



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

EXTRATO DE SESSÃO DE JULGAMENTO

DO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM nº 10/2012

(19957.010679/2018-10)

Data do julgamento: 13/11/2018

Acusados: Vila Rica I Fundo de Investimento em Participações
Tiradentes Fundo de Investimento em Participações
Mahi Investments Limited
Marcelo Passaglia Paracchini
K.Y.W.S.P.E. Empreendimentos e Participações S.A
Juliano Leite Malara
Omar Lopes Fernandes

Ementa: Prática não equitativa no mercado de valores mobiliários na negociação de ações de emissão da Vanguarda Agro S.A. Infração ao disposto nos incisos I e II, alínea 'd', da Instrução CVM nº 08/79. Absoluções.

Decisão: Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, com base na prova dos autos e na legislação aplicável, por unanimidade de votos, com fulcro no art. 11 da Lei nº 6.385/76, decidiu **absolver** os acusados Vila Rica I Fundo de Investimento em Participações, Tiradentes Fundo de Investimento em Participações, Mahi Investments Limited, Marcelo Passaglia Paracchini, K.Y.W.S.P.E. Empreendimentos e Participações S.A, Juliano Leite Malara e Omar Lopes Fernandes da imputação de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários na negociação de ações de emissão da Vanguarda Agro S.A., em suposta infração ao disposto nos incisos I e II, alínea 'd' da Instrução CVM nº 08/79.

Presentes as advogadas *Fernanda Pereira Carneiro*, representante da Tiradentes Fundo de Investimento em Participações e Mahi Investments Limited e *Maria Isabel do Prado Bocater*, representando os acusados Juliano Leite Malara, K.Y.W.S.P.E. Empreendimentos e Participações S.A, Marcelo Passaglia Paracchini e Omar Lopes Fernandes.

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

Participaram da Sessão os Diretores Carlos Alberto Rebello Sobrinho, Gustavo Machado Gonzalez e Henrique Balduino Machado Moreira, Relator e Presidente da Sessão de Julgamento.

O Diretor Pablo Renteria declarou-se impedido de participar da Sessão de Julgamento.

Ausente o Presidente da CVM, Marcelo Barbosa.



Documento assinado eletronicamente por **Henrique Balduino Machado Moreira, Diretor**, em 05/12/2018, às 14:48, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Carlos Alberto Rebello Sobrinho, Diretor**, em 06/12/2018, às 13:20, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Gustavo Machado Gonzalez, Diretor**, em 17/12/2018, às 09:44, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **0644308** e o código CRC **A2EEBA89**.

This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0644308** and the "Código CRC" **A2EEBA89**.



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 CVM Nº 10/2012

Reg. Col. 9575/15

- Acusados:** Vila Rica I Fundo de Investimento em Participações
Tiradentes Fundo de Investimento em Participações
Mahi Investments Limited
Marcelo Passaglia Paracchini
K.Y.W. S.P.E Empreendimentos e Participações S.A.
Juliano Leite Malara
Omar Lopes Fernandes
- Assunto:** Prática não equitativa no mercado de valores, infração ao inciso I da Instrução CVM nº 8/79 no tipo descrito no inciso II, letra “d”.
- Diretor Relator:** Henrique Machado

RELATÓRIO

I. DO OBJETO

1. Trata-se de Processo Administrativo Sancionador (“PAS”) instaurado pela Superintendência de Processos Sancionadores (“SPS” ou “Acusação”) em face de Vila Rica I Fundo de Investimento em Participações (“Vila Rica”), Tiradentes Fundo de Investimento em Participações (“Tiradentes”), Mahi Investments Limited (“Mahi”), Marcelo Passaglia Paracchini (“Marcelo Paracchini”), K.Y.W. S.P.E Empreendimentos e Participações S.A. (“KYW”), Juliano Leite Malara (“Juliano Malara”) e Omar Lopes Fernandes (“Omar Fernandes”) por prática não equitativa na negociação de ações de emissão da Vanguarda Agro S.A. (“Vanguarda” ou “Companhia”).

II. DA ORIGEM

2. O presente PAS teve como origem o Processo CVM nº RJ 2011/14330¹ instaurado pela Gerência de Acompanhamento de Empresas 3 (“GEA-3”) para análise (fl. 4-

¹ O processo RJ 2011/14241 foi incluído no processo em referência (fls. 535-544).



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) de “denúncia” (fls. 19-38) protocolizada em 16.12.2011 na Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) por Juliano Malara, então conselheiro fiscal da Vanguarda.

3. A “denúncia” apontou suspeita de negociação de valores mobiliários com a utilização de informação relevante não divulgada ao público por parte de acionistas e conselheiros da Vanguarda entre 10.10.2011² e 8.12.2011³, período em que a Companhia esteve engajada em diversas operações de venda de suas unidades de biodiesel⁴.

4. Um dos indicados na referida “denúncia” foi Otaviano Olavo Pivetta (“Otaviano Pivetta”), acionista relevante e membro do conselho de administração da Vanguarda. Otaviano Pivetta também apresentou à CVM uma “denúncia” (fls. 39-54) pouco tempo depois, em 5.1.2012, na qual relatou possível violação do dever de sigilo por parte de Juliano Malara e levantou a hipótese de negociações irregulares por parte dos fundos Tiradentes e Vila Rica (em conjunto chamados doravante de “Fundos”), acionistas controlados pela Veremonte Participações S.A. (“Veremonte”) e que teriam indicado Juliano Malara para o conselho de administração (até 10.10.2011) e, posteriormente, ao conselho fiscal.

5. Diante de indícios de que poderia ser verdadeiro o conteúdo das manifestações de Juliano Malara e Otaviano Pivetta e com base em proposta realizada pela SEP/GEA-3, o Superintendente Geral instaurou inquérito administrativo em 26.11.2012. Após a apuração das duas denúncias pelo inquérito administrativo, apenas a denúncia de Otaviano Pivetta gerou acusações, objeto do presente PAS.

III. DOS FATOS E DA ACUSAÇÃO

6. A Brasil Ecodiesel Indústria e Comércio de Biocombustíveis S.A. (“Brasil Ecodiesel”) era companhia aberta que na Assembleia Geral Extraordinária de 6.9.2011 (fls. 81-85) incorporou a Vanguarda Participações S.A. (“Vanguarda Participações”), companhia fechada que apresentava como seu principal acionista Otaviano Pivetta. A nova denominação da Brasil Ecodiesel seria Vanguarda Agro S.A.⁵.

² Na data de 10.10.2011, marco inicial, realizou-se assembleia geral extraordinária da Vanguarda (documento disponível em www.cvm.gov.br) que elegeu os membros do conselho de administração e fiscal da Vanguarda. Para o conselho de administração foram eleitos: Marcelo Paracchini, Kátia Martins Costa, José Ferraz Ferreira Filho, Antônio Carlos Romanoski, Otaviano Pivetta, Neusa Lúcia Pivetta Tissiani e Rodrigo Geraldi Arruy. Para o conselho fiscal foram eleitos: Juliano Malara, Edmundo Macedo Soares e Silva Filho, Pedro Wagner Pereira Coelho e Marcelo Justiniano Alves.

³ Em 8.12.2012, marco final, a Companhia divulgou Fato Relevante sobre a venda das Usinas de Biodiesel de Porto Nacional e Iraquara.

⁴ Tais operações ensejaram os fatos relevantes de 24.10.11 (fl. 97), 10.11.11 (fl. 98) e 8.12.2011 (fl. 101). A apuração da referida denúncia pela área técnica não resultou em uma acusação (fls. 2219-2231).

