



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2015/9443

Reg. Col. nº 0171/16

**Acusados:** Latin America Hotels, LLC  
GPCP4 Fundo de Investimentos em Participações Multiestratégia

**Assunto:** Apuração de responsabilidade de acionistas controladores da LAHotels S.A., por suposta utilização de informação privilegiada, em infração aos arts. 116, parágrafo único c/c 155, §4º, da Lei nº 6.404/76, e irregularidade quanto à comunicação de aquisição de participação relevante, em infração ao art. 12 da Instrução CVM nº 358/02.

**Diretora Relatora:** Flávia Perlingeiro

#### VOTO

##### I. INTRODUÇÃO

1. Trata-se de processo administrativo sancionador instaurado pela SEP<sup>1</sup>, em face da Latin America Hotels, LLC (“LLC”) e do GPCP4 Fundo de Investimentos em Participações Multiestratégia (“FUNDO” e, em conjunto com a LLC, “Acusados”), na qualidade de acionistas controladores da LAHotels S.A. (“LAHOTELS”), tendo por objeto (i) suposta utilização de informação privilegiada na aquisição de ações de emissão da Invest Tur Brasil - Desenvolvimento Imobiliário Turístico S.A. (“INVEST TUR”), em infração ao art. 116, parágrafo único<sup>2</sup> c/c art. 155, §4º<sup>3</sup>, ambos da Lei nº 6.404/76; e (ii) alegadas irregularidades quanto à comunicação da aquisição de participação relevante no capital social da INVEST TUR, em infração ao art. 12 da Instrução CVM nº 358/02.

2. Este processo abrange, assim, imputações relativas a duas infrações distintas e independentes entre si, mas relacionadas às **mesmas circunstâncias fáticas** que envolveram a

---

<sup>1</sup> Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto que não estiverem nele definidos têm o significado que lhes foi atribuído no relatório que o antecede (“Relatório”).

<sup>2</sup> Art. 116, parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.

<sup>3</sup> Art. 155, § 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.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

aquisição, pela LLC e pelo FUNDO, de ações de emissão da INVEST TUR. Para maior clareza, abordarei as alegadas infrações separadamente neste voto.

3. Primeiramente, cabe destacar que as aquisições ocorreram em uma **mesma data**, qual seja, **20 de outubro de 2008**, de um total de 57.400 ações de emissão da INVEST TUR, 55.975 ações foram adquiridas pela LLC e 1.425 pelo FUNDO, representando, em conjunto, participação de aproximadamente **6,07%** do capital social da INVEST TUR, sendo 5,9% de participação adquirida pela LLC e 0,17% pelo FUNDO (neste voto definidas em conjunto como “Aquisições”). Anteriormente, nem a LLC nem o FUNDO detinham ações de emissão da INVEST TUR.

4. As Aquisições ocorreram três dias antes da celebração de um acordo de confidencialidade entre a INVEST TUR e a GP Investments, Ltd. e oito dias antes do envio, pela LAHOTELS à INVEST TUR, de proposta de associação entre essas companhias, que veio a se efetivar, meses depois, por meio da incorporação de 100% do capital social da LAHOTELS pela INVEST TUR (“Incorporação”), observadas determinadas condições precedentes, que incluíam uma redução do capital social da INVEST TUR, no montante de R\$ 300 milhões (“Redução de Capital”).

5. Segundo a Acusação, quando das Aquisições, a LLC e o FUNDO já sabiam que, ao se tornarem acionistas da INVEST TUR, *“receberiam algum tipo de benefício relacionado à Incorporação que estava sendo negociada e usaram essa informação sigilosa e relevante para auferir vantagem para si”* (fls. 643 - grifei). A LLC e o FUNDO foram então acusados de terem realizado as Aquisições de “posse de informação sigilosa acerca das negociações da Incorporação”, principal acusação objeto deste processo.

6. A meu ver, a análise deste caso está intrinsecamente relacionada ao resultado da valoração dos fatos e circunstâncias trazidas aos autos acerca das propostas e tratativas que, ao fim, resultaram na Incorporação, bem como da contraposição dos indícios e dos contraindícios apresentados, com vistas a aferir em que momento as tratativas teriam sido efetivamente iniciadas, ao que voltarei após a análise das preliminares suscitadas.

## II. PRELIMINARES

### II.1. PRESCRIÇÃO DA PRETENSÃO PUNITIVA DA CVM QUANTO AO FUNDO

7. Em sua defesa, o FUNDO sustenta que, em **20.10.2013**, deu-se a prescrição da pretensão punitiva da CVM em relação às acusações objeto deste processo, calcadas em fatos ocorridos em



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

**20.10.2008**, em razão do decurso, portanto, do prazo prescricional quinquenal, previsto no art. 1º da Lei nº 9.873/99<sup>4</sup>.

8. No lapso temporal transcorrido entre a data das Aquisições e o término do prazo prescricional, não houve, segundo o FUNDO, nenhum dos eventos interruptivos listados no art. 2º da Lei nº 9.873/99<sup>5</sup>, o que só veio a acontecer, em **04.09.2014**, com o recebimento pelo FUNDO do OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-3/Nº 273/14 (fls. 315), ou seja, quase um ano depois de consumada a prescrição.

9. Ainda consoante alega o FUNDO, o OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-3/Nº 706/13 (fls. 90), encaminhado em **16.10.2013**, ao Sr. A.J.F.A., que constava como presidente da LLC no cadastro da CVM, não poderia ser considerado ato interruptivo do prazo prescricional, tendo em vista ser equivocado o entendimento de que a prescrição pode ser interrompida por atos de investigação que fogem ao conhecimento do investigado.

10. Contudo, conforme entendimento pacífico desta Autarquia<sup>6</sup>, enquadra-se no conceito de “ato inequívoco, que importe apuração do fato”, previsto no inciso II, do art. 2º, da Lei nº 9.873/99, qualquer ato de apuração dos fatos realizado pela CVM com o claro objetivo de dar impulso ao processo administrativo de investigação, de existência certa e comprovada, não sendo necessário que sejam de conhecimento do acusado.

11. O Egrégio Superior Tribunal de Justiça já reconheceu a desnecessidade de ciência do interessado que poderá ser prejudicado pela interrupção do prazo prescricional, decorrente de ato inequívoco de apuração por parte da CVM<sup>7</sup>.

12. No presente caso, a própria Acusação reputou como primeiro ato inequívoco de apuração dos fatos objeto deste processo o OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-3/Nº 706/13 (“Ofício CVM” - fls. 90), encaminhado ao Sr. A.J.F.A., em **16.10.2013**, que foi recebido pelo destinatário no dia seguinte (fls. 93), poucos dias antes de consumada a prescrição. Ainda que o FUNDO tenha sido intimado

---

<sup>4</sup> Art. 1º Prescreve em cinco anos a ação punitiva da Administração Pública Federal, (...), contados da data da prática do ato ou, no caso de infração permanente ou continuada, do dia em que tiver cessado. § 1º Incide a prescrição no procedimento administrativo paralisado por mais de três anos, pendente de julgamento ou despacho, cujos autos serão arquivados de ofício ou mediante requerimento da parte interessada, sem prejuízo da apuração da responsabilidade funcional decorrente da paralisação, se for o caso. § 2º Quando o fato objeto da ação punitiva da Administração também constituir crime, a prescrição rege-se-á pelo prazo previsto na lei penal.

<sup>5</sup> Art. 2º Interrompe-se a prescrição da ação punitiva: I – pela notificação ou citação do indiciado ou acusado, inclusive por meio de edital; II - por qualquer ato inequívoco, que importe apuração do fato; III - pela decisão condenatória recorrível; IV – por qualquer ato inequívoco que importe em manifestação expressa de tentativa de solução conciliatória no âmbito interno da administração pública federal.

<sup>6</sup> PAS CVM nº 06/02, j. 20.08.2018; PAS CVM nº 02/2009, j. 01.12.2010; PAS CVM nº RJ2008/2570, j. 12.05.2009; e PAS CVM nº 19/03, j. 24.04.2007.

<sup>7</sup> Agravo Interno no Agravo em Recurso Especial 595210/RJ (2014/0258184-3), Relatora Ministra Assusete Magalhães, STJ, Segunda Turma, j. 06.03.2018, DJe 12.03.2018.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

a prestar esclarecimentos em setembro de 2014, resta evidenciado que os esforços investigativos da CVM foram tempestivamente iniciados.

13. Pelo exposto, afasto a incidência da prescrição ordinária quanto ao FUNDO.

### II.2. PRESCRIÇÃO DA PRETENSÃO PUNITIVA DA CVM QUANTO À INFRAÇÃO AO ART. 12

14. Como relatado, em 24.05.2019, a LLC peticionou arguindo preliminar de prescrição da pretensão punitiva da CVM com relação à infração ao art. 12 da ICVM nº 358/02 (fls. 1.000-1.005), que, caso acolhida, abrangeria tanto a acusação contra a LLC quanto em face do FUNDO.

15. Trata-se de matéria de ordem pública, que poderia ser apreciada inclusive *ex officio*, razão pela qual não cabe questionamento quanto à tempestividade.

16. Em síntese, alega a LLC que, no momento da instauração deste processo, a pretensão punitiva desta Autarquia já se encontrava prescrita com relação à suposta divulgação incorreta ao mercado acerca da aquisição de participação relevante na INVEST TUR, pois, antes de findo o referido prazo, a CVM somente teria iniciado investigação quanto ao ilícito de *insider trading*. Nesse sentido, ressalta o que consta do Item 37 do Termo de Acusação (fls. 641), que se refere apenas às Aquisições (e não à Comunicação), *in verbis*:

37. Primeiramente, cabe destacar que a atuação da CVM **teve início em 16.10.2013**, com o envio do OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-3/N/706/13 (fl. 90), de modo que, quando da prática do primeiro ato de apuração, o período prescricional de cinco anos contados da data da prática do ato não havia se consumado, uma vez que **as compras de ações** em análise no caso em tela ocorreram em **20.10.2008**. (grifou-se)

17. Ainda que a própria Acusação tenha se referido ao Ofício CVM, de **16.10.2013**, como o primeiro ato inequívoco de apuração apto a interromper o prazo prescricional quinquenal, não vislumbro, no que foi dito no Item 37 do Termo de Acusação, indicação de que a investigação estava restrita ao ilícito de *insider trading*.

18. Conforme descrito no Relatório, a SEP iniciou a investigação acerca das circunstâncias em que realizadas as Aquisições e as negociações que antecederam à Incorporação, por ter se deparado com referência, em laudo de avaliação da INVEST TUR e da LAHOTELS, ao fato de que, dentre as ações de emissão da INVEST TUR beneficiadas com a restituição decorrente da Redução de Capital, estavam incluídas as ações de propriedade dos controladores da LAHOTELS.

19. Mesmo que a principal suspeita da SEP, naquele momento, possa ter sido a de prática de *insider trading* nas Aquisições, os fatos que passou a investigar abrangiam as intenções e objetivos



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

que levaram às Aquisições, fatos esses que poderiam se desdobrar em mais de uma acusação a depender das normas infringidas, como veio a ser o caso.

