁵, para que uma informação possa ser considerada privilegiada, devem ser verificados simultaneamente dois critérios: o de relevância e o de sigilo. Dessa forma, uma informação não é considerada privilegiada se for incapaz de influir de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários emitidos ou nas decisões tomadas por investidores, nem se já for de conhecimento público.

55. O comunicado ao mercado divulgado pela BHG em 26.1.2012 informou a celebração de um contrato para a aquisição de administradoras de hotéis na região norte do país. De acordo com a defesa, essa operação foi a concretização de uma estratégia de manutenção de uma forte posição na região norte que já havia sido adotada e divulgada pela Companhia em agosto de 2011¹⁶. Assim, sob o ponto de vista estratégico, essa informação não parecia ser nova.

56. Obviamente, a concretização de uma estratégia já divulgada pode ser relevante, particularmente, se ela envolve um volume financeiro significativo. No entanto, no caso concreto, a aquisição feita pela Companhia era pouco relevante financeiramente. Com base em outro comunicado ao mercado divulgado em 30.1.2012, três dias após o comunicado que deu causa ao presente processo, o preço de aquisição do Grupo Solare foi de R\$4.324.700,00, o que correspondia a valor inferior a 1% do patrimônio líquido da Companhia na data base de 31.12.2011¹⁷. Em outras palavras, a operação divulgada não era relevante financeiramente.

57. Além disso, a aquisição do Grupo Solare foi comunicada aos acionistas da mesma forma que outras operações ordinárias de aquisição de ativos são costumeiramente divulgadas pela Companhia. Os Acusados demonstraram nos autos que, por se tratar de operações ordinárias, transações semelhantes à aquisição do Grupo Solare são tradicionalmente divulgadas por meio de comunicados ao mercado. Conforme apontado nas defesas, entre abril de 2012 e fevereiro de 2013, pelo menos sete comunicados ao mercado foram divulgados para informar aos acionistas operações semelhantes àquela ocorrida com o Grupo Solare.

58. A divulgação da aquisição do Grupo Solare por meio de um comunicado ao mercado seguiu o modelo adotado pela Companhia e partiu de uma avaliação legítima, da própria administração, de que a informação ali contida não seria relevante para os seus investidores, isto é, não influenciaria de forma ponderável a intenção desses

investidores de comprar, vender ou manter as ações de emissão da BHG porque nem era uma novidade sob o ponto de vista estratégico, tampouco era relevante financeiramente.

59. Assim, a meu ver, parece justificado o entendimento da administração da Companhia e, em especial, do DRI Ricardo Levy, de que essa operação poderia ser divulgada por comunicado ao mercado.

60. Já o fato relevante divulgado pela Companhia em 27.1.2012 tinha como objeto a aprovação, pela CVM e pela SEC, do Programa de ADRs Nível 1. Conforme apontado pelos Acusados, o fato de que a Companhia faria um Programa de ADRs Nível 1 já era de conhecimento do mercado, uma vez que a aprovação do programa pelo conselho de administração havia ocorrido em 24.11.2011 e havia sido divulgada por meio de fato relevante em 25.11.2011.

61. Não houve menção expressa, no fato relevante de 25.11.2011, sobre a necessidade de aprovação pela CVM e pela SEC de referido programa. No entanto, a defesa argumenta que o mercado já teria conhecimento da necessidade da aprovação dos órgãos reguladores e já teria uma expectativa em relação ao prazo demandado para essa aprovação.

62. Ao confrontar os fatos relevantes divulgados pela BHG em 25.11.2011 e em 27.1.2012, observo que aquele divulgado por último não parece ter trazido qualquer informação inovadora capaz de influir de modo ponderável na cotação das ações de emissão da BHG. O primeiro fato relevante já informava assertivamente não só o lançamento do programa, como também a instituição que seria o banco depositário e o banco custodiante da operação, dentre outros dados.

63. Nenhuma dessas informações sofreu modificação de um fato relevante para o outro. A única novidade trazida pelo fato relevante de 27.1.2012 foi a informação de que o programa havia sido aprovado pela CVM e pela SEC. E, apesar de, *a priori*, esta última informação ter sua importância, uma vez que a aprovação dos reguladores é essencial para o lançamento do programa, não acredito que o mercado já não houvesse precificado a informação sobre o lançamento do programa independentemente das formalidades envolvidas no processo de sua implementação¹⁸.

64. Ademais, a meu ver, essa precificação estaria muito mais relacionada às características substanciais do Programa de ADRs Nível 1 divulgadas em 25.11.2011 do que ao cumprimento de uma formalidade já esperada e essencial à operação em si.

65. Ainda que seja possível afastar o critério da relevância, necessário para que a aprovação do Programa de ADRs Nível 1 não seja considerada como informação privilegiada, gostaria de chamar a atenção para o fato de que, tal como apontado pela SEP, a própria Companhia transmitiu ao mercado a ideia de que essa informação seria relevante.

66. Ao identificar o instrumento divulgado ao mercado em 27.1.2012 como um "fato relevante", a Companhia se valeu justamente do instrumento criado para atender ao disposto no art. 2º da Instrução CVM nº 358, de 2002, segundo o qual é considerada relevante "*qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável: I - na cotação dos*

valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; II - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados”.

