



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

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR Nº SP2017/315

(Processo Eletrônico SEI nº 19957.006130/2017-31)

Reg. Col. 1231/18

Acusado: Guilherme Trindade Vila

Assunto: Uso de práticas não equitativas em operações com séries de opções de ações, em conduta definida no Item II, “d”, da Instrução CVM nº 8/1979, e vedada pelo Item I da mesma Instrução.

Diretora Relatora: Flávia Perlingeiro

VOTO

I. INTRODUÇÃO

1. Trata-se de PAS¹ instaurado pela SMI em face do Acusado para apurar sua responsabilidade por alegado uso de práticas não equitativas em operações com séries de opções, realizadas entre 01.01.2013 e 30.09.2013, conduta definida nos termos do Item II, “d”, da ICVM nº 8/1979, e vedada pelo Item I da mesma Instrução.

2. Como descrito no Relatório, o presente PAS teve origem em investigação conduzida pela BSM no âmbito do PAD/BSM nº 21/2014, que resultou na condenação de R.M., funcionário da Corretora responsável por receber ordens de clientes para execução, e J.V., agente autônomo de investimento, ambos pela atuação em operações de *front running*² realizadas para favorecer, respectivamente, o Acusado e J.V., em detrimento da investidora S.B., a multas de, respectivamente, R\$150.000,00 e R\$120.000,00, pela mesma infração acima referida.

3. Com base nos documentos e informações sobre tais operações, reunidos na investigação, a área técnica concluiu que Guilherme Vila realizava, com a suporte de R.M., *day-trades* para adquirir determinados contratos de opção, utilizando-se do conhecimento prévio que R.M. tinha sobre as ofertas que viriam a ser inseridas por R.M. no sistema de negociação em nome de S.B., e, em seguida, negociava estes mesmos ativos com S.B. por um valor mais elevado.

¹ 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”).

² Uma das modalidades de práticas não equitativas conhecida como *front running* pode ser definida como as operações em que “os operadores do mercado, ao receberem ordens de compra de valores mobiliários de ponderável volume, compram antes, ‘na frente’, para si próprios ou para ‘laranjas’, e depois vendem para os clientes que lhes haviam passado tais ordens (EIZIRIK, Nelson., et al. “Mercado de Capitais – Regime jurídico”. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 553.)



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

4. A Acusação destacou, como indícios de que as ofertas de abertura e encerramento das operações *day-trade* efetuadas em nome do Acusado eram colocadas com conhecimento prévio daquelas que seriam inseridas por R.M. em nome da S.B., bem como da ciência disso pelo Acusado, (i) a amizade entre o Acusado e R.M., que era responsável por executar as ordens de S.B. na Corretora; (ii) o elevado número de negócios diretos realizados entre o Acusado e S.B.; (iii) a sincronia entre a inclusão das ordens dadas por S.B. e as ordens inversas do Acusado, que foram registradas no livro de negociação com segundos ou poucos minutos de diferença; (iv) a elevada taxa de sucesso obtida pelo Acusado em operações em que S.B. figurava como contraparte (de 92,5%), que era consideravelmente superior à taxa de sucesso obtida pelo Acusado em operações com outros comitentes durante o mesmo período (de 55,5%); (v) o fato de o lucro médio por operação realizada pelo Acusado com S.B. (de R\$2.384,27 por operação) ser substancialmente maior do que o lucro médio por operação entre o Acusado e outros comitentes (R\$365,00); e (vi) a confissão do Acusado, em seu depoimento, de que tinha ciência dos negócios diretos realizados em detrimento de S.B.

5. Em sua Defesa, o Acusado não refutou, propriamente, os vícios identificados pela SMI que o colocaram em posição “*de desequilíbrio ou desigualdade*” em relação a S.B. nos negócios analisados. Os argumentos de defesa apresentados por Guilherme Vila buscaram, a princípio, afastar sua responsabilidade pelas operações ilícitas praticadas em seu nome. Nesse sentido, alegou que: (i) não é amigo de R.M.; (ii) as operações tidas como ilícitas pela Acusação foram orquestradas exclusivamente por R.M. e eram, portanto, de sua exclusiva responsabilidade; e (iii) não aferiu lucro com as operações, tendo em vista que repassou todos os proventos a R.M.

