



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 19957.004679/2016-19**

Reg. Col. nº 0511/16

<b>Acusados:</b>	Márcio de Paula das Oliveiras
<b>Assunto:</b>	Apurar eventual responsabilidade pelo uso de práticas não equitativas no mercado de capitais, em infração ao disposto no item I da Instrução CVM nº 08/79, conforme descrito no inciso II, “d”, da mesma instrução.
<b>Diretor Relator:</b>	Henrique Machado

**VOTO**

1. Trata-se de processo administrativo sancionador instaurado pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (“SMI”, “Acusação” ou “área técnica”) em face de Márcio de Paula das Oliveiras (“Márcio de Paula” ou “Acusado”), por eventual uso de práticas não equitativas no mercado de capitais, em infração ao disposto no item I da Instrução CVM nº 08/79 e descrita em seu item II, alínea “d”<sup>1</sup>.
2. Como visto no relatório, a SMI acusou Márcio de Paula por realizar operações com opções de ações tendo como contraparte o Totem Fundo de Investimento Multimercado (“Totem FIM” ou “Fundo”), nas quais obteve elevado índice de sucesso.
3. Como resultado dessas operações, ocorridas entre 01.01.13 a 23.10.14, o Acusado teria tido um lucro bruto de R\$89.747,00, a valores da época, contra um prejuízo bruto do Totem FIM de R\$92.036,00.

---

<sup>1</sup> I - É vedada aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários, a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a manipulação de preço, a realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não equitativas.

II - Para os efeitos desta Instrução conceitua-se como: (...)

d) prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, aquela de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação. negociações pelas quais seus participantes ou intermediários, por ação ou omissão dolosa provocarem, direta ou indiretamente, alterações no fluxo de ordens de compra ou venda 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)

4. Conforme demonstrado pela Acusação, Márcio de Paula operou em seu nome e em nome de sua mãe, E.P.S.O., sempre se utilizando da mesma estratégia: colocava ofertas de compra, em seu nome ou de sua mãe, de opções de ações de baixíssima liquidez (por estarem fora do preço ou com data de vencimento muito distante) e, alguns segundos depois, colocava uma ordem de venda em nome do Totem FIM. Logo depois, Márcio vendia a opção recém-comprada novamente para o Totem FIM a um valor superior àquele pelo qual a comprara minutos antes. As operações lucrativas eram, portanto, todas abertas e encerradas no mesmo dia (*day trade*).

5. Desse modo, o Acusado lucrava com a diferença entre o valor pago na compra da opção do Fundo e o da venda, minutos depois, para o mesmo fundo, a um preço superior.

6. A escolha de opções de ações com pouquíssima liquidez permitia que, durante o intervalo entre a colocação da ordem em seu nome e o “casamento” da ordem em nome do Fundo não houvesse interferência de quaisquer outros *players* do mercado, de forma que havia praticamente certeza que a contraparte de suas operações seria o Totem FIM.

7. Pode-se dizer que o Acusado praticava uma variação do que se convencionou chamar de “operações com seguro”<sup>2</sup>, ou seja, operações com valores mobiliários nas quais o investidor tem quase absoluta certeza que sairá em vantagem em relação a outro *player* de mercado, que arca com os prejuízos.

8. A Acusação comprova que, utilizando-se de tal estratégia, Márcio de Paula obteve índice de sucesso de 95,5% nas operações de *day trade* com opções de ações que realizou em seu nome, com um lucro bruto de R\$71.143,00<sup>3</sup>.

9. Quando operando em nome de sua mãe, a taxa de sucesso em operações *day trade* com opções de ações foi de 100%, resultando em lucro bruto de R\$18.604,00<sup>4</sup>.

10. Tal taxa de sucesso em um universo de 114 operações<sup>5</sup> com ativos voláteis como opções de ações é impraticável caso não se lance mão de algum artifício que coloque o investidor em posição de desigualdade em face de suas contrapartes.

11. No caso concreto, tão importante quanto a taxa de sucesso foi a concentração da contraparte com quem o Acusado negociou. Tal concentração foi, inclusive, a peculiaridade que

---

<sup>2</sup> PAS CVM nº 20/2005, Rel. Dir. Eli Loria, julg. em 12.04.2011; PAS CVM nº 13/05, Rel. Dir. Otávio Yazbek, julg. em 25.06.2012; PAS CVM nº 21/2006, Rel. Dir. Ana Novaes, julg. em 07.08.2012; PAS CVM nº 08/2004, Rel. Dir. Luciana Dias, julg. em 06.12.2012; PAS CVM nº 30/2005, Rel. Dir. Roberto Tadeu, julg. em 11.12.2012; PAS CVM nº 01/2010, Rel. Dir. Roberto Tadeu, julg. em 09.07.2013; PAS CVM nº SP2007/140, Rel. Dir. Otávio Yazbek, julg. em 15.10.2013; PAS CVM nº SP2010/178, Rel. Dir. Roberto Tadeu, julg. em 25.03.2014; PAS CVM nº 04/2010, Rel. Dir. Ana Novaes, julg. em 23.09.2014; e PAS CVM nº RJ2016/1465, Rel. Dir. Gustavo Gonzalez, julg. em 15.05.2018.