67. Como esclarecido pela SEP no Ofício Circular/CVM/SEP/Nº 004/2011, disponível à época dos fatos ora discutidos, foram criadas no sistema IPE as categorias “comunicado ao mercado” e “aviso aos acionistas” especificamente para recepcionar todas as informações que as companhias abertas julgassem úteis aos acionistas, mas que não se enquadrassem na definição de ato ou fato relevante e que, portanto, não seriam divulgadas como “fatos relevantes”.

68. Ainda que a Companhia tenha buscado justificar a divulgação de um fato relevante em 27.1.2012 como forma de assegurar a efetiva transmissão de seu conteúdo e coerência na forma de divulgação de informações em razão do fato relevante de 25.11.2011, é importante destacar que a divulgação de um “fato relevante” pressupõe um juízo de valor da administração da companhia sobre o conteúdo desse instrumento e o seu enquadramento no art. 2º da Instrução CVM nº 358, de 2002.

69. Justamente para preservar o caráter excepcional e de destaque das informações classificadas como “relevantes” para fins desse dispositivo, bem como a fim de assegurar que todas as informações divulgadas sejam claras e não induzam os investidores a erro, é extremamente relevante que a administração e, em especial, o DRI de companhias abertas pondere sobre o formato a ser utilizado para a divulgação de informações.

IV. Conclusão

70. Em razão do acima exposto, voto pela **absolvição** de Pieter Jacobus Franciscus van Voorst Vader e de Ricardo Levy.

Rio de Janeiro, 27 de janeiro de 2015.

Luciana Dias
DIRETORA

¹ “Art. 155. (...)”

§ 1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.”

² “Art. 13. Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante.”

³ No âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2010/1666, julgado em 3.4.2012 e do qual fui relatora, o Colegiado acompanhou o entendimento de que “*a restrição constante do art. 13, da Instrução CVM nº 358, de 2002, não representa uma vedação absoluta de negociação, de modo que inexistente o ilícito administrativo de vendas em período vedado. A vedação à negociação estabelecida pela Instrução CVM nº 358, de 2002, tem base nos comandos da Lei n.º 6.404, de 1976, sobre uso indevido de informação privilegiada, notadamente o art. 155, §§1º e 4º*”.

⁴ Art. 155, §1º - Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.

§ 4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.

⁵ Explorei este mesmo assunto, com mais vagar e detalhes no voto proferido no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2012/13047 julgado em 4.11.2014: “*Como já me manifestei em outras oportunidades, a restrição constante do art. 13 da Instrução CVM nº 358, de 2002, não representa uma vedação absoluta de negociação, de modo que inexistente o ilícito administrativo de vendas em período vedado.*

O que a regulamentação faz, em diversas oportunidades, é estabelecer algumas presunções para facilitar o processo de construção da acusação pela CVM. Tais presunções simplesmente invertem o ônus da prova, transferindo ao agente o dever de trazer evidências em contrário.

Essas presunções não tornam, no entanto, tais condutas infrações objetivas. Os elementos objetivos e subjetivos do ilícito administrativo de uso indevido de informação privilegiada devem estar fundamentados na acusação por meio de robusto conjunto probatório ou devem estar presumidos, quando tal presunção for possível nos termos da regulamentação em vigor.

A regulamentação relativa ao uso indevido de informações privilegiadas estabelece, ao menos, três tipos de presunção. A primeira dessas presunções é a de que em determinados períodos, como os que antecedem a divulgação de resultados (art. 13, § 4º da Instrução CVM nº 358, de 2002) ou a oferta pública de valores mobiliários (art. 48 da Instrução nº 400, de 2003), há informação relevante.

A segunda presunção é a de que certas pessoas detêm tal informação privilegiada. Assim, é reiterado o entendimento desta casa de que há uma presunção de que os controladores, administradores e demais membros da companhia conhecem a informação relevante ainda não divulgada ao mercado e sabem que ela é sigilosa.

Uma terceira presunção é a de que as pessoas mencionadas no art. 13 da Instrução CVM nº 358, de 2002, caso negociem com ações de emissão da companhia nos períodos em que detêm informações privilegiadas, estariam fazendo com a finalidade de auferir vantagem indevida. Porém, a presunção de que as pessoas mencionadas no art. 13 da Instrução CVM nº 358, de 2002, agem com a finalidade de auferir vantagem também não é absoluta.”

⁶ Em sentido semelhante, o diretor Marcelo Fernandez Trindade dispôs que “[h]á, portanto, na Instrução 358/02, uma presunção de que o insider, e o terceiro a ele equiparado pelo conhecimento da informação, atuam com a finalidade de obter lucro com a utilização da informação. Tal presunção legitima-se, e somente se legitima, diante da presença de indícios, e pode ser afastada por prova no sentido de que a obtenção de lucro não foi a finalidade da operação. Essa possibilidade de prova em contrário, a meu ver, decorre não só do necessário respeito, pela norma regulamentar, à norma regulamentada, como das regras dos §§ 6º e 7º do próprio art. 13 da Instrução 358/02, que admitem que a negociação ocorra na pendência de fato relevante não divulgado, em certas condições” (Processo Administrativo Sancionador CVM nº 04/04, dir. rel. Marcelo Fernandez Trindade, julgado em 28.6.2006).