II. MÉRITO

6. Como detalhado no Relatório, trata-se de acusação pelo uso de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, definida e vedada nos termos da ICVM nº 8/1979, em textual:

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. (grifos adotados)



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

7. Consoante assentado em diversos precedentes do Colegiado, o tipo administrativo de que se trata pode ser decomposto em três elementos necessários à sua configuração³: (i) a ocorrência de negociações com valores mobiliários; (ii) uma posição de desequilíbrio ou desigualdade para qualquer das partes, direta ou indireta, efetiva ou potencial; e (iii) que o desequilíbrio existente seja indevido, leia-se, ilegal⁴. Destaque-se, ainda, no aspecto subjetivo, tratar-se de conduta dolosa, como se afigura quanto a todas as infrações previstas na ICVM nº 8/1979⁵⁻⁶.

8. No presente caso, entendo que a SMI teve êxito ao reunir um conjunto de indícios veementes e convergentes que demonstram que o Acusado se valeu de práticas não equitativas, em infração ao disposto na ICVM nº 8/1979. Nesse sentido, estou convencida que o Acusado, em atuação concertada com R.M., tendo informação sobre os negócios com valores mobiliários que seriam realizados por S.B., antecipava-se à inserção das ordens de S.B. no sistema de negociação, adquirindo o valor mobiliário visado para, em seguida, vendê-lo à S.B., auferindo lucros.

9. Como descrito no Relatório, o Acusado não questionou o embasamento jurídico apresentado pela SMI, mas refutou as conclusões da área técnica com base nos argumentos resumidos abaixo, que são seguidos das razões pelas quais entendo que devem ser afastados.

II.1 Contestação quanto à proximidade entre o Acusado e R.M.

10. O Acusado busca invalidar os indícios reunidos pela SMI ao contestar a afirmação feita no Termo de Acusação de que ele e R.M. eram amigos. Quanto a este ponto, a meu ver, as gravações das conversas mantidas entre Guilherme Vila e R.M. demonstram certa intimidade entre os dois. Além do episódio narrado no Termo de Acusação (em que o Acusado levou R.M. ao hospital após ambos terem se encontrado na casa de um amigo), nas conversas, R.M. lembrou com o Acusado o apelido de outro amigo em comum⁷, bem como cogitou irem juntos a uma festa sertaneja⁸. Em seu depoimento, o Acusado afirma, inclusive, que se considera amigo de R.M. Diante dessas evidências, entendo ter razão a SMI quando conclui que o Acusado e R.M. eram, de fato, amigos.

³ v. referências no julgamento do PAS CVM nº 03/2015, em 22.09.2020, de minha relatoria.

⁴ PAS CVM nº 04/2010, j. em 23.11.2014, Diretora Relatora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes.

⁵ Consoante explícita a manifestação de voto do conselheiro Johan Albino Ribeiro, no Acórdão CRSFN nº 8381/08, referente ao Recurso CRSFN 4321, j. em 23.06.2008: “Não restou qualquer dúvida de que tanto a CVM, como este Conselho reconheceram neste, e em outros julgamentos, que as figuras ilícitas previstas na Instrução CVM nº. 08/79 requerem a constatação do dolo. Todas as condutas ali previstas estão marcadas por verbos que indicam ações de vontade: criar, manipular, realizar e usar, portanto, com componente volitivo indiscutível”.