⁵ Hoje Terra Santa Agro S.A. A alteração de Brasil Ecodiesel Indústria e Comércio de Biocombustíveis S.A. para Vanguarda Agro S.A. ocorreu na assembleia geral extraordinária de 10.10.2011.



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. A referida incorporação teve papel relevante nas operações realizadas no período investigado e fez parte de uma reestruturação societária da Vanguarda Participações. A reestruturação fora planejada no início de 2011 e incluía também a saída do acionista BTG Pactual Vanguarda FIP (“BTG Vanguarda”) (fl. 1.784-1.793), a entrada da Veremonte no quadro societário da Vanguarda Participações (fl. 1.744-1.771) e um respectivo aumento de capital (fls. 1690-1725).

8. No âmbito da reestruturação, Otaviano Pivetta, Adriano Xavier Pivetta (“Adriano Pivetta”), Pedro Roberto Tissiani (“Pedro Tissiani”) e Neusa Lúcia Pivetta Tissiani (“Neusa Tissiani”)⁶, todos acionistas da Vanguarda Participações à época, celebraram em 20.5.2011 um contrato com a Veremonte (fls. 1690-1725)⁷. O contrato tinha por finalidade estabelecer os termos e condições da entrada da Veremonte no quadro societária da Vanguarda Participações. E, em virtude desse contrato, entre outros direitos e obrigações, a Veremonte assumiu obrigação em face de Otaviano Pivetta no valor de R\$ 88.232.985,64 a ser paga no dia 20.12.2011⁸ e outra obrigação em face dos referidos membros da família Pivetta no montante de R\$ 9.854.311,98⁹.

9. Poucos dias depois, em 25.5.2011, Otaviano Pivetta celebrou um contrato (fls. 406-410v) em que adquiriu as ações de emissão da Vanguarda Participações de titularidade do BTG Vanguarda. Em virtude deste contrato, entre outros direitos e obrigações, Otaviano Pivetta assumiu obrigação em face do BTG Vanguarda no valor de R\$ 88.232.985,64 a ser paga no dia 20.12.2011. Como garantia da obrigação firmada, transferiu 29.310.196 ações de emissão da Vanguarda Participações ao BTG Vanguarda (fls. 413-417v)¹⁰.

10. Diante dessas duas obrigações de mesmo valor e mesmo vencimento, o BTG Vanguarda, a Veremonte e Otaviano Pivetta concordaram que a Veremonte pagaria o valor diretamente ao BTG Vanguarda, permanecendo Otaviano Pivetta responsável solidário pela obrigação assumida.

11. De acordo com o aditamento ao contrato, celebrado em 27.7.2011, a Veremonte cedeu seus direito de adquirir as ações de emissão da Vanguarda para os fundos Tiradentes e

⁶ Em conjunto, Otaviano Pivetta, Adriano Pivetta, Pedro Tissiani e Neusa Tissiani possuíam 134.829.852 ações da Vanguarda Participações S.A., representando 92% do capital social total e votante. O BTG Pactual Vanguarda Fundo de Investimentos em Ações teria 11.721.127 ações da mesma companhia, representando os demais 8%.

⁷ Em nome da Veremonte Participações S.A. assinaram Marcelo Passaglia Parachini e Antônio Carlos Lopes.

⁸ De acordo com o aditamento ao contrato celebrado em 27.7.2011, a Veremonte cedeu seus direito de adquirir as ações de emissão da Vanguarda para os fundos Tiradentes e Vila Rica, permanecendo solidariamente responsável pelo cumprimento de todas as obrigações do contrato celebrado em 20.5.2011.

⁹ Essa obrigação também deveria ser paga no dia 20.12.2011 e em troca a Veremonte receberia também as ações detidas por Adriano Pivetta, Pedro Tissiani e Neusa Tissiani.

¹⁰ No momento da incorporação, a quantidade de ações da Veremonte Participações dada em garantia por Otaviano Pivetta ao BTG Vanguarda passou a ser de 247.191.013 ações de emissão da Vanguarda (“VAGR3”).



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

Vila Rica, os dois de seu controle, permanecendo solidariamente responsável pelo cumprimento de todas as obrigações do contrato celebrado em 20.5.2011.

12. Em paralelo aos fatos narrados, a Veremonte assinou um Memorando de Entendimento em 24.5.2011, para estabelecer as condições básicas de negócio a serem usadas em futuras transações de venda de 293.102.283 ações da Vanguarda para Helio Seibel e Bruno Szwarc¹¹, o negócio incluiu Helio Seibel entre os acionistas relevantes da Vanguarda.¹²

13. A AGE da Brasil Ecodiesel de 6.9.2011 (fls. 81-85) aprovou, entre outras deliberações, a incorporação da Vanguarda Participações S.A. mediante aumento de capital com emissão de ações. Pouco tempo depois, em AGE realizada na data de 10.10.2011, a Brasil Ecodiesel passou a se denominar Vanguarda Agro S.A. e, na mesma oportunidade, foi aprovado um novo conselho de administração, agora com sete membros, e conselho fiscal.

14. Os nomes aprovados decorreram de indicação realizada nos termos do Acordo de Acionistas (fl. 30-37) que já incluía não só a Veremonte, por meio dos Fundos, e Otaviano Pivetta, mas, também, Helio Seibel. Do total de sete conselheiros de administração, o acordo permitia que a Veremonte e Otaviano indicassem dois conselheiros e que Helio Seibel indicasse um¹³.

15. Em 30.11.2011, a Vanguarda divulgou Comunicado ao Mercado informando que foram apresentadas as renúncias dos conselheiros Marcelo Paracchini e Antônio Carlos Romanoski ao Conselho de Administração em reunião realizada no mesmo dia. Na mesma oportunidade foram apresentadas as renúncias dos diretores Sérgio Augusto Malacrida Júnior e Guilherme Augusto D'Avila Melo Raposo e do Diretor de Relações com Investidores Fábio Mituro Tsubouchi.

16. Marcelo Paracchini teria afirmado em reportagem do dia 1.12.2011 (fl. 99) que havia uma divergência sobre qual a melhor solução para o pagamento de dívidas da Vanguarda e que a Veremonte exerceria a opção de comprar uma fatia adicional de 5% da participação de Otaviano Pivetta. As renúncias foram apresentadas pela reportagem como uma saída do pessoal vinculado à Veremonte da administração da Vanguarda e a mesma reportagem teria afirmado que “*Caso o [grupo] Veremonte retome o controle, todos deverão voltar a seus cargos*”.¹⁴ A Veremonte deixou os cargos de administração vazios.¹⁵ O detalhe

¹¹ Conforme descrito no Contrato de Compra e Venda de ações e outras avenças (fl. 441-449).

¹² Helio Seibel adquiriu 85.800.000 ações em 6.6.2011, 108.000.000 em 20.7.2011 e 70.000.000 em 27.10.2011, conforme já relatado pela Acusação em fl. 2221, Tabela 3.

¹³ Outros conselheiros também foram escolhidos pelo acordo. O acionista Silvio Tini de Araújo, por exemplo, também poderia escolher um conselheiro. O acordo também definia o nome do conselheiro independente, totalizando os sete membros do conselho de administração da Vanguarda.

¹⁴ A afirmação seria possível, pois o Acordo de Acionistas definia como responsabilidade da Veremonte indicar dois administradores no caso de renúncia. Em fl. 32: “1.1.5 No caso de renúncia, impedimento, afastamento ou outra razão para vacância do conselheiro, o Acionista responsável pela escolha e indicação do conselheiro cujo



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

que vinculava as renúncias à Veremonte não tinha sido mencionado no Comunicado ao Mercado do dia 30.11.2012.