⁷ Como exemplo, poderiam ser mencionadas as regras contidas em suas cláusulas 4.2 (“A outorga de opções de compra de ações nos termos do Plano é realizada mediante a celebração de contratos de outorga de opção entre a Companhia e os Beneficiários, os quais deverão especificar, sem prejuízo de outras condições determinadas pelo Conselho de Administração ou pelo Comitê (conforme o caso): (a) a quantidade de ações objeto da outorga; (b) as condições para aquisição do direito ao exercício da opção; (c) o prazo final para o exercício da opção de compra de ações; e (d) o preço de exercício e condições de pagamento (“Contrato de Opção”), fl. 287), 6.1 (“Caberá ao Conselho de Administração ou ao Comitê (conforme o caso) fixar o preço de exercício das opções outorgadas nos termos do Plano, respeitado o preço mínimo igual ao valor médio da cotação média diária das ações da Companhia da mesma espécie daquelas em que a opção for referenciada nos últimos 25 (vinte e cinco) pregões na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) imediatamente anteriores à data da outorga da opção, ponderado pelo volume de negociação”, fl. 288) e 7.2 (“O Beneficiário que desejar exercer a sua opção de compra de ações deverá comunicar à Companhia, por escrito, a sua intenção de fazê-lo e indicar a quantidade das ações que deseja adquirir, nos termos do modelo de comunicação a ser divulgado pelo Conselho de Administração ou pelo Comitê (conforme o caso)”, fl. 289).

⁸ Nesse sentido, Marcelo Fernandez Trindade afirmou que “Pela redação adotada (...) no art. 13 da Instrução 358/2002, pode-se inferir que as exceções à proibição de negociar adotadas [naquela instrução] não cuidam de hipóteses em que se afasta a presunção de detenção ou da existência de informação privilegiada, mas, sim, de situações em que se afasta a presunção de que a negociação foi realizada com a finalidade de utilizar essa informação. Disso são exemplos a negociação decorrente do exercício de opção de compra aprovado pela assembleia geral (§6º do art. 13 da Instrução 358/2002) e a negociação realizada com base em política de negociação previamente aprovada (§6º do art. 13 da Instrução 358/2002), em que sobressai a prévia decisão de negociar” (TRINDADE, Marcelo Fernandez. “Vedações à negociação de valores mobiliários por norma regulamentar: interpretação e legalidade” in ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2011, pp. 461/462).

⁹ Art. 15. A companhia aberta poderá, por deliberação do conselho de administração, aprovar política de negociação das ações de sua emissão por ela própria, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária.

§1º A política de negociação referida no caput não poderá ser aprovada ou alterada na pendência de ato ou fato relevante ainda não divulgado, e deverá necessariamente:

I - contar com a adesão expressa das pessoas mencionadas no caput que queiram dela se beneficiar, as quais deverão observá-la estritamente; e

II – incluir a vedação de negociações, no mínimo, no período de 15 (quinze) dias anterior à divulgação das informações trimestrais (ITR) e anuais (DFP) da companhia; e

III - adotar procedimentos que assegurem que em nenhuma hipótese a companhia negociará com as próprias ações nos períodos de vedação estabelecidos nesta Instrução e na própria política de negociação.

§2º A critério da companhia, a adesão de que trata o inciso I do parágrafo anterior poderá contemplar a indicação detalhada de política de negociação própria do interessado, a qual deverá observar os mesmos elementos mínimos referidos no parágrafo anterior.

§ 3º É permitida a aquisição de ações de emissão da companhia no período a que se refere o inciso II do § 1º por administradores, membros do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas da companhia, bem como de suas controladas e coligadas, criados por disposição estatutária, realizada em conformidade com plano de investimento aprovado pela companhia, desde que:

I – a companhia tenha aprovado cronograma definindo datas específicas para divulgação dos formulários ITR e DFP; e

II – o plano de investimento estabeleça:

a) o compromisso irrevogável e irreatável de seus participantes de investir valores previamente estabelecidos, nas datas nele previstas;

b) a impossibilidade de adesão ao plano na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado, e durante os 15 (quinze) dias que antecederem a divulgação dos formulários ITR e DFP;

c) a obrigação de prorrogação do compromisso de compra, mesmo após o encerramento do período originalmente previsto de vinculação do participante ao plano, na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado, e durante os 15 (quinze) dias que antecederem a divulgação dos formulários ITR e DFP; e

d) obrigação de seus participantes reverterem à companhia quaisquer perdas evitadas ou ganhos auferidos em negociações com ações de emissão da companhia, decorrentes de eventual alteração nas datas de divulgação dos formulários ITR e DFP, apurados através de critérios razoáveis definidos no próprio plano.

¹⁰ “Por meio das políticas de negociação as pessoas vinculadas aos emissores são autorizadas a negociar em momentos futuros previamente determinados ou determináveis (...). Em outros casos, entretanto, de maior interesse, as hipóteses futuras de negociação são estabelecidas em políticas individuais previamente depositadas no emissor. Nesse caso, as negociações são realizadas segundo o padrão determinado previamente, quando não existia informação privilegiada, retirando-se de tais

negociações, quando realizadas no futuro, o elemento intencional (...). Em ambos os casos o cumprimento da política de negociação – **desde que ela seja suficientemente detalhada e precisa** – será capaz de produzir o efeito de prova em contrário às presunções regulamentares de utilização de informação privilegiada, como as previstas nas Instruções CVM 358/2002 e 400/2003” (grifos meus) (TRINDADE, Marcelo Fernandez, ob. cit., pp. 467/468).