20. Para a LLC, na fase inicial da investigação, não havia **apuração específica** da conduta relativa à infração ao art. 12 da ICVM nº 358/02<sup>8</sup>, o que reputou estar evidenciado no Ofício CVM de 16.10.2013, único que teria sido enviado à LLC antes de findo o referido prazo prescricional e que, ao ver da defesa, tratava especificamente do ilícito de *insider trading*.

21. Cabe então transcrever o teor do que foi demandado por meio do Ofício CVM:

(...) **Referimo-nos à aquisição de 55.975 ações ordinárias** da BHG S.A. – BRAZIL HOSPITALITY GROUP (então denominada INVEST TUR BRASIL – DESENVOLVIMENTO IMOBILIÁRIO TURÍSTICO S.A., doravante “BHG”) **pela LATIN AMERICA HOTELS, LLC** (“Adquirente”) **em 23.10.2008<sup>9</sup>**.

Tendo em vista que na mesma data a BHG e a Adquirente assinaram um acordo de confidencialidade relativo às negociações da incorporação da LAHOTELS S.A. (“LAHotels”) pela BHG, que foi finalizada em 18.02.2009 (“Incorporação”), solicitamos os seguintes **esclarecimentos e documentos**:

- a) cronograma das **negociações** entre a Adquirente e a BHG a respeito da **Incorporação**, incluindo os nomes dos participantes em cada uma dessas negociações e as instituições a que estavam vinculados e cópias de quaisquer comunicações entre as partes ou seus assessores a respeito de referidas negociações;
- b) **cópia do acordo de confidencialidade assinado em 23.10.2008; e**
- c) **cópia da proposta relativa à Incorporação apresentada à BHG pela Adquirente em 28.10.2008.** (...). (grifou-se)

22. Veja-se que não há no Ofício CVM qualquer menção ao ilícito de *insider trading* tampouco a qualquer outra infração específica. Com efeito, eram investigados os fatos ocorridos, não sendo necessário (e, muitas vezes, sequer possível) que, em tal etapa, fossem especificadas todas as normas infringidas pelas condutas que estão sendo apuradas. Com base nos fatos investigados são então identificadas as infrações cometidas e a participação das pessoas nas infrações apuradas, para que, então, identificadas materialidade e autoria, se promova a acusação.

---

<sup>8</sup> Para a LLC, essa questão teria surgido no processo apenas no relatório de análise da SEP, de 26.08.2015 (fls. 533 e seg.), quase sete anos após a ocorrência do fato objeto da acusação.

<sup>9</sup> Note-se que o Ofício não se reportava à data de 20.10.2008, porque, equivocadamente, o Comunicado ao Mercado informou que as Aquisições ocorreram em 23.10.2008.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

23. Mais do que isso, no Ofício CVM não foi solicitado apenas o cronograma das negociações a respeito da Incorporação, mas também cópia do Primeiro Acordo de Confidencialidade e da Primeira Proposta, que foram justamente os documentos considerados pela Acusação como aptos a demonstrar que o objetivo dos Acusados não foi divulgado corretamente<sup>10</sup>.

24. Em que pese as infrações em comento serem independentes entre si, entendo que ambas estão intrinsicamente relacionadas às mesmas circunstâncias fáticas, que abrangem as Aquisições e os propósitos e objetivos almejados pelos adquirentes. E pelo menos um dos documentos imprescindíveis para tal investigação era a Primeira Proposta, que, como dito, foi solicitada antes de consumada a prescrição. A meu ver, não há como se dissociar a Comunicação das Aquisições.

25. No que diz respeito especificamente à Comunicação, comprova-se pelos autos que a mesma já era de conhecimento da SEP desde o princípio das investigações, tanto que um dos primeiros documentos juntados ao processo (fls. 9) foi justamente o Comunicado ao Mercado divulgado pela INVEST TUR, informando sobre o teor da Comunicação. O que a Acusação desconhecia – e cabia assim apurar – eram as intenções dos adquirentes.

26. Também não prejudica essa minha conclusão o fato de não ter constado, dos ofícios subsequentes enviados à LLC e ao FUNDO, referência específica ao art. 12 da ICVM nº 358/02. Como já dito, os atos inequívocos de apuração não precisam necessariamente contar com a ciência dos investigados.

27. Quanto ao ofício de que trata o art. 11 da Deliberação CVM nº 538<sup>11</sup>, cabe ressaltar, ainda, que o entendimento da CVM se firmou no sentido de que tal pedido de esclarecimentos não confere aos acusados direito subjetivo e nem configura oportunidade de defesa prévia<sup>12</sup>. Referido ofício é medida de eficiência administrativa em direção à instauração de processos sancionadores justificados e devidamente instruídos, o que não deixou de ser o caso deste processo.

28. Por fim, quanto ao precedente citado pela LLC<sup>13</sup>, entendo que trata de circunstâncias diferentes, não sendo os fundamentos adotados para acolher a preliminar de prescrição naquele caso aplicáveis a este.

---

<sup>10</sup> v. fls. 648-649 do Termo de Acusação.

<sup>11</sup> 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. Parágrafo único. Considerar-se-á atendido o disposto no caput sempre que o acusado: I – tenha prestado depoimento pessoal ou se manifestado voluntariamente acerca dos atos a ele imputados; ou II – tenha sido intimado para prestar esclarecimentos sobre os atos a ele imputados, ainda que não o faça.

<sup>12</sup> PAS CVM nº RJ2006/4665, j. 09.01.2007; PAS CVM nº RJ 2006/8572, j. 16.03.2010; PAS CVM nº RJ2011/233, j. 25.03.2014; PAS CVM nº RJ2014/7352, j. 16.01.2018.

<sup>13</sup> PAS CVM nº 23/05, Diretor Relator Marcos Barbosa Pinto, j. 02.10.2007.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

29. Com efeito, tal precedente cuida de processo decorrente de inquérito especificamente instaurado para apurar denúncia que, posteriormente, se verificou infundada, não tendo as irregularidades apontadas pelo denunciante resultado em qualquer imputação aos indiciados. Entretanto, no curso do inquérito, a comissão constatou outras irregularidades não relacionadas aos fatos denunciados, quando já havia sido consumada a prescrição da ação punitiva da CVM.

30. No referido caso, as irregularidades apontadas na peça acusatória não guardavam correspondência com a denúncia que motivou as investigações. No presente processo, a intenção dos adquirentes quanto à Aquisição já era objeto da investigação da SEP desde o início, o que era indispensável para apurar se a Comunicação havia ou não sido feita de forma regular.

31. Por essas razões, afastamos também a preliminar de prescrição da pretensão punitiva da CVM com relação à infração ao art. 12 da Instrução CVM nº 358/02.

### II.3. CERCEAMENTO DE DEFESA

32. Ambos os Acusados suscitaram preliminar de cerceamento de defesa, sob o argumento de que, não apenas a maioria dos ofícios foi enviada depois de transcorrido o prazo de cinco anos da data das Aquisições, como alguns foram emitidos apenas em 2015, ou seja, cerca de sete anos depois, e que, em razão da demora em se iniciar a apuração, informações relevantes para as defesas foram perdidas, inclusive pelo decurso do prazo legal de cinco anos previsto para a guarda de documentos<sup>14</sup>.

33. Em que pesem os argumentos trazidos pelas defesas, a meu ver, não cabe falar em cerceamento de defesa neste processo. A uma, porque a Acusação delimitou os fatos analisados e a conduta dos Acusados, embasando, de maneira suficientemente coerente e fundamentada, as infrações apontadas. A duas, porque entendo que a peça acusatória preencheu satisfatoriamente os requisitos previstos nos incisos I a VI do art. 6º da Deliberação CVM nº 538/08<sup>15</sup>, como também manifestou-se a Procuradoria Federal Especializada da CVM (“PFE”) (fls. 602-612), tanto que foi perfeitamente possível aos Acusados exercer o seu direito de defesa a contento.

---

<sup>14</sup> Nos termos do art. 9º da Lei nº 6.385/76: A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no § 2º do art. 15, poderá: I - examinar e extrair cópias de registros contábeis, livros ou documentos, (...), bem como papéis de trabalho de auditores independentes, devendo tais documentos ser mantidos em perfeita ordem e estado de conservação pelo prazo mínimo de cinco anos: (...).

<sup>15</sup> Art. 6º (...) do qual deverão constar: I – nome e qualificação dos acusados; II – narrativa dos fatos investigados que demonstre a materialidade das infrações apuradas; III – análise de autoria das infrações apuradas, contendo a individualização da conduta dos acusados, fazendo-se remissão expressa às provas que demonstrem sua participação nas infrações apuradas; IV – os dispositivos legais ou regulamentares infringidos; V – proposta de comunicação a que se refere o art. 10, se for o caso; e VI – a indicação do rito a ser observado no processo administrativo sancionador.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

34. Ademais, entendo que não se deve confundir dificuldade de acesso a documentos com cerceamento de defesa, que poderia ter restado configurado caso a CVM tivesse limitado ou imposto obstáculos para a produção de provas, o que claramente não ocorreu no presente caso, visto que tanto o FUNDO quanto a LLC tiveram a oportunidade de se manifestar acerca de todas as informações e elementos de prova apresentados nos autos.

35. Por esses motivos, não merece acolhida a preliminar de cerceamento de defesa.

### II.4. DA NÃO CONFIGURAÇÃO DO FUNDO COMO ACIONISTA CONTROLADOR

36. Em sua defesa, o FUNDO apresentou, como preliminar, suposta “correção de fato”, no sentido de que a Acusação se equivocou ao qualificá-lo como acionista controlador da LAHOTELS e, conseqüentemente, um *insider* primário.

37. Entendo, contudo, que esse ponto está diretamente relacionado ao mérito quanto à acusação por *insider trading* feita ao FUNDO, na “*qualidade de acionista controlador da LAHOTELS*” (fls. 650)<sup>16</sup>. Afasto, portanto, o exame dessa questão como preliminar, para apreciá-la, mais adiante, em conjunto com o mérito da acusação.

### III. ACUSAÇÃO POR USO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA

#### III.1. INADEQUAÇÃO DA IMPUTAÇÃO DE RESPONSABILIDADE POR INFRAÇÃO AO ART. 116, PARÁGRAFO ÚNICO, DA LEI DAS S.A.

38. Antes de analisar se estão presentes os elementos necessários para a configuração de *insider trading*, cabe-me tecer breves comentários quanto à conjugação do art. 116, parágrafo único, com o art. 155, §4º, da Lei das S.A.

39. Em atenção à manifestação da PFE, a SEP revisou o Termo de Acusação (que, originalmente, fazia referência apenas ao art. 155, §4º<sup>17</sup>), para incluir imputação por descumprimento do art. 116, parágrafo único, da Lei nº 6.404/76 (fls. 608-612).

40. Em sua manifestação, levando em conta as “peculiaridades do caso concreto” e a “condição de *insiders* primários” da LLC e do FUNDO, a PFE entendeu que não haveria razão para “*tratar o controlador, unicamente, como “qualquer pessoa”, utilizando-se a dicção do §4º do art. 155 da Lei nº 6.404/76*”, ressaltando ser esse “*quem define os rumos da sociedade*” e que

<sup>16</sup> Com relação às imputações por descumprimento ao art. 12 da ICVM 358/02, o FUNDO foi acusado na “qualidade de adquirente de 5,00% ou mais das ações (...), em conjunto com” a LLC.