17. Sobre os fatos tratados na acusação, Marcelo Paracchini, então Diretor de Veremonte Participações S.A., afirmou (fls. 2.098-2.101) que a decisão de vender parte significativa das ações da Vanguarda foi tomada pouco tempo depois da renúncia das pessoas ligadas à Veremonte e que o conflito principal era sobre as dívidas da Vanguarda: *“a sugestão da Veremonte era a formação de um FIP, com as terras próprias, para a captação de recursos para levantar dinheiro suficiente para quitar a dívida na época de 600 milhões de reais; a Veremonte tinha intenção de ser a gestora desse fundo. Já Otaviano Pivetta, Silvio Tini e Helio Seibel queriam fazer um concurso para eleger o gestor; como a Veremonte não tinha a maioria no conselho, decidiu sair da administração da Companhia e consequentemente vender suas ações de emissão da Vanguarda em bolsa”*.

18. Em 8.12.2011, às 10h50, a Vanguarda divulgou Fato Relevante sobre a venda das usinas de Biodiesel de Porto Nacional e Iraquara, encerrando a restrição à negociação decorrente dessa informação.

19. No mesmo dia, às 11h39, a companhia Mahi, controlada pela Veremonte, iniciou a venda de sua participação na Vanguarda. Os fundos Vila Rica e Tiradentes começaram a realizar suas vendas de ações de emissão da Vanguarda a partir de 12.12.2011, segunda-feira.

20. A Acusação concluiu que no momento em que se iniciaram essas vendas de ações já se sabia com certeza de duas informações que não teriam sido adequadamente divulgadas ao mercado: (i) que a Veremonte realizaria um desinvestimento na Vanguarda e (ii) que a Veremonte deixaria de honrar o pagamento ao BTG, o que levaria a venda de pelo menos 247.191.013 ações da Vanguarda.

21. Os Fundos enviaram Notificação Extrajudicial em 16.12.2011 (fls. 402-404v) para Otaviano Pivetta, Adriano Pivetta, Pedro Tissiani e Neusa Tissiani, comunicando-os que o pagamento ao BTG e, ainda, o pagamento de R\$ 9.854.311,98 para a família Pivetta não seriam realizados, sob a alegação de que informações relevantes teriam sido sonegadas à Veremonte no momento da celebração do contrato (fls. 402-404). Este é o mesmo dia que Juliano Leite Malara apresenta sua “denúncia” para a CVM e que a Vanguarda divulga em

cargo ficou vago terá o direito exclusivo de escolher outro indivíduo para ocupar tal cargo e servir a Companhia, comprometendo-se o outro Acionista a tomar todas as medidas necessárias para que a substituição do respectivo conselheiro ocorra no menor espaço de tempo possível”. Este acordo foi enviado para a CVM apenas em 14.6.2012, não foi divulgado em Fato Relevante ou Comunicado ao Mercado.

¹⁵ O Conselho de Administração da Vanguarda se reuniu em 3.1.2012 para eleger Kátia Martins Costa, indicada por Helio Seibel, para substituir Marcelo Paracchini como Presidente do Conselho e eleger Rodrigo Geraldi Arruy como vice-presidente. Os cargos da vagas do conselho de administração permaneceram vagos até a assembleia geral ordinária em 30.4.2012.



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

Comunicado ao Mercado (fl. 44) que os fundos Tiradentes e Vila Rica venderam 124.943.528 ações, aproximadamente 5,4% do capital da Companhia.

22. A Veremonte encaminhou ofício em 19.12.2011 (fl. 401) ao BTG Vanguarda informando que não efetuará o pagamento no dia 20.12.2011 e que a cobrança deveria ser feita diretamente a Otaviano Pivetta. Na data de vencimento, 20.12.2011, não houve o referido pagamento ao BTG Vanguarda por nenhum dos responsáveis.

23. O BTG Vanguarda notificou a Veremonte (fls. 425-426) e Otaviano Pivetta (fl. 421-423) do inadimplemento, concedendo 24 horas para realização do pagamento. Após, o BTG Vanguarda tomou para si o bem em garantia, conforme divulgado em Comunicado ao Mercado pela Vanguarda¹⁶, em 9.1.2012, e levou as ações da Vanguarda a leilão no dia 13.1.2012.

24. A Acusação verificou as operações de diversos comitentes no período entre a renúncia das pessoas ligadas à Veremonte, em 30.11.2012, e o leilão realizado pelo BTG Vanguarda. Em seu relatório destacou as operações com ações da Vanguarda no mercado de valores mobiliários por pessoas relacionadas à Veremonte, tais como aquelas realizadas pelo fundo Vila Rica, pelo fundo Tiradentes, pela companhia Mahi, pelo ex-presidente do conselho de administração, Marcelo Paracchini, pela companhia KYW, pelo então conselheiro fiscal, Juliano Malara e, ainda, por Omar Fernandes, pessoa que seria ligada a Juliano Malara.

III.1 FUNDOS

III.1.1 VILA RICA

25. O Vila Rica teria apenas um cotista, a Veremonte, de janeiro de 2011 a 19.12.2011. A partir do dia 20.12.2011, a titularidade do fundo teria passado integralmente ao Valencia Fundo de Investimento em Cotas de Fundo de Investimento em Participações (“Valencia”), fundo também controlado pela Veremonte.

26. A gestora do Vila Rica era a Arion Capital Gestão de Recursos e Assessoria Financeira Ltda. (“Arion”) do início de seu funcionamento até o dia 15.12.2011, data em que a Planner Corretora de Valores S.A. (“Planner”) passou a ser sua gestora, conforme o Relatório de Acusação. A acusação afirmou que as gestoras Arion e, posteriormente, a Planner não seriam as responsáveis pelas decisões de investimento. As decisões seriam passadas por pessoa diretamente ligadas ao fundo.

¹⁶ Dois Comunicados ao Mercado foram divulgados em 9.1.2012 (disponíveis em www.cvm.gov.br, conforme Relatório em fl. 2241). Um para informar a redução da participação de Otaviano Pivetta e outro para informar o aumento da participação pelo BTG Vanguarda, os comunicados informavam em seus anexos que a alteração da participação era decorrente da excussão de garantia de 247.191.013 ações da Vanguarda.



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

27. As negociações efetuadas no mercado à vista (fl. 1.235) com ações de emissão da Vanguarda, ativo VAGR3, foram detalhadas pela Acusação na forma da Tabela 1, a seguir.