¹¹ A Acusação fez referência aos requisitos exigidos para políticas de negociação pelo Securities Exchange Act of 1934 – Rule 10b5-1, parágrafo (c)(1)(i)(B). Os requisitos aludidos seriam a especificação do preço, da quantidade e da data das negociações envolvendo ações. Essa regra entrou em vigor no direito estadunidense em outubro de 2000 e, conforme o relatório final da SEC: “[t]he revised language responds to commenters’ concerns by providing appropriate flexibility to persons who wish to structure securities trading plans and strategies when they are not aware of material nonpublic information, and **do not exercise any influence over the transaction once they do become aware of such information.** (...) Taken as a whole, the revised defense is designed to cover situations in **which a person can demonstrate that the material nonpublic information was not a factor in the trading decision.** We believe this provision will provide appropriate flexibility to those who would like to plan securities transactions in advance at a time when they are not aware of material nonpublic information, and then carry out those **pre-planned transactions at a later time**, even if they later become aware of material nonpublic information” (grifos meus) (vide item III.2 do relatório *Final Rule: Selective Disclosure and Insider Trading* in <http://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm>).

No âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 04/04, julgado em 28.6.2006, o diretor Marcelo Trindade afirmou que “[a] regra 10b-5 do Securities Act, na qual notoriamente inspiraram-se os §§ 6º e 7º do art. 13 da Instrução CVM 358/02, também estabelece um ‘safe harbor’ quando a negociação das ações deriva de plano pré-existente, contrato ou instrução firmados em boa-fé. Ao fazê-lo, cria-se a possibilidade de uma ‘affirmative defense’ por parte do acusado nesse tipo de ilícito se: (1) Before becoming aware of the information, the persons entered in a binding contract to purchase or sell the security, provided instructions to another person to execute the trade for its account, or adopted a written plan for trading securities; (2) the contract, instruction or plan either expressly specified the amount, price, and date or provided a written formula or algorithm, and dates, or did not permit the person to exercise any subsequent influence; (3) No alteration or deviation from the prior contract, instruction, or plan occurred after the time that the person became aware of the material non-public information”.

No mesmo sentido, e também citando em nota de rodapé a Rule 10b5-1, parágrafo (c)(1)(i)(B), o diretor Wladimir Castelo Branco proferiu voto no julgamento do Inquérito CVM nº 17/02, de 25.10.2005, quando tecia as suas considerações a respeito da presunção contida no artigo 13 da Instrução CVM nº 358, de 2002, e das exceções dessa norma: “[a]dmite-se, porém, que essa presunção se desfaça em favor do agente, se este **provar que a negociação se deu por força de motivos outros, de relevância jurídica, que precedem à posse da informação privilegiada.** É mister esclarecer, porém, que, nesse caso – seja o do “insider” administrador ou controlador, seja do “insider de mercado” – cabe ao “insider” provar que sua decisão de negociar tais valores mobiliários não decorreu da informação privilegiada de que tomou conhecimento, demonstrando os motivos que o levaram a realizar a negociação questionada” (grifos meus). Em notas de rodapé, o diretor afirmou que “[v]ale[ria] notar que esse tem sido o entendimento tradicionalmente adotado pela Securities and

Exchange Commission, conforme registrado por Stephen M. Bainbridge: ‘The SEC long has argued that trading while in knowing possession of material nonpublic information satisfies Rule 10b-5’s scienter requirement’. Fazendo referência ao caso SEC v. Adler, afirma o autor que a corte encarregada de seu julgamento decidiu que ‘when an insider trades while in possession of material nonpublic information, a strong inference arises that such information was used by the insider in trading. The insider can attempt to rebut the inference by adducing evidence that there was no causal connection between the information and the trade—i.e., that the information was not used. Although defendant Pegram apparently possessed material nonpublic information at the time he traded, he introduced strong evidence that he had a plan to sell company stock and that that plan predated his acquisition of the information in question. If proven at trial, evidence of such a pre-existing plan would rebut the inference of use and justify an acquittal on grounds that he lacked the requisite scienter’ (in “The Law and Economics of Insider Trading: A Comprehensive Primer”, disponível em <http://ssrn.com/abstract=261277>) e, em seguida, que “[p]ara equacionar as questões que surgem em razão da prova da real motivação do ‘insider’, a SEC adotou a regra 10b.5-1 no ano de 2000, prevendo que a será considerada ilícita a negociação, pelo ‘insider’, ‘on the basis of material non public information’, considerando-se, como tal, a compra ou a venda de uma ‘security’ realizada por pessoa que esteja ciente de que a informação não de conhecimento público (‘if the person making the purchase or sale was aware of the material nonpublic information when the person made the purchase or sale’). A mesma regra afasta a presunção de culpa se o ‘insider’ alegar, em sua defesa (‘affirmative defenses’), que, antes de ter ciência da informação, havia contratado, de forma irretratável, a compra ou a venda da ‘security’; havia instruído um terceiro a realizar a compra ou a venda da ‘security’ em seu benefício, ou havia adotado, por escrito, um plano de negociação com a ‘security’ objeto da transação”.