<sup>17</sup> Versão original do Termo de Acusação a fls. 562-598.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

sua responsabilização com base somente no referido dispositivo não seria “*nem suficiente nem adequada*” (fls. 610).

41. Com a devida vênia, entretanto, entendo que a conjugação do art. 155, § 4º, com o art. 116, parágrafo único, da Lei das S.A., para fins de acusação quanto à prática de *insider trading*, é desnecessária, e, no presente caso, mais do que isso, revela-se inadequada.

42. A esse respeito, transcrevo excerto do voto da então diretora Luciana Dias, no PAS CVM nº RJ2012/13047, julgado em 04.11.2014, cujo entendimento compartilho integralmente:

O art. 116, parágrafo único, trata da obrigação do acionista controlador de usar o seu poder com o fim de fazer a companhia cumprir com seu objeto social, bem como estabelece deveres e responsabilidades do controlador ‘para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender’.

É comum encontrar na doutrina jurídica a identificação desse dispositivo com a criação de um dever fiduciário para o controlador, notadamente um dever de lealdade. Paralelamente, os comandos que historicamente embasam a repressão ao uso indevido de informações privilegiadas estão associados ao art. 155 da mesma lei, que trata do dever de lealdade dos administradores.

**Ainda que compreenda a associação feita pela SEP, entendo que ela é inadequada e, principalmente, desnecessária. Enquanto o art. 155, §§ 1º e 4º da Lei nº 6.404, de 1976, tem como objeto especificamente o tratamento de informações privilegiadas, o art. 116, parágrafo único, parece mais abrangente e preocupado com a orientação dos negócios da companhia, o que dificulta uma relação direta com a prática de *insider trading*.**

Ainda que referido comando tenha sido usado em outros tempos pela CVM para coibir o uso indevido de informações privilegiadas pelo controlador, ele sequer é mencionado no preâmbulo da Instrução CVM nº 358, de 2002, elaborada depois da Lei nº 10.303, de 2001, que introduziu o §4º ao art. 155. **Não vejo qualquer necessidade ou efeito prático para o embasamento defendido pela Acusação hoje em dia, uma vez que o art. 155, §4º, é abrangente o suficiente para compreender tanto controladores quanto agentes do mercado em geral.** (grifou-se)

43. A meu ver, a acusação objeto deste processo pode e deve ser analisada à luz do art. 155, §4º, suficientemente abrangente para compreender acionistas (controladores ou não) e outras pessoas não são alcançadas pelo §1º do mesmo art. 155.

44. O próprio texto do referido §4º revela que sua inserção na Lei das S.A., pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001, veio justamente a estender a vedação de que trata a “qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso”, não fazendo qualquer distinção quanto a acionistas controladores, tampouco se restringindo a controladores da companhia emissora dos valores mobiliários objeto da negociação.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

45. E mais, o art. 116, parágrafo único, se remete aos deveres e responsabilidades do acionista controlador considerando o poder de controle exercido sobre a companhia por esse controlada. Evidentemente, como expressamente disposto na norma, isso abrange as repercussões de tal exercício para “os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua”, mas sempre em função da sua atuação como **controlador** da companhia **sujeita ao seu poder de controle**<sup>18</sup> e não por interação com outra companhia.

46. Neste caso, o suposto acesso à informação privilegiada teria se dado **não** em atuação dos Acusados decorrente de exercício de poder de controle, quanto ao que se poderia cogitar de abuso ou de descumprimento de dever de lealdade, mas pelo fato de a companhia por eles controlada ser contraparte em tratativas com a companhia emissora das ações com vistas à Incorporação.

47. Veja-se que, considerando que os Acusados são controladores da LAHOTELS e não da INVEST TUR (emissora das ações adquiridas), a PFE entendeu, ainda, que, “*guardadas as peculiaridades de cada caso*”, se amoldaria ao presente caso o argumento acolhido pelo Colegiado em 26.02.2008, no julgamento do PAS CVM SP 2007/0118.

48. Na oportunidade, foi confirmada a aplicabilidade do art. 155, §1º, da Lei das S.A., ao caso, porque, mesmo não sendo o acusado **administrador** da companhia aberta **emissora** dos valores mobiliários adquiridos (e sim de outra companhia aberta), entendeu-se que tal administrador também tinha **dever de sigilo** quanto às informações privilegiadas a que teve acesso enquanto administrador. Tal dispositivo não restringira “*o alcance da proibição aos valores mobiliários da companhia para a qual trabalha o administrador*”, não tendo o legislador limitado sua abrangência em reconhecimento de que “*administradores de sociedades anônimas podem ter acesso a informações privilegiadas que afetem a cotação de valores mobiliários de outras companhias*”<sup>19</sup>.

49. A meu ver, entretanto, pelas razões apontadas quanto ao escopo do art. 116, parágrafo único, entendo que o precedente citado pela PFE não impacta minhas conclusões neste processo.

---

<sup>18</sup> Acerca do parágrafo único do art. 116, ressalta a doutrina: “O poder de controle na sociedade anônima é atribuído ao seu titular para a consecução de determinadas finalidades, constituindo assim um “direito- função”. (...), o legislador estabeleceu determinadas regras visando a prevenir e reprimir eventuais abusos praticados pelo acionista controlador. Nesse sentido, o parágrafo único deste artigo dispõe, expressamente, que o acionista controlador deve usar o seu poder para fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social. O poder controle constitui, com efeito, um poder vinculado ao objetivo de “fazer a companhia realizar seu objeto e cumprir sua função social”, tendo o controlador deveres e responsabilidades para com os demais acionistas, para com os empregados e para com a comunidade.” (EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Vol. II. 2ª Ed. Rev. e Amp., São Paulo: Quartier Latin, 2015, pp. 238-241).

<sup>19</sup> Trata-se de precedente relativo à prática de *insider trading* envolvendo aquisição de American Depositary Receipts - ADRs de emissão da Perdigão S.A. por administrador da Sadia S.A. – PAS CVM SP 2007/0118, j. 26.02.2008, decisão que foi confirmada pelo CRSFN, em 05.12.2012.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

50. Assim, por considerar inadequada a capitulação feita com base no art. 116, parágrafo único, examinarei a acusação por *insider trading*, neste caso, com base somente no art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76.

51. Ressalvo, porém, desde já, que isso não significa que entenda que os Acusados não poderiam, a partir de um dado momento, ser reputados *insiders* primários. A meu ver, o art. 155, §4º, da Lei nº 6.404/76, não se restringe a atuação de *insiders* secundários, o que é corroborado pelos precedentes<sup>20</sup> em que *insiders* primários não abrangidos pelo §1º do art. 155 foram condenados por *insider trading* com base no referido §4º<sup>21</sup>.

### III.2. DA CONFIGURAÇÃO DOS ACUSADOS COMO *INSIDERS* PRIMÁRIOS

52. As discussões mais relevantes para a análise deste caso parecem ter ficado, em certa medida, “poluídas” pelo embate travado entre a Acusação e as defesas quanto à possibilidade de os Acusados serem considerados *insiders* primários, notadamente movidas pelo receio de afastar ou atrair, respectivamente, o regime de presunções relativas<sup>22</sup> que tem sido adotado pela CVM e seus reflexos quanto ao ônus da prova.

53. Apesar de não considerar que tal caracterização seja um aspecto central para o desfecho deste processo, para maior clareza quanto ao exame dos fatos, entendo ser necessário esclarecer essa questão e também enfrentar a alegação do FUNDO de que, ao contrário do que afirma a Acusação, não era controlador da LAHOTELS.

54. Quanto à caracterização da prática de *insider trading*, no Brasil, os detentores de informações privilegiadas utilizadas na negociação de valores mobiliários são comumente divididos em duas categorias: *insiders* primários ou secundários.

55. A primeira categoria abrange aqueles que têm acesso **direto** à informação privilegiada. Note-se que não há um conceito legal de “*insider* primário”, porém, a regulamentação editada pela CVM traz alguns contornos mais detalhados.

56. Consoante o art. 13 da ICVM nº 358/02, são alcançados pela vedação ao *insider trading* não apenas a própria companhia aberta, seus acionistas controladores (diretos ou indiretos),

---

<sup>20</sup> PAS CVM nº 04/04, Dir. Rel. Marcelo Trindade, j. 28.06.2006; PAS CVM nº 13/09, Dir. Rel. Eli Loria, j. 13.12.2011; PAS CVM nº RJ2012/8010, Dir. Rel. Luciana Dias, j. 21.07.2015; PAS CVM nº 26/2010, Dir. Rel. Gustavo Borba, j. 21.11.2017; PAS CVM nº RJ2011/3823, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. 09.12.2015.

<sup>21</sup> Note-se que, para esse fim, não é relevante ressaltar se nesses casos houve imputação de descumprimento também ao art. 13 da ICVM nº 358/02 (o que não ocorreu no presente processo), pois tal instrução apenas regulamentou o previsto no art. 155 da Lei das S.A., não consubstanciando base autônoma para acusação, como esclarece o Diretor Gustavo Gonzalez no voto proferido em 20.02.2018 no PAS CVM nº 2015/13651.

<sup>22</sup> São relativas porque admitem prova em contrário, mas, nesse caso, o ônus caberá ao acusado.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

administradores, membros do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas criados por disposição estatutária, mas também “*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*”. Esses são usualmente chamados “*insiders institucionais*” ou “*corporativos*”, pois têm acesso à informação por “estarem no interior da companhia”.

57. Ainda na categoria dos “*insiders primários*” são incluídas também outras pessoas com acesso **direto** à informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que se trata de informação ainda não divulgada ao mercado. Nos termos do §1º<sup>23</sup> do art. 13 da ICVM nº 358/02 são referidos os que têm relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, como, por exemplo, auditores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores e instituições integrantes do sistema de distribuição. Esses são usualmente denominados “*insiders primários temporários*”.

58. Vê-se, assim, que os *insiders primários* têm acesso à informação diretamente na fonte e têm o conhecimento necessário para avaliar a relevância da informação. Deles se exige que divulguem a informação (se possível) ou se abstenham de negociar com base nela (alternativas sintetizadas na expressão: “*disclose or refrain from trading*”).

59. Já os chamados “*insiders secundários*”<sup>24</sup> não têm acesso direto à informação (nem necessariamente sabem que se trata de uma informação privilegiada), a recebem por meio de um *insider* primário ou de outro secundário ou, ainda, por acesso dito fortuito (esses últimos são também chamados de “*insiders acidentais*”).

60. A prevalecer a visão da Acusação de que os controladores da LAHOTELS tiveram acesso à informação privilegiada em razão das tratativas com a INVEST TUR acerca da Incorporação, a meu juízo, não estaríamos falando de um acesso indireto, mas sim de acesso direto por meio da participação na própria produção da informação<sup>25</sup>.

61. Dessa forma, se e quando cabível a configuração dos Acusados como *insiders*, seriam esses primários temporários, pois não eram controladores da INVEST TUR e sim da LAHOTELS. Em princípio, a identificação do momento a partir do qual teriam iniciado as tratativas seria necessária para configurá-los como *insiders primários* e não propriamente a discussão apenas quanto à relação de controle com a LAHOTELS.