⁶ Há também precedentes em que tais aspectos são listados como quatro requisitos. v. p.ex., o seguinte trecho do voto do Dir. Relator Pedro Olivia Marcilio de Souza no PAS CVM nº 28/05, j. em 03.07.2007: “(i) negociação no âmbito do mercado de valores mobiliários; (ii) tratamento que coloque qualquer das partes da operação em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais; (iii) dolo específico de auferir proveito da situação; e (iv) ocorrência de resultado, que pode ser direto ou indireto, consistente no desequilíbrio para uma das partes.”

⁷ Doc. SEI 0309642. Gravação do dia 14.05.2013, 13m40s, file 20130514-01634134418-13685360364480.mp3

⁸ Doc. SEI 0309642. Gravação do dia 12.09.2013, 00m20s, file 20130912-01634134423-137901491221629.mp3



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

11. De todo modo, ainda que não fosse esse o caso e que o Acusado tivesse comprovado que não era amigo de R.M., entendo que a descaracterização deste vínculo de proximidade não seria suficiente para afastar os demais elementos de prova apresentados pela SMI. Note-se que prevalece em nosso direito o princípio do livre convencimento motivado do julgador, que pode ser formado *“com base em um conjunto de indícios robustos e convergentes, sopesando, ainda, eventuais contra indícios existentes, a partir de uma análise casuística das circunstâncias e do contexto específico em que ocorreram os fatos”*⁹.

12. A proximidade entre o Acusado e R.M., embora ajude a explicar o *modus operandi* descrito pela Acusação, não é o único elemento a amparar os argumentos da SMI. Como visto, os negócios investigados pela SMI foram cercados por circunstâncias atípicas e apresentaram taxa de sucesso, lucro e *timing* suspeitos. Adicionalmente, em seu depoimento, o Acusado afirma que tinha conhecimento da estratégia (ilícita) empregada nos negócios diretos investigados. O conjunto dos demais indícios reunidos pela SMI, somado à confissão parcial do investigado, a meu ver já seriam suficientes para decidir-se pela condenação do Acusado¹⁰.

13. Ademais, não é requisito para que se configure a prática do referido ilícito a existência de prévio relacionamento entre os comitentes e/ou operadores envolvidos nos negócios, sendo suficiente a comprovação de que a parte infratora *“se antecip[ou] a uma operação que está para ser realizada, aproveitando-se dos movimentos de mercado dela decorrentes”*¹¹, como, a meu ver, restou comprovado no presente caso.

II.2 Contestação quanto à autoria dos negócios irregulares

14. O Acusado aduziu não ser responsável pelas ordens que resultaram nos negócios viciados, pois *“todas as operações tidas como suspeitas pela CVM, foram de exclusiva responsabilidade de [R.M.], pessoa responsável por procurar o petionário para realizar as transações”*.

15. O Acusado não chegou a explicar em detalhe porque tal afirmação teria o condão de afastar a sua responsabilidade, na qualidade de comitente, pelas ordens inseridas em seu nome por R.M.

16. Certamente não pretendeu o Acusado afirmar que não tinha conhecimento das ordens. Essa linha de defesa não encontraria eco nas demais informações presentes nos autos, especialmente no conteúdo das declarações dadas pelo próprio Acusado em seu depoimento, quando afirmou que sabia sim dos negócios diretos realizados entre a sua conta e a de S.B., como detalhado nos diálogos transcritos no Relatório.

⁹ Voto de minha autoria no PAS CVM nº 06/2016, j. em 03.11.2020.

¹⁰ Nesse sentido: PAS CVM nº 10/05, Diretor Relator Eli Loria, j, em 25.08.2009.

¹¹ Voto do Diretor Relator Marcos Barbosa Pinto, no PAS CVM nº 15/04, j. em 04.08.2009.



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

17. Parece-me que o Acusado tentou construir o argumento no sentido de que, como, segundo alega, a arquitetura das operações teria partido de R.M. e não foi o Acusado quem inseriu as ordens no sistema ou atuou diretamente para a conclusão das operações irregulares e os resultados teriam sido supostamente repassados a R.M., não restaria configurado dolo ou intenção do Acusado de auferir proveito da situação. Essa linha de argumentação, porém, também não merece ser acolhida.