¹² Nesse sentido, Marcelo Fernandez Trindade afirmou que “Pela redação adotada (...) no art. 13 da Instrução 358/2002, pode-se inferir que as exceções à proibição de negociar adotadas [naquela instrução] não cuidam de hipóteses em que se afasta a presunção de detenção ou da existência de informação privilegiada, mas, sim, de situações em que se afasta a presunção de que a negociação foi realizada com a finalidade de utilizar essa informação. Disso são exemplos a negociação decorrente do exercício de opção de compra aprovado pela assembleia geral (§6º do art. 13 da Instrução 358/2002) e a negociação realizada com base em política de negociação previamente aprovada (§6º do art. 13 da Instrução 358/2002), em que sobressai a prévia decisão de negociar” (TRINDADE, Marcelo Fernandez. “Vedações à negociação de valores mobiliários por norma regulamentar: interpretação e legalidade” in ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2011, pp. 461/462).

¹³ TRINDADE, Marcelo Fernandez, ob. cit., p. 468.

¹⁴ Quando presidente da CVM, Marcelo Trindade também chegou a discutir a necessidade de detalhamento da política de negociação no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 22/04, do qual foi relator e que foi julgado em 20.6.2007. Em seu voto, o então diretor explicou que: “O art. 13 da Instrução 358/02, que regulamentou o art. 155 da Lei 6.404/76, vedou a negociação pelos administradores antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante exatamente para evitar que tais administradores, que têm muito mais informação que suas contra-partes de mercado, possam dela beneficiar-se.

Os acusados sustentam que sempre compraram ações da Randon e da Fras-Le, e que não venderam as ações que compraram. Esse argumento é relevante, inclusive porque a própria Instrução 358/02 não quis inviabilizar a negociação por administradores, e por isso criou a Política de Negociação, afastando a restrição às negociações na pendência da divulgação de fato relevante quando tais negociações se derem de acordo com tal Política (art. 13, § 7º).

No caso da Randon, contudo, a Política de Negociação, aprovada em 14 de junho de 2002, limitou-se a repetir as normas da Instrução 358/02, inclusive quanto às vedações, e não previu a aprovação de Políticas Individuais de Negociação, como autorizado pelo § 2 do art. 15 da Instrução. Tais Políticas Individuais é que poderiam estabelecer as intenções de negociação de cada administrador, e servir para afastar de maneira contundente a acusação de violação à vedação para negociar. O mesmo ocorreu com a Fras-Le, cuja Política de Negociação foi aprovada em 27 de junho de 2002” (grifos meus).

¹⁵ Nesse sentido, vide voto da Dir. Rel. Norma Parente no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 06/2003, julgado em 14.9.2005: *“Informação privilegiada, por seu turno, é aquela simultaneamente relevante e sigilosa. Para a aferição da relevância da informação, a lei estabelece parâmetros (art. 157, § 4º da LSA), posteriormente complementados pela regulamentação da CVM (art. 2º da Instrução CVM nº 358/02). A jurisprudência norte-americana, como assinala Nelson Eizirik², produziu um entendimento que bem sintetiza o espírito dos dispositivos aludidos: fato ou ato relevante é qualquer fato ou ato que seria levado em consideração por um investidor médio ao negociar com ações. Quanto ao sigilo, são menores as dificuldades em caracterizá-lo. Haverá sigilo quando a informação não puder ser obtida por meios acessíveis ao público em geral. Via de regra, a informação deixará de ser sigilosa através da publicação imediata que deve ser promovida pelos administradores. Contudo, se por qualquer outra razão ela vier a perder seu caráter confidencial, já não se prestará ao insider trading. A informação disseminada, ainda que de forma irregular e por mais relevante que seja, já será uma informação de mercado, que, portanto, presume-se refletida nas expectativas dos agentes que negociam valores mobiliários”*.

¹⁶ Em comunicado ao mercado divulgado em 25.8.2011, a Companhia já havia divulgado operações que indicariam a intenção de manter um forte posicionamento na região Norte do Brasil.

¹⁷ Quanto a relevância da operação, faço referência também ao Processo Administrativo Sancionador CVM nº 2007/1079, julgado em 10.7.2007 e relatado pelo Diretor Eli Loria. No âmbito desse processo, o Colegiado discutiu a relevância, para cada uma das sociedades envolvidas, de dois empréstimos contraídos pela Companhia Vale do Rio Doce (“CVRD”) junto à sua controlada CAEMI Mineração e Metalurgia S.A. (“CAEMI”). Como resultado, o Colegiado concluiu que, não obstante a obrigação da CAEMI de divulgar a celebração dos contratos de mútuo como fatos relevantes, a mesma obrigação não subsistiria à CVRD, tendo em vista que os endividamentos contraídos representariam cerca de 4,04% e 3,42% de seu patrimônio líquido.

¹⁸ Essa antecipação também foi abordada pelo presidente Marcelo Fernandez Trindade no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 04/04, julgado em 28.6.2006. De acordo com o voto desse diretor, “[e]studos mais aprofundados em finanças, notadamente nos Estados Unidos, confirmam que o momento do fato relevante, na maior parte das vezes, não é representado por um evento objetivo localizado no tempo, que de forma clara e definitiva simbolize a ocorrência

relevante nos negócios da companhia. Verificou-se naqueles estudos que, frequentemente, o fato isolado (a assinatura de um contrato, por exemplo) não é suficiente para capturar, de uma só vez, o impacto de uma informação relevante. Além disso, cada vez mais o mercado tenta se antecipar à divulgação de informações, ao invés de aguardá-las passivamente, fazendo apostas quanto aos eventos que serão anunciados, independentemente da importância do anúncio em si, o que também dificulta a identificação de eventos relevantes no tempo” (grifos meus).