---

<sup>23</sup> A estrutura da norma, entretanto, é um tanto assistemática, tendo em vista que o referido parágrafo tem redação abrangente, alcançando *insiders secundários* e, no trecho final, *insiders primários temporários*.

<sup>24</sup> Por estarem “fora da companhia” são também chamados de “*insiders de mercado*” ou “*outsiders*”.

<sup>25</sup> Para a Acusação, LAHOTELS e seus afiliados seriam “criadores da informação sigilosa” (fls. 646).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

62. Efetivamente, a principal controvérsia que se coloca neste processo diz respeito ao momento a partir do qual a LLC e o FUNDO teriam acessado diretamente ou produzido, por assim dizer, informações privilegiadas acerca das negociações da Incorporação.

63. Veja-se que, a rigor, caracterizá-los como controladores da LAHOTELS pode ser relevante para definir seu grau de conhecimento e envolvimento nas referidas negociações com a INVEST TUR, uma vez que as propostas foram apresentadas pela própria LAHOTELS, mas não é o aspecto chave, capaz de automaticamente configurá-los como *insiders* primários. A questão central, repita-se, está na possibilidade de acesso (no caso, direto) da LAHOTELS e de seus controladores à informação privilegiada.

64. A Acusação, entretanto, agarra-se na qualificação dos Acusados como controladores da LAHOTELS, como se essa fosse, por si só, a razão para tratar a LLC e o FUNDO como *insiders* primários, o que supostamente poderia reduzir seu ônus da prova com relação a alguns dos elementos caracterizadores da infração.

65. Cabe-me dizer que, por um lado, entendo que tal correlação de conceitos não se dá aqui de forma automática (pois não estamos a falar de controladores da companhia emissora das ações negociadas), porém, por outro lado, também não me convencem os argumentos trazidos pela defesa da LLC, no sentido de que não poderia ser considerada um *insider* primário por não ter um dever fiduciário para com a INVEST TUR e de que o art. 155 dirige-se única e exclusivamente aos deveres fiduciários dos administradores.

66. Como dito, o acesso à informação privilegiada diretamente na fonte poderia amparar sua categorização como *insider* primário temporário. Ademais, os acordos de confidencialidade firmados no âmbito das negociações entre a GP e a INVEST TUR (fls. 270-274) e entre a LAHOTELS e a INVEST TUR (fls. 276-280) geraram deveres de sigilo e propiciaram o acesso direto e a troca de informações sujeitas a tratamento confidencial.

67. Tampouco concordo com a alegação do FUNDO de que não pode ser tratado como acionista controlador da LAHOTELS e entendo ser improcedente a afirmação no sentido de que foi um equívoco tratá-lo como controlador da LAHOTELS.

68. Devo reconhecer que, na análise da cadeia societária do controle indireto da LAHOTELS, causa uma certa confusão a adoção, em alguns dos documentos constantes dos autos, do termo “GPCP4” ora como referência ao codinome do FUNDO, ora como designação da *exempted limited*



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

*partnership* que tinha como *general partner* a GP Investments IV Ltd., ora como veículo de investimento do GP Capital Partners IV, LP<sup>26</sup>.

69. De fato, como veio a esclarecer a defesa do FUNDO, tais entidades não se confundem: o GPCP4 (com o algarismo cardinal) é o FUNDO, acusado neste processo, acionista direto da LAHOTELS, um fundo de investimento em participações – FIP, constituído no Brasil e administrado pela GP Investimentos Ltda. e que tem como quotistas “essencialmente empregados e sócios da GP Investimentos e/ou sociedades controladas” (fls. 709). Já o GPCPIV (com o algarismo romano), controlador indireto da LAHOTELS, é um fundo de *private equity* constituído no exterior, destinado a investidores institucionais estrangeiros, administrado pela GP Investments IV, Ltd., subsidiária integral da GP Investments, Ltd. (fls. 383-384).

70. Entretanto, mesmo considerando que tais fundos tenham cotistas e administradores/gestores distintos, isso não significa, por si só, que o FUNDO não compunha grupo de controle da LAHOTELS. Restou evidenciado nos autos deste processo que, embora a LLC detivesse percentual de participação que lhe permitisse exercer sozinha o controle sobre a companhia, o acordo de acionistas então em vigor regulava não apenas direitos patrimoniais, mas também o exercício do direito de voto (fls. 349-365), e deixa clara a vinculação do FUNDO à LLC como integrante de grupo de controle<sup>27</sup>. Parece-me forçoso reconhecer que o FUNDO não era um acionista minoritário da LAHOTELS e que a LLC e o FUNDO eram, na verdade, veículos de investimento sujeitos a um mesmo centro decisório, pertinente ao que se pode chamar de “Grupo GP”.

71. Observe-se, inclusive, que já no preâmbulo do acordo de acionistas da LAHOTELS, a LLC e o FUNDO são denominados em conjunto como “GP” (fls. 350), para todos os fins do acordo, e que na cláusula de notificações há indicação de um único contato da GP para fins de comunicações direcionadas à LLC e ao FUNDO (fls. 363).

72. Além disso, e ainda mais importante, a justificativa econômica e comercial dada por ambas as defesas acerca da estratégia adotada por meio das Aquisições é substancialmente a mesma e revela uma coordenação de interesses e propósitos<sup>28</sup>. Isso se refletiu inclusive nas três propostas

---

<sup>26</sup> Veja-se, por exemplo, o uso de tais termos em trechos da *Offering Circular* relativa a oferta de ações da GP Investments, Ltd. (de 22.02.2008), juntada aos autos deste processo (fls. 376/384).

<sup>27</sup> Lei nº 6.404/76, art. 116 Entende-se por acionista controlador a pessoa natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

<sup>28</sup> O próprio FUNDO reconheceu que os Acusados representavam um mesmo interesse ao alegar que a comunicação de aquisição de participação relevante, enviada pela LLC à INVEST TUR, apesar de não mencionar expressamente as Aquisições feitas pelo FUNDO, já identificava a participação total adquirida. Também sustentou, que, com a



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

dirigidas pela LAHOTELS à INVEST TUR, das quais constava referência ao percentual de 6,07% das ações de emissão da INVEST TUR como sendo de titularidade da “acionista controladora” (percentual que resultava do somatório dos percentuais detidos pela LLC e pelo FUNDO).

73. Não obstante, como já disse, o fato de a LLC e o FUNDO integrarem o controle da LAHOTELS não significa, por si só, que lhes sejam aplicáveis certas presunções.

### III.4. TIPIFICAÇÃO DA INFRAÇÃO PELO USO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA

74. Conforme esclarecem os precedentes sobre a matéria<sup>29</sup>, a caracterização da infração por *insider trading* na esfera administrativa se compõe por quatro requisitos (i) a existência de uma informação relevante<sup>30</sup> pendente de divulgação ao mercado; (ii) o acesso privilegiado a tal informação; (iii) a utilização desta informação na negociação de valores mobiliários; e (iv) a finalidade de auferir vantagem para si ou para terceiros.

75. Quando não se verifica presente o primeiro dos referidos requisitos, tem-se uma situação prejudicial quanto à ocorrência dos demais. Entretanto, a análise quanto à efetiva existência de informação privilegiada ao tempo em que realizada a negociação de valores mobiliários, por vezes, pode acabar tangenciando alguns aspectos relacionados a acesso, utilização e/ou finalidade. De certa forma, é o que ocorre neste caso.

76. Inicialmente, quanto à própria identificação da informação de que trata este processo, devo concordar com as defesas quando apontam que o Termo de Acusação não foi a todo tempo claro quanto a qual seria a “informação privilegiada” que caracterizaria o ilícito neste caso, tendo ora se referido ao mero conhecimento de negociações em curso e ora ao conhecimento de que a operação incluiria uma redução de capital com restituição aos acionistas da INVEST TUR.

77. De todo modo, na atribuição das responsabilidades, o Termo de Acusação faz referência à utilização pelos Acusados de “*informação sigilosa acerca das negociações da Incorporação*”

---

divulgação da participação agregada, deu-se conhecimento ao mercado sobre a formação de um “bloco de ações por entidades relacionadas” (fl. 735).

<sup>29</sup> PAS CVM n° 17/2002, Dir. Rel. Wladimir Castelo Branco Castro, j. 25.10.2005; PAS CVM n° 04/2004, Dir. Rel. Marcelo Fernandez Trindade, j. 28.06.2006; PAS CVM n° RJ2015/2666, Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. 13.09.2016; PAS CVM n° RJ2011/3823, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. 09.12.2015; PAS CVM n° RJ2014/3401, Dir. Rel. Henrique Balduino Machado Moreira, j. 05.12.2017; e PAS CVM n° RJ2015/13561, Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez, j. 20.02.2018.

<sup>30</sup> Consoante o art. 157, §4º, da Lei das S.A. e o art. 2º da ICVM n° 358/02: a informação relevante é entendida como a pertinente aos negócios da companhia emissora dos valores mobiliários (“VMs”), capaz de influir de modo ponderável na cotação dos VMs ou na decisão dos investidores de comprar, vender ou mantê-los ou de exercer direitos a eles inerentes; podendo abranger não só qualquer decisão de acionista controlador, deliberação de assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, como qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

(fls. 650). Assim, pauto minha análise por esse espectro mais abrangente, ou seja, considerando informações acerca das referidas tratativas e não apenas a informação específica sobre a restituição de capital, que parece ter sido destacada pela Acusação por supostamente configurar a vantagem indevida que os Acusados almejavam.

78. Não se discute neste processo que tanto a Incorporação quanto a Redução de Capital consubstanciaram informações relevantes<sup>31</sup>, o que resta evidente pela natureza e pela expressividade de tais operações<sup>32</sup>, e que, até um dado momento, eram sigilosas.

79. A controvérsia neste caso reside em se existiam (ou não) negociações sobre a Incorporação, ao tempo em que realizadas as Aquisições.

80. Conforme assentado em precedentes do Colegiado, tratativas ainda que em fase preliminar podem ser consideradas informação relevante<sup>33</sup>, não sendo necessário que haja um compromisso vinculante, tampouco que contratos sejam assinados.

81. Também há precedentes a esclarecer que informações acerca de negócios complexos, compostos por múltiplas etapas, podem ser relevantes independentemente de haver alguma formalização ou mesmo certeza de sua concretização<sup>34</sup>.

82. De todo modo, isso não significa que a mera intenção unilateral de um adquirente, não relacionado à emissora dos valores mobiliários, de realizar negócios ou operações que sequer tenham sido apresentadas à companhia alvo, inclusive desconhecendo sua disposição em considerá-las, possa ser considerada uma informação privilegiada, especialmente em se tratando de negócios bilaterais ou operações societárias que envolvam discussões e aprovações por ambas as partes<sup>35</sup>.

---

<sup>31</sup> Operações de incorporação e de redução de capital estão listadas no rol exemplificativo de fatos potencialmente relevantes, previsto no parágrafo único do art. 2º da ICVM nº 358/02, devendo a análise de materialidade ser conduzida à luz de cada caso concreto.

<sup>32</sup> Note-se que, ao longo das tratativas tidas entre a LAHOTELS e a INVEST TUR, foram publicados alguns fatos relevantes conjuntos pelas companhias, como detalhado no Relatório.