18. O Acusado reconheceu que não ignorava as operações realizadas em seu nome e estava em pleno gozo de suas faculdades¹², não tendo sequer sido induzido em erro quanto à ilicitude.

19. Ademais, ainda que a configuração de prática não equitativa tenha como premissa “*o dolo específico do agente*”, este Colegiado já se posicionou no sentido de admitir que aqueles que concorrem “*efetiva e concretamente para a consumação da prática ilícita, [provendo] os meios necessários para obter vantagens indevidas em detrimento dos demais participantes da operação*”¹³ também podem ser responsabilizados pela prática do ilícito.

20. E não poderia ser diferente. Afinal, o objetivo da regra prevista nos itens I e II, alínea “d”, da ICVM nº 8/1979, não é apenas punir quem realiza e se beneficia desse tipo de operação, mas também deve se ter em conta que “*o bem tutelado, nesse caso, é a própria credibilidade do mercado de capitais, que é posta em risco por qualquer prática não-equitativa*”. Como o Acusado admite que tinha, à época, conhecimento de operações irregulares executadas em seu nome, o fato de ter permitido que fossem assim realizadas já seria, a meu ver, suficiente para condená-lo por ter concorrido na prática da infração, havendo clara ofensa ao bem jurídico tutelado pela norma.

II.3 Contestação quanto à ausência de benefício financeiro

21. Por fim, o Acusado afirmou que não se beneficiou financeiramente das operações descritas pela SMI no Termo de Acusação. Segundo alegado, “*conforme se denota dos extratos bancários, Guilherme [Vila] não auferiu lucro com as operações exclusivamente realizadas por [R.M.] Repita-se, não houve divisão de valores com Guilherme [Vila], todos os lucros decorrentes de eventual transação ilícita foram destinados exclusivamente ao [R.M.]*”.

22. De um lado, a SMI demonstrou que o Acusado era titular da conta utilizada para as operações ilícitas objeto do presente PAS. A decorrência lógica desta constatação é a de que os lucros auferidos em razão de tais negócios foram atribuídos a ele, como cliente titular da conta.

23. Por outro lado, o Acusado asseverou que o montante auferido com as referidas operações foi transferido para a conta de R.M. Entretanto, nem os extratos bancários mencionados pelo

¹² Voto do Dir. Relator Wladimir Castelo Branco Castro no Inquérito Administrativo CVM nº 06/94, j. em 21.03.2002.

¹³ Voto do Dir. Relator Pablo Renteria no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2012/13605, j. em 23.08.2016.



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

Acusado em sua Defesa nem quaisquer outros documentos nesse sentido foram apresentados.

24. Não há, portanto, comprovação nos autos do quanto alegado pelo Acusado com relação à transferência para R.M. dos lucros obtidos em decorrência das operações realizadas por meio da conta do Acusado.

25. De todo modo, e ainda mais importante, cabe ressaltar que mesmo que o Acusado não tivesse mantido para si o resultado positivo das operações irregulares, isso em nada descaracterizaria a ocorrência da infração. Note-se que a existência de lucro ou “*prejuízo não é elemento do tipo de prática não eqüitativa, nem de qualquer outro tipo previsto na Instrução CVM nº 08/79*”¹⁴. Assim, considero também improcedente esse argumento apresentado pela Defesa.

II.4 Operações de mesmo comitente

26. Feita a análise das questões de mérito relevantes para o presente PAS, cabe, ainda, pontuar que a SMI destacou, no Termo de Acusação, a ocorrência de algumas operações realizadas pelo Acusado em que este figurou na ponta compradora e na ponta vendedora de um mesmo negócio – operação comumente conhecida como “zé-com-zé” ou de mesmo comitente.