Manifestação de voto do Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/5793 realizada no dia 27 de janeiro de 2015.

1. Eu concordo com as absolvições propostas pela Diretora Relatora para os acusados Pieter Jacobus Franciscus van Voorst Vader (“Pieter Vader”) e Ricardo Levy, respectivamente Diretor-Presidente e Diretor de Relações com Investidores BHG S.A – Brazil Hospitality Group (“BHG” ou “Companhia”), pela suposta infração ao art. 155, § 1º, da Lei nº 6.404/1976 (“Lei 6.404”), e ao art. 13, caput, da Instrução CVM nº 358/2002 (“Instrução CVM 358”), porém divirjo quanto aos fundamentos presentes em seu voto.

2. Conforme tive a oportunidade de me manifestar em julgamento recente, envolvendo a negociação de ações da Brasil Brokers Participações S.A. (“Caso Brasil Brokers”) antes da publicação de demonstrações financeiras¹, a CVM, ao regulamentar o uso de informação privilegiada, estabeleceu algumas presunções de modo a facilitar a comprovação da prática de *insider* trading por pessoas que exercem funções junto à companhia (*insiders* primários), bem como a atribuição de responsabilidades pelo ilícito.

3. São elas: (i) a presunção de que em certos períodos, como os que antecedem a divulgação de resultados, ofertas públicas e aviso de fato relevante, há informação relevante; (ii) a presunção de conhecimento, pelos *insiders* primários, da informação relevante ainda não divulgada ao mercado; e (iii) a presunção de que os *insiders* primários que negociam com ações da companhia na posse da informação relevante e antes da sua divulgação ao mercado o fazem com a intenção de auferir vantagem indevida.

4. Naturalmente, tais presunções são relativas e admitem prova em contrário, cabendo ao acusado o ônus de apresentar evidências capazes de comprovar a regularidade de sua conduta e afastar as referidas presunções.

5. Não obstante, isso não significa que se o acusado não apresentar contraprovas ou fazê-lo de maneira insuficiente, os fatos narrados pela acusação devam ser considerados incontroversos ou a condenação, automática. Entendo que é dever do julgador cotejar todas as informações e documentos disponíveis a fim de formar a melhor convicção a respeito da matéria – respeitados, é claro, o direito constitucional à ampla defesa e ao contraditório.

6. No caso concreto, a acusação considerou que o comunicado ao mercado e o aviso de fato relevante divulgados em 26 e 27.01.2012, respectivamente, continham informações relevantes, conforme definição da Lei 6.404 e Instrução CVM 358, tendo em vista a oscilação atípica verificada na cotação das ações ordinárias de emissão da BHG

antes das divulgações, bem como no aumento atípico do volume negociado após as divulgações.

7. Nesse contexto, a Diretora-Relatora entende que a aquisição da administradora de hotéis Grupo Solare divulgada por meio do comunicado ao mercado de 26.01.2012 não era uma informação nova, já que a operação estava inserida no planejamento estratégico da Companhia divulgado em comunicado ao mercado de 25.08.2011, tampouco uma informação relevante, pois correspondia a menos que 1% do patrimônio líquido da BHG à época².

8. Além disso, a Relatora endossa o argumento dos acusados de que operações desse gênero são tradicionalmente divulgadas aos investidores via comunicado ao mercado segundo modelo de divulgação adotado pela Companhia. Conforme mencionado pelas defesas, entre abril de 2012 e fevereiro de 2013, a BHG teria divulgado diversos comunicados, reportando ao mercado operações semelhantes à aquisição do Grupo Solare.

9. De um lado, não tiro razão da acusação ao considerar, para fins de análise do presente processo, o conteúdo da informação objeto do comunicado ao mercado em vez de o formato da divulgação. Com efeito, não raras vezes informações genuinamente relevantes, que deveriam receber o devido destaque e ser tornadas públicas por meio de aviso de fato relevante, costumam ser equivocadamente divulgadas em outro formato – ou sequer divulgadas.

10. Não obstante, acredito que cabe à administração da companhia (com ênfase no papel do Diretor de Relações com Investidores) avaliar, de maneira ponderada, diligente e responsável, bem como considerando todos os elementos disponíveis e conhecidos no momento, se determinada informação cumpre com a definição de fato relevante nos termos do art. 157, §4º, da Lei 6.404, e do art. 2º da Instrução 358, a fim de determinar a maneira adequada de reportá-la ao mercado³.

11. Inclusive, é recomendável que as companhias adotem políticas de divulgação de informações mais robustas, indicando não apenas as informações mínimas exigidas pelo art. 16 da Instrução CVM 358 (canais de comunicação utilizados para disseminar informações sobre fatos relevantes e os procedimentos para a manutenção do sigilo de informações relevantes não divulgadas), como também os critérios considerados pela administração quando da verificação da relevância da informação.

12. E é por isso que, nesse ponto, acompanho a Diretora-Relatora quando diz que *"parece justificado o entendimento da administração da Companhia e, em especial, do DRI Ricardo Levy, de que essa operação poderia ser divulgada por comunicado ao mercado"*.