<sup>3</sup> Conforme item 95 do Termo de Acusação (doc. SEI nº 0177015).

<sup>4</sup> Idem.

<sup>5</sup> 89 operações em nome próprio e 25 em nome de sua mãe, E.P.S.O.



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)

chamou a atenção da BM&FBovespa Supervisão de Mercados (“BSM”) para as operações de Márcio de Paula, uma vez que, no período analisado pelo autorregulador<sup>6</sup>, 89% dos negócios realizados por Márcio no ambiente da BM&FBovespa tiveram o Totem FIM como contraparte.

12. Junte-se a esses indícios o fato de que o acusado trabalhava, durante o período em questão, na gestora do fundo prejudicado, seja como empregado formal ou como colaborador informal<sup>7</sup>, e, embora não fosse formalmente autorizado a executar operações em nome dos fundos sob gestão da Totem Investimentos, é incontroverso que tinha acesso às ordens e ao sistema de colocação de ordens e eventualmente colocava ordens em nome do fundo a pedido de seus gestores, como afirmado pela Totem Investimentos, por F.S.S., sócio diretor da Totem à época, e pelo próprio acusado<sup>8</sup>.

13. A Acusação, ao analisar as operações de Márcio de Paula e de sua mãe no período de 01.01.13 e 23.10.14 e cruzá-las com os dados de mercado para os ativos negociados, foi capaz de comprovar que as séries de opções escolhidas pelo Acusado para suas operações possuíam liquidez muito inferior às séries mais negociadas – lastreadas nos mesmos ativos subjacentes –, em proporções que variavam de 7.457 a 6 (seis) negócios (PETRJ19 versus PETRL15, esta negociada por Márcio)<sup>9</sup> e 8.215 a 18 (dezoito) negócios (VALEK33 versus VALEA31, esta negociada por Márcio)<sup>10</sup>.

14. Além disso, e tão importante quanto, a SMI verificou que as variações de preço das opções de ações negociadas pelo Acusado (consequência de suas operações irregulares) não possuíam relação com a variação de preço do ativo subjacente nos mesmos pregões e horários em que ele as negociou.

15. Em seu depoimento telefônico, Márcio afirmou que negociava com opções das ações de Petrobrás e Vale porque seriam as que *“mais têm mercado, porque as outras praticamente não têm liquides, essas coisas, entendeu?”* e que a importância da liquidez seria *“porque se eu precisar vender eu tenho quem comprar, entendeu? Praticamente isso.”*<sup>11</sup>. Como a Acusação logrou demonstrar, as operações efetivamente realizadas por Márcio contradizem frontalmente essas afirmações.

<sup>6</sup> 03.01.14 a 23.10.14 (Doc. SEI 0130201).

<sup>7</sup> Conforme esclarecimentos prestados à CVM pelo próprio Acusado durante a etapa investigativa (Doc. SEI 0130438).

<sup>8</sup> Docs. SEI 0130242, 0130501 e 0131110, respectivamente.

<sup>9</sup> Pregão de 18.10.13.

<sup>10</sup> Pregão de 23.10.13.

<sup>11</sup> Item 42 do termo de acusação (Doc. SEI 0177015).



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)

16. Além disso, Márcio não demonstrou, na mesma entrevista telefônica<sup>12</sup>, possuir experiência no mercado ou seguir qualquer método que pudesse lhe fornecer os consistentes resultados positivos obtidos, como se verifica nos excertos abaixo reproduzidos:

*“Eu costumava operar, assim, de maneira aleatória. O que tivesse no dia ... o mercado tivesse apontando, entendeu?”* (aos 21m46s de gravação).

*“Assim, eu fui aprendendo em palestras, essas coisas, entendeu, mas não ... é ... no mercado, assim ... eu tive informações desse site Infomoney que eu passava sempre vendo as notícias, essas coisas...”* (aos 22m10s de gravação).

*“Pra mim só existia opções das grandes empresas, entendeu, das outras pequenas empresas eu nunca vi, entendeu, não acompanho, pelo menos. Porque todas as vezes que eu ia para palestras, essas coisas, de mercado variável ou então de mercado de títulos públicos, eles sempre falavam muito, quando eles davam exemplo de financiamento, essas coisas, eles sempre falavam das ações e opções de grandes empresas, mas as pequenas nunca operei, não”* (aos 22m46s de gravação).