<sup>33</sup> Neste sentido, PAS CVM 22/99, j. 16.08.2001; PAS CVM nº RJ2006/5928, j. 17.04.2007; PAS CVM nº 02/2010, j. 09.07.2013; e PAS CVM nº RJ2013/10321, j. 18.03.2015.

<sup>34</sup> PAS RJ2014/0577, j. 11.12.2017 e PAS 2015/13651, j. 19.06.2018.

<sup>35</sup> Com muita propriedade, destaca, em artigo, o presidente da CVM Marcelo Barbosa: “(...) a ideia de que uma intenção unilateral de divulgação de realizar negócio já mereça divulgação deve ser vista com cautela. Uma coisa é a divulgação, pelas partes envolvidas, da assinatura de memorando de entendimentos ou de documento semelhante. Algo muito diferente é a intenção de uma parte de realizar negócio com outra, sem que se saiba da disposição dessa outra de sequer considerar o negócio. Em alguns casos, uma intenção de realizar negócio já terá materialidade suficiente para justificar o início da vedação, como se dá no exemplo de uma oferta pública da aquisição de controle. No entanto, muitas vezes uma intenção não correspondida dificilmente poderá sequer dar origem a tratativas mais concretas, e então a divulgação feita pode acabar produzindo o efeito indesejável de criar expectativa no mercado de forma prematura.” (“Algumas notas sobre *insider trading*” in Lei das S.A. em seus 40 anos / organização Alberto Venancio Filho, Carlos Augusto da Silveira Lobo, Luiz Alberto Colonna Rosman. – 1. ed. – Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 294).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

83. Com efeito, ressalvadas certas situações específicas (como, por exemplo, uma oferta pública para aquisição de controle), a meu juízo, a mera intenção ou plano de uma dada companhia de comprar ou vender valores mobiliários de emissão de uma outra companhia não constitui, em princípio, informação privilegiada a deflagrar a vedação contra si própria.

84. Veja-se que, no caso concreto, nem mesmo a Acusação se remete à fase em que ainda poderiam ser tidos como intenção unilateral os planos de propor à INVEST TUR a “associação estratégica” por meio da Incorporação. Recapitulando, a Acusação - mesmo considerando o seu escopo mais abrangente - se reporta a “*informação sigilosa acerca das negociações sobre a Incorporação*” (grifou-se) (fls. 650).

85. Por outro lado, como dito acima, após o início das negociações (mesmo quando ainda preliminares), já se poderia (em tese) cogitar a existência de informação relevante pendente de divulgação ao mercado acerca da Incorporação, que não estaria, necessariamente, atrelada a (i) assinatura de um acordo ou qualquer outro documento entre a LAHOTELS (ou seus controladores) e a INVEST TUR; ou (ii) deliberações de órgãos societários a autorizar a negociação.

86. Portanto, para verificar a existência de informação privilegiada neste caso, revela-se necessária uma análise criteriosa dos fatos, em especial de sua cronologia, buscando aferir o momento em que foram iniciadas as tratativas e se existiam informações relevantes pendentes de divulgação ao mercado em **20.10.2008**.

87. De plano, destaco que não há provas concretas nos autos que permitam determinar exatamente quando tiveram início as negociações. E, por certo, não seria sequer factível fazer prova definitiva quanto ao, por assim dizer, “não início” (prova negativa) de tratativas preliminares antes da data das Aquisições.

88. A Acusação aponta para indícios de que as **tratativas** teriam começado em algum momento entre a segunda metade do mês de setembro e o início do mês de outubro de 2008. As defesas, em contraposição, afirmam que foram iniciadas em **31.10.2008** (portanto, após as Aquisições), quando as negociações foram autorizadas pelo CA da INVEST TUR.

89. Ressalto, desde já, que há muito se admite na CVM a prova indireta para se chegar à conclusão sobre o uso de informações privilegiadas, já tendo se consolidado entendimento do Colegiado de que deve prevalecer nesses casos o princípio do livre convencimento motivado, sendo possível a condenação com base em prova indiciária, desde que haja um robusto concurso



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

de indícios (comprovados, independentes e convergentes), que permita alcançar uma conclusão segura a respeito da ilicitude da conduta<sup>36</sup>, não sendo imprescindíveis provas cabais.

90. Passo então a esmiuçar os fatos e sopesar indícios e contraindícios, a demonstrar as razões pelas quais, no mérito, estou convencida de que os elementos trazidos aos autos pelas defesas são suficientemente sólidos para infirmar os indícios apontados.

91. Começo pela análise do contexto fático em que estava inserida a INVEST TUR antes das Aquisições e às razões que levaram à Incorporação. Para tanto, entendo oportuno transcrever o seguinte trecho da matéria publicada na Revista Exame, em **18.09.2008**, trazida aos autos pela defesa da LLC (fls. 750-752):

Ao lado de outros acionistas minoritários, a Tarpon reivindicou da administração da catarinense Cremer, empresa de produtos médico-hospitalares, a distribuição em dividendos de parte dos 160 milhões de reais disponíveis atualmente no caixa, uma vez que a companhia não tem encontrado boas oportunidades de aquisições. (...) **O mesmo pedido foi feito por Tarpon e Hedding-Griffo aos executivos da companhia do setor imobiliário turístico Invest Tur.** Recentemente, os investidores mandaram uma carta para a empresa alegando que foram prejudicados pela queda do valor de suas ações na bolsa (desde janeiro). **A proposta dos investidores é distribuir aos acionistas 400 milhões dos 640 milhões de reais que a Invest Tur tem disponível em caixa.** Segundo os administradores, a empresa precisará de 300 milhões de reais para lançar cinco empreendimentos até o fim do ano. Para eles, portanto, a proposta dos investidores prejudicaria o futuro da companhia. **A empresa declarou, por meio de comunicado ao mercado, que a sugestão dos investidores foi rejeitada pelo conselho de administração.** A companhia poderá, ainda, lançar um plano de recompra de ações pelos sócios fundadores para dar aos acionistas insatisfeitos a oportunidade de se desfazer dos papéis. **Além disso, a empresa contratou um banco de investimento para encontrar uma forma de aumentar seu valor de mercado e, com isso, defender-se de um possível ataque dos predadores.** Hoje, aqueles que comandam uma empresa aberta têm de se habituar à ideia de que podem entrar em guerra com o mercado - e de que o risco de perder é grande. (grifou-se)

92. Vale lembrar, mesmo que em um contexto mais amplo, do quão drasticamente os efeitos da crise econômica mundial de 2008/2009 foram sentidos pelas mais diversas economias do mundo (inclusive a brasileira) e que o aprofundamento da referida crise parece ter ocorrido

---

<sup>36</sup> A título ilustrativo, PAS CVM nº 08/2001, j. 23.09.2004; PAS CVM nº 24/2000, j. 18.08.2005; PAS CVM nº 24/05, j. 02.07.2008; PAS CVM nº 15/04, j. 07.07.2009; PAS CVM nº 10/2008, j. 23.11.2010; PAS CVM nº 19/09, j. 07.06.2011; PAS CVM nº 13/09, j. 13.12.2011; PAS CVM nº 11/2009, j. 03.04.2012; e PAS CVM nº 13/2005, j. 25.06.2012.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

justamente a partir de **setembro de 2008**, após a quebra da Lehman Brothers, tendo gerado graves repercussões, de modo geral, para empresas no Brasil<sup>37</sup>.

93. Nesse cenário, a matéria acima contextualiza o que se passava com a INVEST TUR, companhia aberta de capital pulverizado, com capital excessivo e expressivos recursos em caixa diante de um plano de negócios (estruturado anteriormente à referida crise) desafiado pela mudança radical do cenário econômico. E mais do que isso, a matéria evidencia que já era pública a informação de que INVEST TUR estava sofrendo pressão de seus acionistas, tinha contratado assessor financeiro para avaliar alternativas para seus negócios e que havia sido recusada pelo CA da INVEST TUR proposta de acionistas (“Proposta TARPON”), feita em carta de **20.08.2008**, que contemplava uma redução de capital da INVEST TUR na ordem de R\$ 400 milhões.

94. Com efeito, consta dos autos ata gerencial da RCA da INVEST TUR (fls. 228-232), de **05.09.2008**, que, dentre outros assuntos, registra (i) discussão pelo CA sobre a crise imobiliária internacional e mudanças das perspectivas de mercado; (ii) aprovação da contratação da Merrill Lynch para assessorar a companhia “*na revalidação de seu plano de negócios e de suas alternativas estratégicas*”; (iii) rejeição da proposta de redução de capital social da INVEST TUR constante da Proposta TARPON; e (iv) necessidade de “*maior alinhamento dos fundadores e administradores aos acionistas*”.

95. Também consta dos autos ata da RCA da INVEST TUR (fls. 006-008), de **11.09.2008**, arquivada na CVM na mesma data e publicada no diário oficial (em 12.09.2008), em que o CA deliberou, por unanimidade, (i) pela rejeição da Proposta TARPON de redução de capital da INVEST TUR no valor de R\$ 400 milhões; (ii) pela apresentação ao CA (a) de um plano de compra de ações da companhia pelos sócios fundadores a preços de mercado; e (b) da estrutura detalhada de custos da companhia para reavaliação e definição de eventuais ajustes.

96. Restou evidenciado que, já no **início de setembro de 2008** (portanto, antes mesmo do período em que a Acusação vislumbra que teria sido feito o primeiro contato pela LAHOTELS) havia informações públicas sobre as dificuldades que a INVEST TUR enfrentava e a pressão (i) pela reformulação de seu plano de negócios, bem como (ii) pela restituição de expressivos valores aos seus acionistas.

97. Esse cenário me faz considerar bastante plausível a justificativa apresentada pelos Acusados como fundamentação econômica para as Aquisições, no sentido de que a compra de ações de emissão da INVEST TUR lhes conferiria uma melhor posição estratégica para negociar

---

<sup>37</sup> v. PERLINGEIRO, Flávia Sant’Anna e BARBOSA, Marcelo Garcia Simões. “A teoria da imprevisão, a onerosidade excessiva e o equilíbrio econômico-financeiro de contratos à luz da crise econômica mundial de 2008/2009” in Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, n. 47, jan-mar/2010, Editora Revista dos Tribunais, p. 124-163.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

proposta ainda a ser apresentada, em condição negocial similar à posição detida por outros acionistas da companhia, ainda que a qualidade de acionistas da INVEST TUR não fosse essencial para se colocarem “no jogo”.

98. Além disso, a meu ver, são convincentes os argumentos das defesas de que as Aquisições refletiam, para os Acusados, um “risco calculado”, se apresentando como uma boa oportunidade de negócio, tendo em vista que, mesmo que não tivessem êxito no plano de incorporação, o preço era atrativo e estava claro que haveria alguma reestruturação, já sendo público que alguns acionistas entendiam que havia excesso de caixa na companhia diante da incompatibilidade do plano de negócios com o novo cenário macroeconômico.