13. Ao analisar as defesas dos acusados, além dos documentos divulgados por meio do Sistema IPE, entendo que, de fato, a Companhia tem divulgado operações como a aquisição do Grupo Solare por meio de comunicado ao mercado, de acordo com avaliação legítima da administração⁴. Portanto, parece razoável o canal escolhido pela administração, ainda mais considerando o baixo volume financeiro (absoluto e relativo) envolvido na operação.

14. Ademais, a meu ver, o fato de ter havido oscilação atípica no volume negociado das ações da Companhia após a divulgação do comunicado ao mercado não significa

necessariamente que o seu conteúdo seja relevante. Isso porque, ao avaliar a existência ou não de um fato relevante, o que a administração deve considerar é a possibilidade de a informação influenciar a intenção do investidor relacionada a determinado ativo – e não a efetiva influência (o que seria logicamente impossível, diga-se de passagem).

15. Nesse sentido, cabe lembrar manifestação do Diretor Relator Pedro Marcílio no julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2006/4776, em 17.01.2007, nos seguintes termos (com grifos)⁵:

*“47. Dado que a decisão de publicar o fato relevante se dá, via de regra, antes que ele seja de conhecimento do público³⁹, na maioria das vezes, **o administrador deve fazer juízo de valor sobre a probabilidade de que ele impacte a decisão de negociar valores mobiliários** emitidos pela companhia, sem, no entanto, poder confirmar, antes da divulgação, se o fato realmente influenciará a decisão dos investidores. É, por isso, que a análise é sobre a “potência” de impacto e não sobre o real impacto”.*

16. No mesmo processo sancionador, o então Presidente Marcelo Trindade se alinhou a esse entendimento e acrescentou (com grifos):

*“4. (...) O impacto efetivo poderá não se verificar na prática e, muitas vezes, por razões externas à própria companhia. O mercado pode estar num momento tão aquecido a ponto de notícias que, em outros cenários, poderiam afetar a cotação das companhias, não a afetem, porque há outras notícias melhores fazendo com que aquelas cotações não sejam afetadas. De todo modo, **o juízo que o administrador deve fazer é um juízo considerando a potencialidade de impacto**”.*

17. Tais fatos, em minha opinião, afastam a pretensa caracterização da aquisição do Grupo Solare como informação relevante.

18. Por outro lado, discordo da Relatora quanto à ausência de sigilo e relevância da informação objeto do aviso de fato relevante divulgado em 27.01.2012.

19. No seu entendimento, (i) a referida comunicação não trazia informação inovadora capaz de influir de modo ponderável na cotação da Companhia, já que o fato relevante de 25.11.2011 já informava o lançamento do programa de *american depositary receipt* (“ADR”); e (ii) a única novidade teria sido a informação de que o lançamento do programa havia sido aprovado pela CVM e pela *U.S. Securities and Exchange Commission* (“SEC”), porém o mercado já precificara a informação.

20. Tais conclusões parecem estar calcadas no argumento dos acusados no sentido de que a divulgação da aprovação do programa de ADR por meio de aviso de fato relevante não se deu em virtude da importância da informação para a Companhia, mas sim por constituir mera atualização aos acionistas sobre assunto que já havia sido divulgado ao mercado sob esse formato.

21. Essa tese não me convence. Primeiro porque, embora seja natural a aprovação do programa de distribuição de ADR pelos órgãos reguladores uma vez que a companhia tenha seguido todos os procedimentos devidos, há sempre o risco de desistência, indeferimento ou atraso no processo, dentre outras causas. Portanto, entendo que até a efetiva aprovação do programa pela CVM e SEC, o mercado não tinha a certeza da concretização da operação e efetivo lançamento do programa.

22. Em segundo lugar, como mencionei acima, espera-se que a administração da Companhia exerça um juízo de valor sobre se a informação possui o condão de interferir na intenção dos acionistas, à luz do art. 157, §4º, da Lei 6.404, e art. 2º da Instrução CVM 358, a fim de identificá-la como relevante. Isso porque a disseminação de informações sob esse formato gera uma legítima expectativa no investidor sobre o conteúdo da informação ser, de fato, relevante.

23. Assim como a CVM pode investigar e sancionar a não divulgação de fato relevante, ela também possui competência para avaliar se a decisão da companhia não seguiu os fundamentos da norma ou se teve por objetivo manipular o mercado, dentre outros. Para tanto, é necessária uma análise mais detida e específica, o que não parece ter havido no presente caso – até porque o processo não chegou a analisar a divulgação de informações, mas sim a prática de *insider trading*.

24. Por tais motivos, não me sinto confortável em afirmar que a aprovação do programa de ADR pela CVM e pela SEC não era relevante para os fins da Instrução CVM 358, tampouco, sob esse argumento, afastar a infração ao art. 155, §1º, da Lei 6.404, e ao art. 13, caput, da Instrução CVM 358.

25. A meu ver, os acusados devem ser absolvidos não por esse motivo, mas sim em decorrência do afastamento da segunda presunção da norma – a de que, em regra, os *insiders* primários possuem conhecimento da informação relevante ainda não divulgada ao mercado.

26. No curso das investigações do caso Brasil Brokers, a área técnica questionou a companhia sobre o conhecimento que os controladores tiveram do conteúdo das demonstrações financeiras no período que antecedeu a sua divulgação ao mercado. Em um primeiro momento, a companhia informou que todos os controladores teriam tido acesso à informação. Dias antes do julgamento, porém, um dos acusados encaminhou ao Colegiado e-mail corporativo evidenciando que as informações financeiras não teriam sido disponibilizadas para todos os controladores antes da divulgação. Com base nessa informação nova, votei pela condenação dos controladores copiados no e-mail e pela absolvição dos demais.