27. Segundo a SMI, a frequência e as circunstâncias com que tais operações ocorreram são indícios de que estes negócios teriam sido feitos de maneira proposital, para “*encerrar sua posição, evitando prejuízos de uma eventual manutenção da opção em carteira até o pregão seguinte*”. A Acusação com isso ilustrou que, em algumas situações, quando o Acusado não conseguiu “*encerrar sua posição nem contra o mercado e nem contra [a S.B.]*”, este lançou mão desse tipo de operação para evitar maiores prejuízos, fazendo, assim, parte da estratégia arquitetada com o uso de práticas não equitativas objeto da acusação. Corrobora com este entendimento o fato de a SMI não ter apresentado acusação específica em razão das operações de mesmo comitente, muito embora, a própria SMI tenha apontado a sua irregularidade.

28. O Acusado defendeu a realização das operações zé-com-zé afirmando que “*considerando a alta liquidez do mercado e a rápida movimentação dos ativos, a emissão de ordens de compra e venda é muitas vezes executada pelo mesmo investidor, o que não significa que este tenha praticado operações ilícitas com finalidade de obtenção de lucros em detrimento da [S.B.]*”.

29. Nesse contexto, entendo que, à luz da acusação formulada, não cabe analisar separadamente essas operações de mesmo comitente, até porque restou evidente pelos elementos trazidos aos autos que não se estava a cuidar de uma mera coincidência de partes nas pontas das referidas operações, como pretendeu fazer crer o Acusado com a alegação acima referida.

¹⁴ Voto do Dir. Relator Wladimir Castelo Branco Castro no PAS CVM nº 04/00, j. em 17.02.2005.



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

III. CONCLUSÃO E DOSIMETRIA

30. Por todo o exposto, concluo que o Acusado deve ser responsabilizado pelo uso de práticas não equitativas em operações com séries de opções de ações, em conduta definida no Item II, “d”, e vedada pelo Item I, da ICVM nº 8/1979; infração essa de natureza grave, nos termos do Item III¹⁵ da mesma Instrução.

31. Passo, assim, à dosimetria da pena.

32. Cabe registrar que o Acusado não teve êxito em comprovar que (i) não obteve vantagem financeira com a execução dos negócios; e (ii) que não teve qualquer responsabilidade pela inserção das ordens ou estruturação das operações irregulares realizadas em seu nome.

33. Por outro lado, devem ser também observados os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, assim como, na dosimetria da pena, levo em conta, como circunstância atenuante, os bons antecedentes do Acusado perante a CVM.

34. Nesses termos, voto pela condenação do Acusado à penalidade de multa pecuniária equivalente a duas vezes o valor da vantagem econômica obtida, atualizada monetariamente pelo IPCA de setembro de 2013 a maio de 2021¹⁶.

35. Assim, com fundamento no art. 11, inciso II, da Lei nº 6.385, de 07.12.1976, c/c o inciso I do §1º do mesmo artigo, voto pela condenação de **Guilherme Trindade Vila**, pelo uso de prática não equitativa, consoante definida no Item II, “d”, da ICVM nº 8/1979 e vedada pelo Item I da mesma Instrução, ao pagamento de multa pecuniária no valor de **R\$ 587.650,20** (quinhentos e oitenta e sete mil e seiscentos e cinquenta reais e vinte centavos).

É como voto.

Rio de Janeiro, 06 de julho de 2021.

Flávia Sant’Anna Perlingeiro

Diretora Relatora

¹⁵ III - Considera-se falta grave passível de aplicação das penalidades previstas no art. 11, Incisos I a VI da LEI Nº 6.385/76, o descumprimento das disposições constantes desta Instrução.

¹⁶ Para fins do cálculo, a vantagem econômica obtida (R\$190.742,00) foi atualizada pelo IPCA. O índice de correção monetária entre setembro de 2013 e maio de 2021 (o mais recente disponível na data do julgamento) é de 1,54043210. A correção monetária pelo IPCA está disponível no site do Banco Central do Brasil, no instrumento “calculadora do cidadão” em <https://www.bcb.gov.br/acesoinformacao/calculadoradocidadao>.