99. Foi destacada também circunstância peculiar com relação às Aquisições: essas foram feitas em leilão em bolsa, provocado por ordem de venda. Tal leilão foi colocado com uma ordem de venda e uma ordem de compra pré-definidas, sendo que a ordem de compra não era da LLC nem do FUNDO. Os Acusados interferiram no leilão e, como houve concorrência na ponta compradora, houve quebra do lote e a alienação foi feita para mais de um comprador, corroborando o fato de que havia atratividade do preço para outros investidores. Metade do lote acabou sendo adquirido por um terceiro que, como a LLC e o FUNDO, também interferiu no leilão, o que reitera a plausibilidade da alegação das defesas de que, quando os Acusados adquiriram as ações da INVEST TUR, ainda não tinham iniciado as tratativas e havia outros interessados “na mesa”.

100. Feito esse pano de fundo, passo ao exame dos indícios e contra-indícios.

101. Primeiramente, a Acusação partiu de esclarecimentos prestados por carta em julho de **2015**, pelos Srs. A.L.B. (fls. 482-487) e A.J.A. (fls. 510-511), ex-funcionários da Merrill Lynch, para concluir que o primeiro contato da GP com a Merrill Lynch se deu **entre a segunda metade de setembro e o início de outubro** de 2008<sup>38</sup>.

102. Em suas manifestações, tais ex-funcionários ressaltaram que as informações por eles prestadas correspondiam a lembranças, tendo se passado muitos anos e já estando desligados da instituição e, portanto, sem acesso a agendas e documentos.

---

<sup>38</sup> O Sr. A.L.B. informou de maneira vaga e sem precisar qualquer data, que o primeiro contato se deu por telefone, aproximadamente uma ou duas semanas depois da contratação do Merrill Lynch, tendo se comunicado também com “outros potenciais parceiros estratégicos, como forma de avaliar a viabilidade de eventuais investimentos e operações futuros” (fls. 485). O Sr. A.J.A. informou que não podia precisar a data, mas acreditava que teria ocorrido entre setembro e o início de outubro de 2008 (fls. 510). A Merrill Lynch afirmou não ter localizado registros de compromissos nas agendas dos envolvidos (fls. 531) e, quanto aos contatos do Sr. J.L., que ainda permanecia na Merrill Lynch, foi identificado registro de uma reunião com a GP Investimentos com relação a INVEST TUR, mas apenas em 20.10.2008 (fls. 532)



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

103. De todo modo, tais manifestações sinalizaram a existência (mesmo que imprecisa) de contato entre integrantes do Grupo GP e a Merrill Lynch antes da data das Aquisições. Nenhum dos ex-funcionários da Merrill Lynch reportou, porém, o início de efetivas tratativas ou negociação quanto à Incorporação<sup>39</sup>.

104. A meu ver, tais manifestações devem ser tomadas com muita cautela (inclusive em razão das ressalvas feitas pelos próprios) e devem ser consideradas em conjunto com outros indícios, não constituindo, por si só, elemento formador de convicção.

105. Acerca das **tratativas** para a Incorporação, a Acusação entendeu não ser crível que, na data do leilão, não tivessem sido iniciadas, especialmente em função do *timing* dos passos subsequentes. Nesse sentido, apontou as seguintes circunstâncias como indícios de que uma possível Incorporação já havia sido “alinhavada” (fls. 639):

- (i) em apenas **três dias** (i.e. em **23.10.2008**), foi celebrado o Primeiro Acordo de Confidencialidade, cujos termos, ao ver da Acusação, sugerem a existência de tratativas anteriores;
- (ii) **oito dias** depois (i.e. em **28.10.2008**), a LAHOTELS apresentou à INVEST TUR a Primeira Proposta, já incluindo detalhes acerca da Incorporação e em intervalo de somente **cinco dias** após a assinatura do Primeiro Acordo de Confidencialidade. A Acusação reputa inviável a elaboração da referida proposta em tão curto espaço de tempo, tomando inclusive como base de comparação o tempo transcorrido para a apresentação da Segunda e da Terceira Propostas (28 e 22 dias, respectivamente), as quais, a seu ver, não teriam apresentado mudanças expressivas quanto à primeira; e
- (iii) a existência, na Primeira Proposta, de cláusulas que afetavam os acionistas fundadores da INVEST TUR e que teriam permanecido inalteradas nas propostas subsequentes, o que, na sua percepção, sugere que já tinham sido fruto de negociação em vias de ser concluída, indicando, assim, a existência de informação privilegiada, em 20.10.2008, quando a LLC e o FUNDO adquiriram as ações da INVEST TUR.

106. Com relação ao intervalo de apenas três dias entre a data das Aquisições e a data do Primeiro Acordo de Confidencialidade (fls. 270-274), entendo que as defesas tiveram êxito em demonstrar que, pelo teor do referido acordo, se tratava de um primeiro passo, a abranger apenas a disponibilização à INVEST TUR de informações confidenciais sobre a LAHOTELS (e não de troca de informações por ambas as partes)<sup>40</sup>.

107. Faz sentido (e é usual) que se comecem tratativas da espécie com celebração de acordo de confidencialidade, e o fato de que logo foi firmado um acordo quanto ao fornecimento de informações à INVEST TUR reitera minha percepção de que a LAHOTELS já vinha analisando a

<sup>39</sup> Não foram ouvidas pessoas que teriam representado a LAHOTELS, o FUNDO, a GP e a INVEST TUR.

<sup>40</sup> Em **30.10.2008**, foi então celebrado Acordo de Confidencialidade e Exclusividade, entre INVEST TUR e LAHOTELS, a reger a troca de informações confidenciais entre elas com vista a possível associação.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

INVEST TUR antes das Aquisições e tinha pressa, porque havia outros interessados em possíveis operações de M&A. Dessa forma, tendo em vista seu objetivo de propor a associação por meio de incorporação, precisava fazer com que a INVEST TUR (e seus assessores) comesçassem a se debruçar o quanto antes sobre as informações sobre a LAHOTELS, pois seria necessário atingir um consenso quanto ao *valuation* de ambas as companhias, para se chegar à relação de troca.

108. Também não me causa estranheza a linguagem adotada no acordo quanto a informações a serem tratadas de maneira confidencial “tendo elas sido fornecidas antes ou depois da data deste Acordo de Confidencialidade” (fls. 270). Não vejo nisso indicativo de que tenham sido iniciadas tratativas anteriormente (como suspeitou a Acusação), mas sim um texto relativamente padrão em acordos com cláusulas adotados em operações internacionais, como parece ter sido o caso.

109. Quanto ao segundo indício, consubstanciado no prazo tido como curto demais para a elaboração da Primeira Proposta, parece-me ter havido, antes de mais nada, um equívoco quanto ao referencial de contagem adotado pela Acusação. A ideia de que a Primeira Proposta teria sido feita em apenas cinco dias contados da data do Primeiro Acordo de Confidencialidade pressupõe que as informações supostamente obtidas com base em tal acordo seriam necessárias para a elaboração da proposta. Entretanto, como dito, tal Acordo tratava apenas de informações sobre a própria LAHOTELS.

110. Com relação à suposta inviabilidade de que a Primeira Proposta fosse elaborada em apenas oito dias após as Aquisições, os argumentos também me parecem insubsistentes. Primeiro, porque a Primeira Proposta não me parece trazer, *prima facie*, elementos que me permitam concluir que foi elaborada com base em informações não públicas. O documento (de três páginas<sup>41</sup>) também não discrepa de algo factível de ser formulado e apresentado em pouco tempo, notadamente em se tratando de proponente com investimentos prévios no setor hoteleiro brasileiro e integrante de grupo muito atuante em operações de M&A e reestruturações.

111. Observo, ainda, que nada impedia que o Grupo GP e a LAHOTELS já estivessem avaliando, mesmo antes das Aquisições, os negócios da INVEST TUR, com base em informações públicas disponíveis. É possível (e provável) que tal proposta tenha sido estudada e elaborada, unilateralmente pela LAHOTELS (e seus controladores), antes mesmo da assinatura do Primeiro Acordo de Confidencialidade. Fato é que a Primeira Proposta dispõe ter sido elaborada com base em informações públicas<sup>42</sup>.

---

<sup>41</sup> Não que o número de páginas seja elemento a configurar a complexidade ou não de um documento, o que não entendo ser o caso, ressaltando a informação apenas para demonstrar que não se tratava de um longo documento com diversas cláusulas a serem discutidas e revisadas.

<sup>42</sup> Dispõe, inclusive, que a indicação preliminar de preço prevista para as ações da INVEST TUR para fins da relação de troca (R\$ 745,00 por ação) foi elaborada com base no balanço patrimonial de 30.06.2008.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

112. Em princípio, em se tratando de uma companhia aberta, não surpreende que seja feita uma proposta inicial e *non bidding* (sujeita a processo de diligência mútuo), com base apenas nas informações públicas disponíveis, notadamente tendo em vista se tratar de empresa praticamente pré-operacional (i.e. possivelmente sem passivos ocultos ou contingências tributárias, previdenciárias ou trabalhistas relevantes) e que, como dito, tinha pelo menos R\$ 400 milhões em caixa e um plano de negócios sob crítica e revisão.

113. Não me convencem os argumentos da Acusação quanto à inviabilidade da elaboração da Primeira Proposta em razão do *timing* em que apresentada. Tampouco me parece que os prazos em que foram submetidas as propostas subsequentes possam ser tomados como base de comparação para extrair qualquer conclusão quanto ao início das tratativas, tendo em vista que está fartamente demonstrado nos autos que, a partir de novembro de 2008, houve intensa negociação, com inevitáveis reflexos sobre os prazos.

114. Quanto ao teor das propostas, por fim, creio que não é possível concluir que a Primeira Proposta já teria sido “alinhavada” de antemão porque pouco teria sido alterado com relação ao conteúdo da Segunda e da Terceira Propostas.

115. Ao contrário do que afirma a Acusação, a Primeira Proposta me parece ter sofrido alterações relevantes, desde a sua apresentação até a consolidação dos termos e condições acordados, a refletir posterior negociação entre as partes, os quais restaram consubstanciados na Terceira Proposta. Noto, inclusive que a Primeira Proposta previa, além da exclusão da *poison pill* incutida no estatuto social da INVEST TUR, o compromisso da LAHOTELS de realizar uma OPA para aquisição de até 132.314 ações de emissão da INVEST TUR (representando 14% do seu capital social antes da Incorporação), o que foi abandonado na Segunda Proposta.

116. De fato, a Primeira Proposta já procurava dar tratamento as demandas de acionistas da INVEST TUR, conhecidas pelo mercado, que, como visto, exigiam a devolução parcial de seus investimentos (vide Proposta TARPON). Nesse sentido, além da Incorporação em si, previa não uma redução de capital, mas o pagamento de um dividendo especial, no valor total de R\$ 125 milhões, a ser pago após a Incorporação, em benefício de todos os acionistas da INVEST TUR.

117. Além disso, a Primeira Proposta previa (i) o pagamento de R\$15 milhões pelo cancelamento, em 31.12.2008, de contrato de consultoria celebrado com parte ligada aos acionistas fundadores; e (ii) a extinção das debêntures conversíveis em ações da INVEST TUR detidas pelos seus acionistas fundadores, em troca (a) da emissão de novas ações da INVEST TUR (equivalente a 3% do capital social) em favor de tais acionistas; e (b) da transferência para os mesmos de alguns ativos com valor de aquisição de R\$ 22 milhões e opção de compra de alguns outros ativos a serem por eles selecionados.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

118. Em que pese a dificuldade em aferir se esses aspectos da proposta, voltados a atender a possíveis expectativas bastante particulares de acionistas fundadores, poderiam também ser desenhados com base exclusivamente em informações públicas, não encontro nos autos quaisquer elementos que indiquem que teriam sido pensados com base em informações sigilosas obtidas com a INVEST TUR. E, diante de dúvida razoável, não posso tomá-los como indícios a evidenciar tratativas anteriores às Aquisições.