27. Analisando a acusação no presente caso, não foi possível identificar qualquer questionamento ou referência ao conhecimento das informações pelos acusados – o que, inclusive, denuncia uma falha importante da investigação, já que a posse da informação privilegiada é premissa para o ilícito em questão.

28. Dentre os diversos argumentos de defesa, os acusados esclarecem que o ofício da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (“SRE”) informando a aprovação do programa de ADR foi recebido por fax pela Companhia às 17h18 do dia 26.01.2012, conforme documento comprobatório (fls. 478), de modo que não seria possível aos acusados terem conhecimento da informação ao negociarem com ações da Companhia.

29. Com efeito, as negociações pelos acusados questionadas nesse processo se deram todas antes do recebimento do ofício da SRE pela Companhia. Notadamente no dia 26.01.2012, as operações foram realizadas entre 11h00 e 14h00, conforme informações obtidas junto à Gerência de Acompanhamento de Mercado 1 – GMA-1 e resumidas abaixo:

Negociações em 26.01.2012

Acusado	Horário (hh:mm:ss)	Quant. ações adquiridas	Preço (R\$) por ação
Ricardo Levy	11:22:51	1.000	14,70
	11:23:19	1.000	14,70
	11:23:42	1.000	14,70
Pieter Vader	12:14:31	400	14,60
	13:36:52	300	14,50
		400	14,51
	13:46:00	200	14,65
		200	14,65
		400	14,65
		200	14,65
100		14,65	

Fonte: E-mail da GMA-1 datado de 12.01.2015

30. É plausível que os acusados tivessem tido conhecimento da aprovação do programa de ADR pela SRE por outros meios que não a comunicação oficial da área técnica (envio de ofício), ou até mesmo que tenham sido comunicados a respeito da aprovação pela SEC antes de a comunicação da CVM, mas fato é que não há elementos nos autos que corroborem essas suspeitas.

31. Portanto, não é possível afirmar com convicção que os acusados tinham conhecimento da aprovação do programa quando negociaram com ações de emissão da Companhia. Pelo contrário, o que as evidências indicam é que as aquisições se deram em momento anterior à referida comunicação, pelo que restou afastada, a meu ver, a presunção de ciência da informação pelos *insiders* primários.

32. Tendo em vistas estes esclarecimentos, entendo restar prejudicada a análise da intenção dos acusados de auferir vantagem indevida ao negociarem com ações da BHG antes da divulgação de fato relevante. A esse respeito, gostaria apenas de reiterar a tese sustentada por mim no Caso Brasil Brokers de que, havendo certeza da posse da informação privilegiada, a habitualidade da negociação com ações da companhia não é suficiente para afastar referida presunção, a não ser que tais negociações sejam realizadas nos termos de política de negociação bem definida.

33. Finalmente, acompanho os fundamentos e conclusões da Relatora no sentido de que políticas de negociação e planos de benefício devem prever parâmetros de negociação precisos que eliminem ou minimizem a discricionariedade dos agentes e que, no caso concreto, a Política de Negociação e o aditamento dos Contratos de Outorga de Opções de Compra de Ações e outras Avenças celebrados entre a Companhia e os beneficiários do Plano de Opções não são aptos a afastar dos acusados a decisão negocial sobre as operações questionadas no presente processo.

34. Por todo o exposto, voto pela absolvição de Pieter Vader e Ricardo Levy pelas supostas infrações aos art. 155, §1º, da Lei 6.404/76, e art. 13, *caput*, da Instrução CVM 358/02.

É como voto.

Rio de Janeiro, 27 de janeiro de 2015.

Roberto Tadeu Antunes Fernandes
DIRETOR

¹ Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2012/13047, de 04.11.2014.

² Segundo comunicado ao mercado de 30.01.2012, o preço de aquisição do Grupo Solare foi de R\$ 4.324.700,00.

³ Logicamente, se a CVM identificar alguma inconsistência na tomada de decisão da administração, deverá adotar as providências cabíveis segundo competências atribuídas pela Lei nº 6.385/1976.

⁴ Embora a política de divulgação adotada pela BHG não esclareça os critérios dessa avaliação.

⁵ Nesse processo, discutiu-se se a contratação de dois empréstimos concedidos pela Caemi Mineração e Metalurgia S.A. – CAEMI à sua acionista controladora Companhia Vale do Rio Doce deveria ter sido objeto de divulgação por meio de aviso de fato relevante.

Manifestação de voto do Diretor Pablo Renteria na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/5793 realizada no dia 27 de janeiro de 2015.

Eu acompanho a manifestação de voto do Diretor Roberto Tadeu, senhor Presidente.

Pablo Renteria
DIRETOR

Manifestação de voto do Presidente da CVM, Leonardo P. Gomes Pereira, na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/5793 realizada no dia 27 de janeiro de 2015.

Eu também acompanho a manifestação de voto do Diretor Roberto Tadeu e proclamo o resultado do julgamento, em que o Colegiado desta Comissão decidiu pela absolvição dos acusados.

Encerro a Sessão, informando que CVM interporá recurso de ofício ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional das decisões absolutórias.

Leonardo P. Gomes Pereira
PRESIDENTE