Tabela 1 - Negócios realizados pelo Fundo Vila Rica

Data	Ativo	Tipo	Quantidade	Financeiro
14.1.2011	ECOD3	Venda	7.600.000	7.600.000,00
17.1.2011	ECOD3	Venda	1.899.900	1.899.900,00
18.1.2011	ECOD3	Venda	1.844.200	1.844.200,00
19.1.2011	ECOD3	Venda	2.000.000	2.000.000,00
27.1.2011	ECOD3	Venda	6.000.000	5.700.000,00
28.1.2011	ECOD3	Venda	7.500.000	7.050.000,00

Data	Ativo	Tipo	Quantidade	Financeiro
12.12.2011	VAGR3F	Venda	31	14,57
12.12.2011	VAGR3	Venda	16.757.869	7.848.445,37
13.12.2011	VAGR3	Venda	9.000.000	4.050.000,00
14.12.2011	VAGR3	Venda	9.500.000	4.030.000,00
19.12.2011	VAGR3	Venda	10.000.000	3.809.703,00
26.12.2011	VAGR3	Venda	2.279.700	775.098,00
27.12.2011	VAGR3	Venda	5.040.000	1.612.852,00
3.1.2012	VAGR3	Venda	8.000.000	2.640.000,00
5.1.2012	VAGR3	Venda	5.564.000	1.791.752,00
6.1.2012	VAGR3	Venda	1.500.000	480.000,00
9.1.2012	VAGR3	Venda	5.000.000	1.650.000,00
10.1.2012	VAGR3F	Venda	68	24,48
10.1.2012	VAGR3	Venda	1.694.900	593.215,00
Total¹⁷			74.336.568	29.281.104,42

28. O fundo Vila Rica teria realizado algumas vendas do papel ECOD3 (antiga denominação do ativo VAGR3) no início de 2011. Em seguida, não teria operado no mercado entre fevereiro e novembro de 2011, iniciando novas vendas do papel VAGR3 a partir de 12.12.2011. Durante a segunda quinzena de dezembro 2011 até a primeira quinzena de janeiro de 2012, o Fundo Vila Rica teria participado da maioria dos pregões da BM&FBovespa, vendendo 74.336.568 ações de emissão da Vanguarda no montante de R\$ 29.281.104,42, o que representou um desinvestimento de 27% do total mantido em carteira.

III.1.2 TIRADENTES

29. O Tiradentes¹⁸ tinha apenas um cotista, o fundo Valencia¹⁹. A gestora do Tiradentes era a Arion do início de seu funcionamento até o dia 15.12.2011²⁰, data em que a Planner

¹⁷ Considerando as vendas de VAGR3 de 12.12.2011 a 10.1.2012.

¹⁸ Registrado na CVM em 15.4.2011.

¹⁹ Mesmo fundo que tornou-se o único cotista do fundo Vila Rica I.

²⁰ Conforme depoimento de Renato Carvalho (fls. 2082-2085).



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

passou a ser a gestora. Na mesma situação do Vila Rica, as gestoras Arion²¹ e, posteriormente, a Planner²² não seriam as responsáveis pelas decisões de investimento, que seriam passadas por pessoa diretamente ligadas ao fundo.²³

30. As negociações efetuadas no mercado à vista foram detalhadas pela Acusação na forma da Tabela 2 a seguir.

Tabela 2 - Negócios realizados pelo Fundo Tiradentes

Data	Ativo	Tipo	Quantidade	Financeiro
15.12.2011	VAGR3	Venda	6.500.000	2.647.160,00
16.12.2011	VAGR3	Venda	6.381.100	2.562.440,00
19.12.2011	VAGR3	Venda	6.000.000	2.280.000,00
20.12.2011	VAGR3	Venda	11.000.000	3.562.554,00
21.12.2011	VAGR3	Venda	16.153.400	4.887.554,00
22.12.2011	VAGR3	Venda	13.000.000	4.180.000,00
23.12.2011	VAGR3	Venda	4.395.100	1.454.334,00
27.12.2011	VAGR3	Venda	674.600	215.872,00
27.12.2011	VAGR3F	Venda	91	29,12
Total			64.104.291	21.789.943,12

31. O fundo Tiradentes teria iniciado suas vendas do ativo VAGR3 no dia 15.12.2011 e até 27.12.2011 teria participado na ponta vendedora em praticamente todos os pregões da Bolsa, vendendo o total de 64.104.291 ações, pelo montante financeiro de R\$ 21.789.943,12, o que representou um desinvestimento de 45% do total mantido em carteira.

32. Em 12.12.2012, o Vila Rica e o Tiradentes, juntos, possuíam em conjunto 417.577.635 ações VAGR3. A Acusação afirmou que os fundos Vila Rica e Tiradentes, controlados pela Veremonte, teriam iniciado vendas expressivas com conhecimento da decisão da Veremonte (i) de sair da companhia, quadro societário e administração, e (ii) de não efetuar o pagamento da obrigação ao BTG.

33. As operações eram geridas pela Arion até 15.12.2015 e, após, pela Planner, mas a decisão de operar seriam de fato proveniente da Veremonte.

34. Apesar do não pagamento ao BTG e à família Pivetta ser um evento certo e previamente discutido na Veremonte, o fato teria se tornado público apenas no dia 9.1.2012, quando a Vanguarda publicou dois comunicados ao mercado. Até a data dos comunicados,

²¹ Conforme depoimento do diretor da Arion e responsável pela gestão até 15.12.2011, Renato Carvalho (fls. 2.082-2084) e as cópias de e-mails entre Arion e funcionários ligados à Veremonte (fls. 2.091-2.092).

²² Carlos Arnaldo, diretor da Planner, informou em depoimento (fls. 2.074-2.081) que: “o desinvestimento era orientação do cotista dos Fundos; a grande maioria das ordens passadas para a Planner, cerca de 90%, era encaminhada por email”.

²³ Marcelo Parachini afirmou em seu depoimento (fls. 2.098-2.101) que “a função das gestoras era a de simplesmente transmitir as ordens estabelecidas pela Veremonte, sendo uma gestão “passiva”, tanto da Arion Capital quanto da Planner”.



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

não teria sido detectado pela Acusação quaisquer notícias sobre as dívidas entre Veremonte, BTG e Otaviano e a decisão dos Fundos e da Veremonte de não honrarem obrigação prevista em contrato com Otaviano Pivetta (fl. 99).

35. Ao final, em 10.1.2012, teriam apenas 279.136.776 ações que teriam sido guardadas para cumprir obrigações futuras perante Helio Seibel e Otaviano Pivetta.²⁴

36. Em 5.5.2012, foram entregues 267.191.000 ações a Otaviano Pivetta em pagamento para a quitação de valores pendentes²⁵, o valor residual teria sido liquidado em apenas julho de 2012.

III.2 MAHI

37. A companhia Mahi²⁶ possuía cadastro na Corretora Credit Suisse desde 26.11.2011 e em sua ficha cadastral constava a identificação de duas pessoas autorizadas a emitir ordens, Marcelo Paracchini e Renato Carvalho (fls. 869 a 955).

38. De acordo com a AGE da Vanguarda realizada em 10.10.2011, a Mahi detinha 22.075.931 ações de emissão da Vanguarda.

39. As negociações efetuadas no mercado à vista foram detalhadas pela acusação na forma da Tabela 3 a seguir.

Tabela 3 - Negócios realizados pela Mahi

Data	Ativo	Tipo	Quantidade	Financeiro
8.12.2011	VAGR3	Venda	5.266.000	2.840.672,00
9.12.2011	VAGR3	Venda	6.600.000	3.440.000,00
12.12.2011	VAGR3	Venda	7.209.931	3.327.925,63
13.12.2011	VAGR3	Venda	3.000.000	1.353.036,00
Total			22.075.931	10.961.633,63

40. A Mahi teria realizado vendas do ativo VAGR3 apenas em dezembro de 2011. Durante quatro pregões, de 8 a 13.12.2011, a sociedade teria vendido todas 22.075.931 ações de emissão da Vanguarda, pelo valor financeiro de R\$ 10.961.633,63.

²⁴ Esse fato foi confirmado pelos depoimentos de Artur (fls. 2.074-2.077) e Carlos Arnaldo (fls. 2.078-2.081) em que confirmaram que havia um receio de que os fundos ficassem sem caixa para cumprir obrigações contratuais futuras. Por tal motivo, teriam feito um acordo verbal de deixar em carteira uma quantidade de ações suficientes para o cumprimento. O relato se confirmou por meio do Comunicado ao Mercado de 7.5.2012 que em seus anexos continha carta dos fundos Vila Rica e Tiradentes em que informavam dar conjuntamente 267.191.000 ações da Vanguarda à Otaviano Pivetta em pagamento para quitação de determinados litígios e quitação de valores pendentes. A defesa da Mahi também confirmou este ponto em fl. 2.420, nota número 4.