119. A ilustrar que houve sim alteração substancial subsequente, a Segunda Proposta (fls. 262-264), de **26.11.2008**, incluiu duas condições precedentes à realização da Incorporação não previstas anteriormente: (i) a Redução de Capital da INVEST TUR (no valor de R\$ 300 milhões)<sup>43</sup>, alterando a avaliação da companhia no mesmo montante; e (ii) um aumento do capital social da LAHOTELS em R\$ 110 milhões<sup>44</sup>. A Terceira Proposta (fls. 266-268), de **19.12.2008**, por sua vez, alterou os valores de avaliação das companhias<sup>45</sup> e reincluiu, sob novos termos e condições, a previsão sobre o resgate das debêntures dos acionistas fundadores, que havia sido retirada na Segunda Proposta.

120. Assim, a meu ver, a documentação constante dos autos se presta a demonstrar que houve efetiva negociação dos termos e condições inicialmente propostos no período subsequente à apresentação da Primeira Proposta e não parece sugerir que os respectivos termos e condições haviam sido previamente definidos entre as partes.

121. Noto, inclusive, que o CA da INVEST TUR não parecia estar familiarizado com os termos e condições da Primeira Proposta, quando da realização da RCA de **30.10.2008**, dois dias depois do seu recebimento (fls. 234-236), *in verbis*:

Por fim, foi submetido à discussão o Item 3 da Ordem do Dia, que trata da Correspondência [Segunda Proposta Tarpon], a qual reitera a sugestão contida na primeira correspondência [Primeira Proposta Tarpon], de 20 de agosto de 2008, de redução do capital social da Companhia, no valor de R\$400 milhões, acrescentando outros detalhes, a qual foi objeto de deliberação do Conselho de Administração em reunião realizada em 11 de setembro de 2008. Os

---

<sup>43</sup> Ao fim, foram elegíveis ao recebimento da restituição decorrente da Redução de Capital os titulares de ações de emissão da INVEST TUR quando do encerramento do pregão do dia 22 de abril de 2009, com exceção (i) das ações subscritas pelos acionistas da LAHOTELS em decorrência da Incorporação; e (ii) das detidas pelos acionistas fundadores da INVEST TUR em razão da conversão de debêntures por eles detidas, o que também foi previsto como condições prévias para a Incorporação.

<sup>44</sup> Com isso se chegando a um valor pré-incorporação de R\$ 404,1 milhões para a INVEST TUR e de R\$ 365 milhões para a LAHOTELS, que serviriam de base para o estabelecimento da relação de troca.

<sup>45</sup> Nos termos dessa proposta final (feita com base no balanço patrimonial da INVEST TUR de 30.09.2008 e após o período de *due diligence* iniciado em 08.12.2008, a relação de troca foi fixada em R\$ 737,32 por ação de emissão da INVEST TUR (ou R\$ 696,8 milhões pela totalidade de suas ações), representando um prêmio de 62,05% acima do último preço de mercado (de R\$ 455,00 por ação, em 18.12.2008), tendo a avaliação da LAHOTELS (por fluxo de caixa descontado) sido de R\$ 255 milhões.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

**Conselheiros decidiram, por unanimidade, adiar a deliberação acerca da Correspondência, por conta do recebimento de uma proposta de associação (“Proposta”) [Primeira Proposta] encaminhada à Companhia, a qual demandará análises e estudos mais aprofundados, após os quais, o Conselho de Administração estará apto para deliberar sobre a Proposta e sobre as sugestões contidas na Correspondência. (grifou-se)**

122. Destarte, diante de uma pluralidade de reuniões, conferências telefônicas, apresentações e diferentes versões da proposta de Incorporação que sucederam a celebração do Primeiro Acordo de Confidencialidade<sup>46</sup>, até a efetiva validação da estrutura final da operação pelos acionistas, a meu ver, não se sustenta a tese de que, em **20.10.2008**, os termos e condições da Incorporação já tinham sido “alinhavados” e que a posterior aprovação do início das negociações, em sede de RCA, demonstraria, como disse a Acusação, um “conluio” entre as partes para regularizar as Aquisições.

123. Não significa dizer que se deva tomar as datas das atas das RCAs da LAHOTELS e da INVEST TUR, de 30 e 31.10.2008, respectivamente (fls. 348 e fls. 15), em que foi autorizado o “início” das negociações, em base de exclusividade, visando à concretização de uma possível associação estratégica entre as companhias, como marco temporal a partir do qual teriam sido trocadas ou geradas informações privilegiadas no âmbito das tratativas para a Incorporação, que pode ter sido anterior.

124. Entretanto, não vejo plausibilidade na afirmação de que os Acusados teriam adquirido as ações da INVEST TUR, com base em informação privilegiada acerca das negociações da Incorporação, com o objetivo de se aproveitar do reembolso decorrente da Redução de Capital. Como visto, não há como identificar a existência, em **20.10.2008**, de informações acerca do que viria a ser efetivamente o desenho da Incorporação, que tampouco foi realizada nos termos e condições inicialmente propostos, os quais foram visivelmente alterados, fruto de negociações entre as partes, conforme demonstram as versões posteriores da Primeira Proposta, a qual sequer previa a Redução de Capital (que só veio a integrar a proposta, como condição para a Incorporação, em **26.11.2008**, na segunda versão do documento).

125. Dito isto, em que pesem os indícios considerados pela SEP como capazes de justificar a irregularidade das operações realizadas pelos Acusados, diante dos documentos constantes dos autos e dos contraindícios apresentados pelas defesas, conluio não estar presente um dos requisitos fundamentais para a caracterização do ilícito, sendo inclusive prejudicial a verificação dos demais,

---

<sup>46</sup> Faço referência às apresentações do Merrill Lynch, de 14.11 e 03.12. 2008, que relatam o progresso das negociações, destacando reuniões e conferências telefônicas para discussão do modelo operacional, o andamento da *due diligence* conduzida e a estrutura da transação, bem como às RCAs dos dias 05, 12 e 14.11.2008 e AGE de 14.01.2009, cujas ordens do dia incluíram a discussão da operação.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

qual seja, a própria existência da informação privilegiada ao tempo em que realizadas as Aquisições.

126. Por isso, voto pela absolvição dos Acusados da infração de uso de informação privilegiada que lhes foi imputada.

#### **IV IRREGULARIDADES RELACIONADAS À COMUNICAÇÃO DE AQUISIÇÃO DE PARTICIPAÇÃO RELEVANTE, EM INFRAÇÃO AO ART. 12 DA ICVM Nº 358/02**

127. Passo a analisar a responsabilidade imputada aos Acusados por terem descumprido o dever de informar previsto no art. 12<sup>47</sup> da ICVM nº 358/02. Analisarei as responsabilidades separadamente, a começar pela LLC.

128. À LLC foi imputada responsabilidade por ter deixado de informar a sua intenção, quando das Aquisições, de alterar a estrutura administrativa da INVEST TUR.

129. Para tanto, a Acusação considerou que o comunicado enviado pela LLC à INVEST TUR, informando acerca da aquisição de participação relevante na companhia, não foi transparente, uma vez que não refletiu as suas intenções naquele momento, as quais ficaram claras na Primeira Proposta, apresentada poucos dias depois.

130. A defesa da LLC refutou a acusação, entendendo que o teor da carta que enviou à INVEST TUR (“Comunicação”), que foi então divulgado ao mercado pela Companhia<sup>48</sup> (“Comunicado ao Mercado”), aliado ao contexto em que se deu tal divulgação, exprimia rigorosamente a realidade dos interesses e expectativas da LLC naquele momento e refletiam substancialmente os termos da Primeira Proposta (fls. 805-806). Para a defesa, naquele momento havia “uma intenção de investimento”, não tendo sido sequer concretizada a apresentação da Primeira Proposta.

131. Quanto a isso, entendo que a argumentação da defesa merece reparos.

---

<sup>47</sup> Conforme vigente à época dos fatos: Art. 12. Os acionistas controladores, diretos ou indiretos, e os acionistas que elegerem membros do conselho de administração ou do conselho fiscal, bem como qualquer pessoa natural ou jurídica, ou grupo de pessoas, agindo em conjunto ou representando um mesmo interesse, que realizarem negociações relevantes deverão enviar à companhia as seguintes informações: (...) II – objetivo da participação e quantidade visada, contendo, se for o caso, declaração de que os negócios não objetivam alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa da sociedade; (...) § 5º Nos casos em que a aquisição resulte ou que tenha sido efetuada com o objetivo de alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa da sociedade, bem como nos casos em que a aquisição gere a obrigação de realização de oferta pública, nos termos da regulamentação aplicável, o adquirente deve, ainda, promover a divulgação, no mínimo, pelos mesmos canais de comunicação habitualmente adotados pela companhia, nos termos do art. 3º, § 4º, de aviso contendo as informações previstas nos incisos (...) deste artigo.

<sup>48</sup> Em 27.10.2008, a INVEST TUR divulgou comunicado ao mercado informando que LLC havia adquirido aproximadamente 6,07% de seu capital social (fls. 09).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

132. Para fins do cumprimento da obrigação informacional prevista pelo art. 12 da ICVM nº 358/02, o que se exige é que o adquirente informe em sua comunicação o objetivo almejado com a aquisição de participação relevante e indique a quantidade visada, incluindo, se for o caso, “*declaração de que os negócios **não** objetivam alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa da sociedade*”.

133. O referido comando normativo está diretamente relacionado ao plano subjetivo do adquirente, não demandando qualquer referência ao efetivo alcance do objetivo almejado. Assim já entendeu o Colegiado da CVM, no julgamento do PAS CVM nº RJ2014/8013, nos termos do voto do Diretor Relator Gustavo Gonzalez, *in verbis*:

156. O ‘objetivo de alterar’ não se confunde com a efetiva ‘alteração’. Em primeiro lugar, por uma **questão temporal. O que se divulga é a intenção, que logicamente, antecede à alteração.** O fato de o inciso II fazer também referência à ‘quantidade visada’ é outro elemento que indica a natureza prospectiva da informação. Ademais, o §5º do mesmo artigo 12 claramente distingue o resultado do **objetivo.** Esse último **se associa ao desejo, ao plano, à intenção. O fato dessa vir ou não a resultar em uma alteração efetiva é, portanto, indiferente para a obrigação de divulgar aqui examinada.**

157. Resta claro, destarte, que a interpretação do artigo 12, II, da Instrução CVM nº 358/02 defendida pela defesa é incompatível com o objetivo e com o texto da norma, pois acaba vinculando a obrigação de divulgação ao atingimento de um resultado, enquanto **a informação que deve ser divulgada se refere ao objetivo visado com aquela participação relevante, independentemente de qualquer outra medida concreta visando a alcançar os objetivos porventura visados.** (...)