17. A ICVM nº 8/79 veda o uso, por qualquer participante do mercado de valores mobiliários, de prática não equitativa de negociação e define tal prática como *“aquela de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação”* (incisos I e II, “d”).

18. Verifica-se que o estratagema utilizado por Márcio de Paula colocava, sem sombra de dúvidas, o Totem FIM *“em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação”*, uma vez que, por possuir ingerência nas ofertas de compra e venda (em ambas as pontas) e por operar em mercados ilíquidos, ele garantia que o Fundo sempre seria prejudicado nas operações das quais era contraparte.

19. As operações em que não obteve sucesso provavelmente foram decorrentes, como alerta a Acusação, da intervenção “indevida” de outros participantes do mercado, pois, embora as séries escolhidas para negociação possuíssem baixíssima liquidez, não deixavam de ter, durante o pregão, alguns negócios além daqueles realizados por Márcio.

20. Importante observar que o presente caso se diferencia parcialmente dos casos de “operações com seguros” reiteradamente julgados por esta CVM. No presente caso, como Márcio de Paula possuía autonomia para colocar ofertas de compra e venda nas duas pontas, não se fazia necessária a interferência de outros participantes para o sucesso de sua estratégia.

---

<sup>12</sup> Doc. SEI 0131110.



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)

21. Quanto à caracterização do uso de práticas não equitativas, este Colegiado já se manifestou no sentido de que não existe um conjunto pré-definido de elementos que devem necessariamente estar presentes para que se caracterize tal irregularidade, sendo necessária a análise das especificidades de cada caso concreto<sup>13</sup>, como faço no presente voto.

22. Assim, diante i) da incapacidade do Acusado de justificar a realização de operações com opções de ações de baixíssima liquidez; ii) do fato de que a totalidade das operações *day trade* com opções em que obteve lucro terem como contraparte um dos fundos geridos pela empresa em que trabalhava (Totem FIM); iii) do estatisticamente improvável índice de acertos obtidos com essas operações, especialmente por alguém com pouca experiência e sem métodos consistentes de investimento, não me resta dúvida que Márcio de Paula atuou, em nome próprio e em nome de sua mãe, de forma dolosa, em posição de desequilíbrio perante os demais participantes do mercado, o que lhe gerou lucro indevido de R\$89.747,00 entre 01.01.13 a 23.10.14.

23. Por todo exposto, com fundamento no art. 11, II, da Lei nº 6.385/76, com redação anterior a edição da Lei nº 13.506, de 13 de novembro de 2017, considerando, de um lado, a gravidade da conduta praticada pelo acusado, que agiu de maneira dolosa e de forma reiterada, e os ganhos obtidos, e, de outro, seus bons antecedentes, voto **pela condenação de Márcio de Paula das Oliveiras à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 228.495,86 (duzentos e vinte e oito mil, quatrocentos e noventa e cinco reais e oitenta e seis centavos)**, correspondente a duas vezes o ganho econômico obtido (R\$89.747,00), atualizado pelo IPC-A<sup>14</sup>, pelo uso de práticas não equitativas no mercado de valores mobiliários no período de 01.01.13 a 23.10.14, em infração aos incisos I e II, “d” da ICVM nº 08/79.

É o voto.

Rio de Janeiro, 13 de novembro de 2018.

**HENRIQUE BALDUINO MACHADO MOREIRA**  
DIRETOR RELATOR

---

<sup>13</sup> Diretora Relatora Ana Novaes, no âmbito do PAS CVM nº 21/06, julgado em 07.08.2012: “a atuação de cada acusado, em cada situação apresentada, deve ser avaliada autonomamente, de acordo com as peculiaridades das provas e indícios que lhes afetam – somadas, é claro, àquilo que é exposto nas defesas. Além disso, mais do que parâmetros pré-definidos, este Colegiado já consolidou reiteradas vezes ‘o entendimento de que a presença de indícios variados e convergentes é suficiente para a formulação de uma peça acusatória e, eventualmente, de uma condenação’ (outra passagem do voto do diretor Otávio Yazbek para o caso ‘Prece’)”, citada por Diretor Gustavo Borba, no âmbito do PAS CVM nº 06/2012, julgado em 20/08/2018.

<sup>14</sup> R\$114.247,93 = R\$89.747,00 corrigidos de outubro de 2014 a setembro de 2018, utilizando-se a ferramenta “Calculadora do Cidadão” disponível no *website* do Banco Central do Brasil, [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br).