²⁵ Conforme nota de referência 24 e Relatório de Acusação em fl. 2.020.

²⁶ Sociedade registrada nas Ilhas Virgens Britânicas.



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

41. A Acusação afirmou que a Mahi operou com conhecimento da decisão da Veremonte (i) de sair da companhia, quadro societário e administração e (ii) de não efetuar o pagamento da obrigação ao BTG.

42. A Mahi seria apenas um veículo de investimento da Veremonte, que tomava as decisões. Para ratificar tal conclusão, relatou que as ordens desta companhia teriam sido encaminhadas à corretora Credit Suisse por funcionária da Veremonte, com cópia para Marcelo Paracchini que seria pessoa autorizada a emitir ordens por essa companhia, conforme o cadastro aberto em 26.11.2011 na Credit Suisse, e, ainda, que a companhia seria um veículo de investimentos da Veremonte.

43. Assim, o início das vendas de ações realizadas pelo grupo Veremonte teria se iniciado no dia 8.12.2011, por meio da Mahi; seguida em 12.12.2011, por meio do Vila Rica; e, por fim, em 15.12.2011, pelo Tiradentes.

III.3 MARCELO PARACCHINI

44. O acusado era, à época, o presidente da Veremonte Participações, sociedade ligada aos Fundos²⁷ (Vila Rica e Tiradentes) e ex-presidente do conselho de administração da Vanguarda, cargo que renuncia em 30.10.2011.

45. Na forma da Tabela 4, a seguir, as operações do acusado foram detalhadas pela Acusação:

Tabela 4 - Histórico com ativos da Vanguarda

Data	Ativo	Compra		Venda	
		Quantidade	Financeiro	Quantidade	Financeiro
31.5.2011	ECOD3	1.000	680		
5.7.2011	ECOD3	500.000	400.000		
8.9.2011	ECOD3	500.000	345.000		
4.10.2011	ECOD3	500.000	270.000		
12.12.2011	VAGR3			1.500.000	705.000
9.1.2012	VAGR3	1.400.000	462.000	1.400.000	476.000
Total geral		2.901.000	1.477.680	2.900.000	1.181.000

46. Marcelo Paracchini teria acumulado ações de emissão da Vanguarda do mês de maio até outubro de 2011. Nesse período, teriam sido adquiridas 1.501.000 ações do ativo ECOD3 (antiga denominação do ativo VAGR3) pelo montante de R\$ 1.015.680,00.

²⁷ Fls. 2082 a 2101.



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

47. Pelo exposto na Tabela 4, Marcelo teria se desfeito em um dia, 12.12.2011, de quase todas suas ações da Vanguarda. Ainda, em 9.1.2012, realizou um *daytrade* com o mesmo papel, lucrando R\$ 14.000,00.

48. À época de suas operações, Marcelo Paracchini já teria duas informações relevantes e desconhecidas pelo mercado que poderiam interferir na cotação do ativo VAGR3: (i) decisão dos Fundos de vender parcela significativa de ações de emissão da Vanguarda, suficiente para alterar o preço do ativo; (ii) decisão dos Fundos de não honrar o compromisso financeiro que tinham com Otaviano Pivetta, tendo como possível consequência a alienação de ações VAGR3 por meio de leilão, dadas em garantia por Otaviano Pivetta, que representavam, aproximadamente, sete vezes o volume financeiro diário negociado em bolsa com o ativo VAGR3 entre 9.12.2011 e 12.1.2012.

49. Marcelo Paracchini também seria responsável pela tomada de decisão da KYW.

III.4 K.Y.W.S.P.E EMPREENDIMENTOS E PARTICIPAÇÕES S.A. (KYW)

50. A KYW, sociedade pertencente a Marcelo Paracchini²⁸, teria negociado ações de emissão da Vanguarda no mercado de ações durante o ano de 2011 e início de 2012, conforme detalhadas pela Acusação na forma da Tabela 5, a seguir.

Tabela 5 – Histórico com ativos de emissão da Vanguarda

Data	Ativo	Compra		Venda	
		Quantidade	Financeiro	Quantidade	Financeiro
28.12.2011	VAGR3			4.000.000,00	1.240.000,00
2.1.2012	VAGR3			277.600,00	91.608,00
3.1.2012	VAGR3			10.500.000,00	3.465.000,00
13.1.2012	VAGR3	14.777.600,00	5.615.488,00		
Total geral		14.777.600,00	5.615.488,00	14.777.600,00	4.796.608,00

51. Marcelo Paracchini, quando questionado pela SPS sobre as razões pelas quais vendeu as ações VAGR3, afirmou que teria apenas realizado “*a mesma estratégia adotada pela Veremonte para os Fundos e para o declarante, na pessoa física*” (fls. 2.098-2.101). Estratégia que seria, apenas, deixar o investimento. No entanto, quando operou por meio da KYW, a estratégia teria tido o objetivo de lucrar com a queda na cotação do papel.

52. Pelo exposto na Tabela 5, a KYW teria vendido 14.777.600 ações entre os dias 28.12.2011 e 3.1.2012, pelo valor financeiro de R\$ 4.796.608,00. Estas ações teriam sido

²⁸ Informação constante na Ficha Cadastral da KYWSPE, obtida em resposta ao OFICIO/CVM/SPS/GPS-2/nº41/2013 (fls. 593 a 596). Em depoimento, Marcelo também afirmou que a KYWSPE “é uma empresa do declarante, não tendo relação com empresas do grupo Veremonte”. (fls. 2098 a 2101).



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

previamente alugadas por meio do Banco de Títulos (BTC)²⁹, serviço disponibilizado pela BM&FBovespa que permite que investidores tomem emprestado ações de outros participantes do mercado, mediante a cobrança de uma taxa livremente pactuada³⁰. Por fim, o comitente teria recomprado as ações em 13.1.2012.

III.5 JULIANO LEITE MALARA

53. Juliano Malara atuou como conselheiro independente da Vanguarda no período de 1.7.2011 a 9.10.2011 quando, então, foi eleito membro do conselho fiscal da Vanguarda em 10.10.2011, permanecendo nessa condição até 29.4.2012.

54. Nas Tabela 6 foram detalhadas as operações do comitente conforme apresentadas pela Acusação.

Tabela 6 - Negócios Juliano Malara com Vanguarda

Data	Ativo	Compra		Venda	
		Quantidade	Financeiro	Quantidade	Financeiro
31.3.2011	ECOD3	50.000	42.500		
13.4.2011	ECOD3	3.500	3.010		
4.7.2011	ECOD3	44.500	34.035		
6.7.2011	ECOD3	30.000	23.100		
7.7.2011	ECOD3	30.000	23.400		
12.12.2011	VAGR3			500.000	243.000
11.1.2012	VAGR3	693.000	249.480		

55. Pelo exposto na Tabela 6, Juliano Malara teria acumulado em carteira ações de emissão da Vanguarda no primeiro semestre de 2011. Não teria realizado operações com a ação VAGR3 (ou ECOD3) entre 8.7.2011 e 11.12.2011.

56. Em 12.12.2011, o comitente teria vendido 500.000 ações de emissão da Vanguarda e, sem negociar com este papel até então, teria comprado em 11.1.2012 o total de 693.000 ações de emissão da Vanguarda.