159. (...) Assim, havendo o objetivo, esse deve ser divulgado, independente da forma pela qual o detentor da participação relevante pretende atingi-lo – se através de acordo com os administradores ou com outros acionistas relevantes, ou sozinho, mediante o uso das prerrogativas previstas na lei. (grifou-se)

134. A informação a ser divulgada, portanto, diz respeito ao objetivo visado (no caso, a intenção da LLC), independentemente dos desdobramentos e do resultado das tratativas que teriam de ser travadas com a INVEST TUR.

135. O mencionado art. 12, além de ter como objetivo assegurar ao mercado informações adequadas sobre as participações relevantes, tem, também, o condão de revelar ao mercado possíveis alterações na estrutura de poder ou na estrutura administrativa das companhias abertas e as tendências na negociação das ações que possam sinalizar uma mudança de percepção dos investidores sobre a companhia<sup>49</sup>.

<sup>49</sup> Vide entendimento manifestado no julgamento do PAS nº 08/2009, em 28.04.2015.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

136. Segundo o Comunicado ao Mercado, a LLC informou que, na data das Aquisições, (i) seu objetivo era de “*investimento e não objetivava alterar a composição do controle da Companhia*”; e (ii) a LAHOTELS “*não descarta a possibilidade de vir a aumentar a sua participação no capital social da Invest Tur e de vir a participar de sua administração ou de vir a reduzir o seu investimento na Invest Tur*” (grifou-se).

137. Nessa segunda parte, a LLC pode até ter dito mais do que o que era usual à época em comunicados da espécie, como alega a defesa, e pode até ser que o mercado, considerando o contexto em que se deu a divulgação de tais afirmativas pela INVEST TUR, tenha conseguido fazer uma leitura das intenções ali implícitas, ao aventar os diversos desdobramentos possíveis: aumento de participação, participação na administração ou desinvestimento, que dependeriam das negociações posteriores.

138. Mas estou convencida de que, quanto às intenções propriamente ditas da LLC, o intervalo de poucos dias entre (i) a data das Aquisições (20.10.2008) e da Comunicação (23.10.2008)/Comunicado ao Mercado (27.10.2008); e (ii) a data da apresentação da Primeira Proposta (28.10.2008), é curto o suficiente para que, aliado à fundamentação econômica apresentada pelas defesas para justificar as Aquisições, se possa concluir que o objetivo da LLC, naquela primeira data, já incluía ao menos o propósito de alterar a estrutura administrativa da INVEST TUR no âmbito da Incorporação, como disposto na Primeira Proposta.

139. Veja-se que, de fato, a Primeira Proposta não contemplava aquisição de controle majoritário da INVEST TUR (como passou a estar previsto na Segunda e na Terceira Propostas). Mas a Primeira Proposta já dizia expressamente que “[a]pós a incorporação da LAHotels e conclusão da transação (...) proposta, será necessário (sic) uma **reestruturação da estrutura administrativa de ambas as companhias frente ao novo plano de negócios**” (fls. 259 - grifei).

140. Além disso, sinalizava o interesse em manter o Presidente do CA e o Diretor presidente da INVEST TUR, por um prazo mínimo de 12 meses, na qualidade respectivamente, de Co-Presidente do CA e de Co-Presidente na “nova companhia”, para “facilitar a transição da empresa para a sua nova estratégia” (fls. 260), sendo certo que objetivava então participação na co-gestão.

141. Diante disso, a meu juízo, restou evidenciado o objetivo da LLC de alterar a estrutura administrativa da sociedade, ainda que essa intenção pudesse não se concretizar. Da forma como constou da Comunicação, a LLC deu a entender (ao dizer apenas que “não descartava” nenhum dos três cenários que descreveu) que, a partir do investimento feito, ainda não tinha a intenção de perseguir especificamente algum daqueles objetivos. A meu ver, o tratamento dado à informação foi inadequado frente aos reais objetivos da LLC e o teor da Comunicação foi insuficiente para sinalizá-los corretamente ao mercado.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

142. Por isso e, ainda, reconhecendo que o objetivo de assumir o controle majoritário da INVEST TUR não constou da Primeira Proposta, voto pela responsabilização da LLC por não ter feito constar da Comunicação, de forma adequada, sua intenção de alterar a estrutura administrativa da INVEST TUR, em infração ao disposto no art. 12 da ICVM nº 358/02.

143. Também reconheço, entretanto, que a LLC revelou mais do que o simples interesse de investimento, mostrando que buscou, de certa forma, cumprir o que lhe cabia, esclarecendo ao mercado que não era um simples investidor passivo, uma vez que não descartava vir a participar da administração, o que levo em consideração na dosimetria da pena.

144. Passo, então, a enfrentar as acusações feitas ao FUNDO.

145. Considerando que a LLC e o FUNDO realizaram as Aquisições em conjunto e representando um mesmo interesse, a Acusação responsabilizou o FUNDO por não ter feito qualquer comunicação à INVEST TUR acerca da aquisição de participação relevante em conjunto com a LLC, e, conseqüentemente, por ter deixado de informar os seus objetivos em relação à companhia (fls. 649).

146. A defesa argumentou que a Comunicação da LLC já identificava a participação total adquirida pela LLC e pelo FUNDO e que, assim, a INVEST TUR e o mercado foram devidamente informados do bloco de ações adquiridas em conjunto e não houve qualquer prejuízo informacional por não ter sido o FUNDO expressamente referido (fls. 735).

147. Entendo que a segunda irregularidade atribuída ao FUNDO (i.e. não ter revelado os objetivos) está, em realidade, indissociavelmente contida na primeira (i.e. não ter feito qualquer comunicação), razão pela qual as analiso em conjunto.

148. Concordo com a Acusação quando afirma que a LLC e o FUNDO representavam um mesmo interesse, pois, como já dito, eram veículos de investimento do Grupo GP e tudo indica que o FUNDO investiu *pari passu* com a LLC, tendo sido a ele oferecida a mesma oportunidade de investimento identificada para a LLC.

149. Idealmente, a Comunicação deveria ter explicitado a parcela adquirida pelo FUNDO (que representava 0,17% do capital social da INVEST TUR)<sup>50</sup>. Na prática, apesar da ausência da menção expressa, foi reportada a participação adquirida de forma consolidada (que representava 6,07% do capital social da INVEST TUR).

---

<sup>50</sup> Em geral, a comunicação sobre a aquisição de participação relevante por um grupo de pessoas representando um mesmo interesse não é feita de forma individualizada, mas sim em conjunto ou sob a condução de um maior interessado.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

150. Noto que a participação adquirida pelo FUNDO, além de diminuta, não foi o gatilho que disparou a obrigação informacional prevista no art. 12, uma vez que, sozinha, a LLC adquiriu mais do que 5% do capital social da INVEST TUR.

151. Ora, a lógica por traz da regra trazida pelo art. 12 é, de um lado, prover ao mercado informações sobre a distribuição dos direitos políticos entre os acionistas, permitindo que sejam identificados os acionistas ou grupos de acionistas capazes de influenciar a administração da companhia e de exercer determinados direitos coletivos, e, de outro lado, informar os investidores sobre a formação ou o desfazimento de blocos acionários que possam afetar a dispersão acionária e a liquidez<sup>51</sup>.

152. A meu ver, ainda que reconhecendo que a LLC e o FUNDO representavam um mesmo interesse, o fato de segregar os percentuais adquiridos pelos Acusados não teria o condão de alterar a percepção dos investidores em relação à INVEST TUR, especialmente porque era a LLC quem liderava a atuação perante a companhia e era, de fato, quem detinha a participação expressiva<sup>52</sup>.

153. Por todo o exposto, entendo que a LLC tenha suprido qualquer obrigação informacional que pudesse recair sobre o FUNDO neste caso, ainda que residualmente, ao informar a posição consolidada naquele momento<sup>53</sup>.

154. Observe-se que, posteriormente, a LLC veio a retificar o comunicado enviado à INVEST TUR, informando que, em verdade, a LLC havia adquirido 5,9% do capital social da companhia, e não 6,07%, como havia sido informado<sup>54</sup>. Essa informação foi objeto de novo comunicado ao mercado divulgado pela INVEST TUR, em novembro de 2008.

155. Entretanto, a meu ver, o referido comunicado revelou-se inócuo e não deve ser considerado fator determinante para justificar uma responsabilização do FUNDO, por dois motivos: (i) naquele momento, o mercado já estava ciente de que a LAHOTELS estava em negociações, em base de exclusividade, com a INVEST TUR, o que já havia sido objeto de fatos relevantes divulgados ao mercado; e (ii) a retificação apresentada, além de extemporânea, não

---

<sup>51</sup> Tal entendimento foi manifestado pela então diretora presidente, Maria Helena Santana, no âmbito do Processo Administrativo CVM nº RJ2011/2324, em 11 de março de 2011.

<sup>52</sup> Também nas próprias propostas de associação apresentadas à INVEST TUR, a posição consolidada da participação detida no capital da INVEST TUR era informada como de titularidade da LLC (sem mencionar o nome do FUNDO).

<sup>53</sup> Observe-se que, posteriormente, a LLC veio a retificar o comunicado enviado à INVEST TUR, informando que, em verdade, a LLC havia adquirido 5,9% do capital social da companhia, e não 6,07%, como havia informado. Essa informação foi objeto de comunicado ao mercado divulgado pela INVEST TUR, em novembro de 2008. Não me parece que isso tenha o condão de alterar o entendimento acima.

<sup>54</sup> A LLC enviou nova carta à INVEST TUR, datada de 13.11.2008, corrigindo a quantidade de ações da companhia constantes de sua carteira. Segundo a LLC, esta possuía 5,9% do capital social da INVEST TUR e não 6,07%, conforme informado anteriormente, em 23.10.2008 (fls. 520).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

tinha materialidade, pois a participação anteriormente informada teve redução de apenas 0,17%, inábil a provocar, naquelas circunstâncias específicas, uma mudança de percepção do mercado acerca dos fatos.

156. Por essas razões, afasto a responsabilidade do FUNDO quanto à infração por descumprimento do art. 12 da Instrução CVM nº 358/02.

### V. CONCLUSÃO E PENALIDADES

157. Por todo o exposto, com fundamento no artigo 11 da Lei nº 6.385/76, voto:

- i. Pela absolvição de **Latin America Hotels, LLC** e de **GPCP4 Fundo de Investimentos em Participações Multiestratégia** da acusação de infração ao disposto no art. 116, parágrafo único c/c art. 155, §4º, ambos da Lei nº 6.404/76;
- ii. Pela condenação de **Latin America Hotels, LLC**, à pena de advertência, por infração ao disposto no art. 12 da Instrução CVM nº 358/02, ao não fazer constar da comunicação acerca da aquisição de participação relevante sua intenção de alterar a estrutura administrativa da INVEST TUR; e
- iii. Pela absolvição de **GPCP4 Fundo de Investimentos em Participações Multiestratégia** da acusação de infração ao disposto no art. 12 da Instrução CVM nº 358/02.

158. Por fim, proponho comunicar o resultado deste julgamento ao Ministério Público Federal no Estado de São Paulo, em complemento à comunicação feita anteriormente.

É como voto.

Rio de Janeiro, 04 de junho de 2019.

Flávia Sant'Anna Perlingeiro

Diretora Relatora