57. Juliano teria sido convidado por Marcelo Paracchini para integrar a Vanguarda com quem teria uma relação de amizade e com quem conversava semanalmente, muitas das vezes sobre estratégias e planos da Vanguarda. Por tais razões, a Acusação afirmou que Juliano Malara teria conhecimento das intenções dos fundos de saírem da Vanguarda e seria improvável que o mesmo tivesse ficado sabendo das renúncias pela internet.

²⁹ Conforme resposta ao OFICIO/CVM/GPS-2/71/2013 encaminhada pela CBLC (fls. 1980, 1981).

³⁰ http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/funcionamento_mercado/aluguel_acoes.html



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

58. Não foi identificado pela Acusação qualquer notícia pública sobre a decisão dos Fundos de saírem da Vanguarda, ou de, eventualmente, venderem suas ações VAGR3 ou de que não honrariam o compromisso que tinham com Otaviano Pivetta, o que poderia levar a venda de grande quantidade de ações detidas pelo BTG Vanguarda.

59. Além disso, a Acusação destacou o *timing* da operação: Juliano Malara teria vendido as ações em apenas um pregão de 2011, no dia 12.12.2011, o mesmo dia utilizado por Marcelo Paracchini para alienar suas ações de emissão da Vanguarda.

60. Juliano Malara, em 16.12.2011, na mesma semana das vendas, apresentou “denúncia” à CVM e, simultaneamente, divulgara em fóruns de internet sobre vendas de ações de emissão da Vanguarda por parte de acionistas relevantes da Vanguarda em período que antecedeu à divulgação dos resultados da vanguarda do terceiro trimestre.

61. Por fim, a Acusação destaca que a recompra com montante de capital aproximado com o que havia obtido com as vendas seria uma contradição à justificativa que teria dado para a SPS, a saber, que “*observou uma forte oscilação na cotação do papel, o ambiente se deteriorando, com os acionistas majoritários da Companhia se desentendendo; a renúncia de pessoas ligadas à Veremonte, do Conselho de Administração da Vanguarda, foi mais um indício que a situação na Companhia não era boa; acreditava que ou a Veremonte sairia da Companhia ou enfrentaria os administradores contrários às suas ideias*” (fls. 2.125-2.128).

62. A Acusação concluiu que Juliano Malara teria operado em 12.12.2011 com o conhecimento das duas informações que não teriam sido adequadamente divulgada ao mercado: (i) a decisão da Veremonte de sair da companhia, quadro societário e administração, e (ii) a decisão de não efetuar o pagamento da obrigação ao BTG.

III.6 OMAR LOPES FERNANDES

63. Omar Fernandes seria vizinho de Juliano Malara na cidade de Araraquara, em São Paulo, e os dois seriam pessoalmente próximos há muitos anos.

64. Nas Tabela 7, estão detalhadas as suas operações com as ações de emissão da Vanguarda como apresentadas pela Acusação.

Tabela 7 - Negócios Omar Fernandes com Vanguarda

Data	Ativo	Compra		Venda	
		Quantidade	Financeiro	Quantidade	Financeiro
9.6.2011	ECOD3	35.000	24.850		
1.8.2011	ECOD3	70.000	49.700		
12.12.2011	VAGR3			105.000	51.450



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

65. A data de venda foi a mesma de Juliano Malara e Marcelo Paracchini e a Acusação somou a este indício, o fato de ambos terem efetuado as respectivas vendas por meio de sistema Home Broker em horários muito próximos: Juliano Malara iniciara suas vendas às 11h35 e Omar Fernandes começou por volta de trinta minutos depois, às 12h. A Acusação sustentou suas conclusões apesar de Osmar Fernandes ter declarado que falou com Juliano Malara apenas depois de ter vendido e de Juliano Malara ter afirmado não conhecer ninguém que tenha vendido ações da Vanguarda e que não se recorda de ter comentado com alguém suas vendas.

66. A Acusação concluiu que Omar Fernandes teria operado em 12.12.2011 de forma concertada com Juliano Malara e Marcelo Paracchini, pessoas que teriam conhecimento das duas informações que não teria sido adequadamente divulgada ao mercado.

IV. DAS IRREGULARIDADES E RESPONSABILIDADES

67. Por tais razões, a SPS concluiu que todos os Acusados deveriam ser responsabilizadas pela realização de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, conduta vedada pelo item I da Instrução CVM nº 8/79, no tipo específico descrito no item II, alínea “d”.

V. DAS DEFESAS

68. Foram apresentadas defesas por Mahi (fls. 2418-2454), Tiradentes Fundos de Investimentos em Participações (em nome próprio e na qualidade de sucessor do fundo Vila Rica I Fundo em Participações) (fls. 2458-2500) e defesa, em conjunto, por Marcelo Passaglia Paracchini, K.Y.W. S.P.E Empreendimentos e Participações S.A., Juliano Leite Malara e Omar Lopes Fernandes (fls. 2366-2396).

V.1 MAHI INVESTMENTS LIMITED

69. Em síntese, a defesa alegou que: (i) o tipo do ilícito imputado não apresentaria todos os elementos necessários de forma para permitir sua aplicação; (ii) haveria insuficiência na individualização da conduta da Mahi; (iii) a justificativa da decisão da Mahi de alienar sua participação teria sido legítima; (iv) não haveria um desequilíbrio capaz de gerar o ilícito; e, ainda, (v) não haveria dolo.

V.1.1 PRELIMINARES

70. A defesa alegou que o ilícito de prática não equitativa feriria o princípio constitucional da legalidade, pois os ilícitos deveriam necessariamente estar previstos de forma clara e prévia à sua imposição. A Instrução CVM nº 8/79, inciso II, alínea “d”, teria deixado de indicar todos os seus elementos de forma clara e precisa.



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

71. Neste caso, não caberia falar de informalidade ou discricionariedade da Administração Pública, pois se aplicariam os mesmos princípios constitucionais da reserva legal (art. 5, inciso II da CF/88) e da tipicidade (art. 5, inciso XXXIX da CF/88) tal qual na esfera penal, o que eivaria de nulidade as peças acusatórias que não os respeitem.

72. Ademais, a Mahi teria sido acusada tão somente por ser um veículo de investimento da Veremonte, assim como os Fundos, sem qualquer análise individualizada da conduta que resultaria em prática não equitativa.

73. A Acusação teria apenas equiparado a conduta da Mahi aos fundos Tiradentes e Vila Rica, mas a Mahi não detinha participação relevante na Vanguarda, não era responsável pelo pagamento ao BTG ou a Otaviano Pivetta e em nenhum momento teria participado da decisão de inadimplir as obrigações ao BTG, ou seja, possuía características distintivas que impediriam uma equiparação simples.

74. Além disso, a decisão da Mahi de alienar sua participação nos dias 8 a 13 de dezembro de 2011 teria ocorrido após desentendimentos sobre a gestão da Vanguarda que levaram a saída da Veremonte da Vanguarda, portanto, a mudança no posicionamento em face da Vanguarda teria decorrido de uma descrença superveniente no investimento realizado. A Mahi não teria realizado o desinvestimento em razão do inadimplemento dos Fundos e de seus supostos desdobramentos. Assim, a existência de fundamentação econômica legítima deveria afastar a possibilidade de prática não equitativa.

75. Ao contrário, a acusação teria presumido que o conhecimento da ocorrência do leilão, que acarretaria na venda de volume expressivo de ações VAGR3 pelo BTG, significaria que os preços das ações iriam cair. Entretanto, não haveria como se relacionar a queda da cotação das ações às vendas que seriam realizadas, pois a queda já estaria ocorrendo muito antes do início da realização das alienações pela Mahi. A Acusação ainda teria deixado de verificar que, primeiro, o inadimplemento por parte dos Fundos não necessariamente acarretaria o leilão; e, em segundo lugar, o leilão não necessariamente acarretaria a queda da cotação das ações.

76. A Mahi e os Fundos não teriam controle sobre o inadimplemento que levaria o BTG Vanguarda a alienar grande quantidade de ações da Vanguarda. A Veremonte, controladora da Mahi, teria enviado correspondência sobre a decisão de não efetuar o pagamento, dando oportunidade para Otaviano Pivetta realizar o pagamento diretamente ao BTG Vanguarda. Ainda que houvesse o inadimplemento, a defesa também alegou que o BTG Vanguarda também poderia, por exemplo, ter renegociado a dívida ou o Otaviano Pivetta poderia ter ele próprio realizado o pagamento.



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

77. A defesa apontou que a venda das ações pelo BTG Vanguarda, como ocorrera no leilão, não necessariamente levaria a queda do papel e que, no caso concreto, teria havido elevação de preços, o que poderia ser considerado como um contraindício.

V.1.2 NÃO HAVIA DESEQUILÍBRIO CAPAZ DE GERAR O ILÍCITO

78. A defesa também alegou que para se aferir a existência da prática não equitativa seria necessário a configuração de um desequilíbrio indevido entre o acusado e o resto do mercado, decorrente da quebra de uma relação fiduciária. Esse desequilíbrio não teria existido.

79. Neste caso, deveria ser seguida orientação do Colegiado em voto do PAS 28/05: “*A indevida posição desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais*” exige que a parte infratora (no caso dos autos, a River Clever) ou o seu intermediário: (i) tivessem informações que estivessem obrigados à repassar à outra parte antes da conclusão do negócio; ou (ii) impedissem, por algum meio que a parte prejudicasse manifestasse livre e autonomamente sua decisão negocial.”.

80. No caso vertente, não haveria nenhum óbice legal à Mahi realizar as vendas e a Mahi não teria qualquer obrigação legal de divulgar a informação de que iria vender suas ações VAGR3.

81. No caso da informação que supostamente seria a fonte do desequilíbrio, a saber, o conhecimento do desinvestimento da Veremonte e a decisão de não adimplir com os pagamentos ao BTG Vanguarda e à Família Pivetta, tampouco ensejaria a Mahi o dever legal de divulgar ou se abster de negociar.

V.1.3 DO *FRONT RUNNING* IMPOSSÍVEL

82. A alegação da acusação de *front running* seria impossível, visto que o ilícito teria como pressuposto que a Mahi tivesse antecipado o movimento de outro. No caso, a Mahi não teria se antecipado a ninguém de forma específica e não existiria a possibilidade de se realizar um *front running* contra o mercado.

83. A Mahi realizou as vendas por que a Veremonte, sua controladora, tomou a decisão. Não teria havido fraude, interceptação da operação ou qualquer desequilíbrio indevido. Por tal razão, não haveria como se falar em *front running*.

V.1.4 DA COMPROVAÇÃO DO DOLO

84. As figuras previstas na Instrução CVM nº 8/79 seriam tipos dolosos e sua verificação deveria ser deduzida do conjunto de circunstâncias objetivas do caso concreto, situação que não seria possível no caso da Mahi.



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

V.2 TIRADENTES FUNDOS DE INVESTIMENTOS EM PARTICIPAÇÕES

85. O fundo Tiradentes apresentou defesa em nome próprio e na qualidade de sucessor de Vila Rica I Fundo de Investimento em Participações, conforme deliberação em Assembleia Geral de Quotistas de 20.6.2012.

86. Em síntese, a defesa alegou que: (i) a Acusação teria se equivocado na indicação da pessoa a ser acusada; (ii) o tipo do ilícito imputado não apresentaria todos os elementos necessários de forma para permitir sua aplicação; (iii) a justificativa da decisão dos Fundos de alienar sua participação teria sido legítima; (iv) não haveria um desequilíbrio capaz de gerar o ilícito; (v) não haveria dolo; e (vi) os fundos não podem responder por qualquer falha na divulgação de informações.

V.2.1 PRELIMINARES

87. Segundo a defesa, a responsabilidade pela suposta infração não poderia ser imputada aos fundos Tiradentes ou Vila Rica, pois não foram os responsáveis pela decisão de desinvestimento apontada na acusação. A imputação de pena aos dois fundos, neste caso, seria permitir a responsabilidade por ato praticado por terceiro, a Veremonte.

88. Além disso, o ilícito de prática não equitativa feriria o princípio constitucional da legalidade, pois os ilícitos deveriam necessariamente estar previstos de forma clara e prévia à sua imposição. Neste caso, a norma da Instrução CVM nº 8/79, inciso II, alínea d, teria deixado de indicar todos os seus elementos de forma clara e precisa.

89. A defesa fundamenta que não caberia falar de informalidade ou discricionariedade da Administração Pública, pois se aplicariam os mesmos princípios constitucionais da reserva legal (art. 5, inciso II da CF/88) e da tipicidade (art. 5, inciso XXXIX da CF/88) tal qual na esfera penal, o que eivaria de nulidade as peças acusatórias que não os respeitem.

V.2.2 DA LEGITIMIDADE DA OPERAÇÃO

90. A decisão de venda das ações de emissão da Vanguarda teriam decorrido de uma decisão negocial após desentendimentos sobre a gestão da Vanguarda que levaram a saída da Veremonte da Vanguarda. Por tal motivo, em 12.12.2011, os Fundos teriam iniciado a venda de ações VAGR3.

91. A decisão teria decorrido principalmente da falta de consenso sobre a administração da Vanguarda que gerara um clima de conflito entre os membros da diretoria e os membros do Conselho de Administração ligados à Veremonte. O volume negociado não se prestaria a qualquer conclusão acerca da irregularidade, visto que proporcional a sua participação na Vanguarda. Dessa forma, não guardaria qualquer relação com a detenção de informação que supostamente não era de conhecimento do 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

92. A acusação teria presumido que o conhecimento da ocorrência do leilão, que acarretaria na venda de volume expressivo de ações VAGR3 pelo BTG, significaria que os preços das ações iriam cair. Entretanto, não haveria como se relacionar a queda da cotação das ações às vendas que seriam realizadas, pois a queda já estaria ocorrendo muito antes do início da realização das alienações pelos dois fundos e que a acusação não teria demonstrado (ou teria deixado de verificar) que o inadimplemento por parte dos Fundos não necessariamente acarretaria o leilão; e o leilão não necessariamente acarretaria a queda da cotação das ações.

93. Os Fundos não teriam domínio sobre o inadimplemento que levaria o BTG Vanguarda a alienar grande quantidade de ações da Vanguarda A Veremonte, controladora indireta dos Fundos, teria enviado correspondência sobre a decisão de não efetuar o pagamento, dando oportunidade para Otaviano Pivetta realizar o pagamento diretamente ao BTG Vanguarda. Ainda que houvesse o inadimplemento, o BTG Vanguarda também poderia, por exemplo, ter renegociado a dívida ou o Otaviano Pivetta poderia ter ele próprio realizado o pagamento.

94. A venda das ações pelo BTG, como ocorrera no leilão, não necessariamente levaria a queda do papel e, no caso concreto, teria havido uma subida, o que poderia ser considerado como um contraíndice.

V.2.3 NÃO HAVIA DESEQUILÍBRIO CAPAZ DE GERAR O ILÍCITO

95. A defesa alegou que para se aferir a existência da prática não equitativa seria necessária a configuração de um desequilíbrio indevido entre o acusado e o resto do mercado, decorrente da quebra de uma relação fiduciária. Esse desequilíbrio não teria existido.

96. Alegou também que deve ser seguida orientação do Colegiado em voto do PAS 28/05: “A *indevida posição desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais*” exige que a parte infratora (no caso dos autos, a River Clever) ou o seu intermediário: (i) tivessem informações que estivessem obrigados à repassar à outra parte antes da conclusão do negócio; ou (ii) impedissem, por algum meio que a parte prejudicasse manifestasse livre e autonomamente sua decisão negocial.”.

97. No presente caso, não haveria nenhum óbice legal aos fundos realizarem as vendas e eles não teriam qualquer obrigação legal de divulgar a informação de que iriam vender suas ações VAGR3. Com efeito, não haveria dever legal de divulgar ou de guardar sigilo da informação que seria a fonte do desequilíbrio, qual seja, o conhecimento do desinvestimento da Veremonte e a decisão de não adimplir com os pagamentos ao BTG e à Família Pivetta.



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

V.2.4 DO *FRONT RUNNING* IMPOSSÍVEL

98. A defesa sustentou que esse *front running* impróprio, em que os fundos teriam se antecipado nas vendas em relação às vendas que o BTG iria realizar, não poderia ser concluído dos fatos existentes, pois a alienação das ações não buscaria antecipar um movimento de queda das cotações das ações; não havia como prever o próprio movimento de queda e, por fim, que, de fato, ocorrera a alta ao invés de queda nas cotações no momento da venda das ações pelo BTG.

99. O *front running* seria impossível, visto que o ilícito teria como pressuposto que os Fundos tivessem antecipado o movimento de outro participante no mercado. No caso, os Fundos não teriam se antecipado a ninguém de forma específica e não existiria *front running* contra o mercado.

100. Os Fundos realizaram as vendas por que a Veremonte, sua controladora, tomou a decisão. Não teria havido fraude, interceptação da operação ou qualquer desequilíbrio. Por tal razão, não haveria como se falar em *front running*.

V.2.5 DA AUSÊNCIA DE COMPROVAÇÃO DO DOLO

101. As figuras previstas na Instrução CVM n. 8/79 seriam tipos dolosos. A verificação do dolo deveria ser deduzida do conjunto de circunstâncias objetivas do caso concreto. Tal dedução não seria possível do caso dos fundos. A defesa trouxe como suporte para sua afirmação o fato de que: a decisão da Veremonte de alienar ações da Vanguarda não guardou relação com a possível consequência do inadimplemento da obrigação contraída com o BTG Vanguarda e que a informação detida não apresentava qualquer vantagem nas negociações.

V.2.6 DA IMPOSSIBILIDADE DOS FUNDOS RESPONDEREM POR FALHA DA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES

102. A defesa sustentou que a Acusação teria criticado o fato de que o inadimplemento do pagamento ao BTG Vanguarda só foi devidamente informado ao mercado no dia 9.1.2012, cerca de 20 dias depois da sua ocorrência. No entanto, o dever de informar o mercado não caberia aos Fundos, que não possuíam qualquer função na Diretoria de Relação com Investidores ou sequer responderiam pela forma e tempo em que a Vanguarda prestou informações ao mercado. Se alguém teria o dever fiduciário de informar o referido inadimplemento e suas consequências seria o Otaviano Pivetta, maior acionista individual e membro do conselho de administração, que formalmente tomou conhecimento da decisão da Veremonte, com base no art. 3, §2º, da ICVM 358/02.

103. Assim, afirma ser surpreendente que a CVM não tenha acusado Otaviano Pivetta pela falta de divulgação da informação, mas acusara os Fundos por prática não equitativa.



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

V.3 MARCELO PASSAGLIA PARACCHINI, K.Y.W.S.P.E EMPREENDIMENTOS E PARTICIPAÇÕES S.A., JULIANO LEITE MALARA E OMAR LOPES FERNANDES

104. Em síntese, a defesa alegou que: (i) não existiria regra legal que restringisse a alienação das ações VAGR3 por parte dos acusados; (ii) não existiria dever legal que obrigasse os acusados a divulgar ao mercado, antecipadamente, que iriam vender ações VAGR3; (iii) a operação é legítima, decorrente do exercício regular de direito; (iv) o inadimplemento do pagamento, pelos Fundos, à Otaviano Pivetta, era um fato exógeno à Companhia e não necessariamente culminaria na excussão das ações VAGR3; e (v) a venda das ações pelo BTG não necessariamente resultaria na queda do preço das ações VAGR3.

105. Em relação aos acusados Juliano Malara e Omar Fernandes, a defesa sustentou ainda que (vi) eles não teriam conhecimento da informação e (vii) a negociação não teria decorrido de informação privilegiada ou que pertencesse a terceiros.

V.3.1 DA INOCORRÊNCIA DE PRÁTICAS NÃO EQUITATIVAS

106. A defesa afirmou que o tipo definido na Instrução CVM n. 8/79, inciso II, alínea d, seria um ilícito definido em termos amplos e que deveria ser interpretada restritivamente e com a verificação de todos os elementos previstos em seu tipo, dentre os quais destacou: a existência de um desequilíbrio indevido entre o suposto infrator e o mercado e, ainda, a necessidade de dolo e dano.

107. O desequilíbrio indevido, afirmou, decorreria da violação um dever legal que devia ser observado pelo agente com a finalidade de mantê-lo em efetivo equilíbrio com o mercado.

108. Na inexistência de ato ou fato que pudesse influir na decisão dos investidores de comprar ou vender as ações de uma companhia, não há que se falar em desequilíbrio, em restrição de venda, ou em obrigação de divulgar.

109. Não existiria regra legal que exigisse dos defendentes a comunicação prévia de divulgar ao mercado a intenção da Veremonte de vender suas ações ou, ainda, estabelecesse vedação à alienação das ações. O mesmo se aplicaria ao conhecimento pelos defendentes da decisão de não pagamento ao BTG de valores devidos à Otaviano Pivetta. Nenhum deles teriam operado com informações obtidas de forma ilegal.

110. Ainda, sobre o desequilíbrio indevido, destacou que a informação era externa à Vanguarda. Ou seja, trataria-se de uma relação contratual, no que tange o pagamento, e de uma decisão de negócio, no que toca o desinvestimento da Veremonte, das quais a Vanguarda não fazia parte.



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

111. Os fatos considerados como informação não divulgada ao mercado não poderiam ser caracterizados como um ato ou fato relevante da companhia. Eram informações externas as atividades da Vanguarda e não foram obtidas de forma ilegal.

112. O inadimplemento da Veremonte, diretamente ou pelos fundos Vila Rica e Tiradentes, não necessariamente levaria a excussão da garantia e, posteriormente, ao leilão. Haveriam outras possibilidades: i) o adimplemento por Otaviano Pivetta; ii) a permanência do BTG como acionista da Vanguarda; iii) a venda direta à outro acionista; iv) repactuação do débito, etc.

113. O leilão realizado pelo BTG para liquidar as ações dadas em garantia também não necessariamente levaria a uma queda nos preços, o que contrariaria a tese da acusação. Trouxe como elemento para reforçar as possíveis razões para a queda a disputa entre sócios, que teria sido apontada por analistas como única justificativa aparente para desvalorização do papel.

V.3.2 DO DOLO

114. A defesa também sustentou que as operações realizadas pelos defendentes seriam o mero exercício regular do direito e não teria havido comprovação de dolo específico, ônus da acusação, impondo a aplicação do princípio da presunção de inocência³¹.

V.3.3 DO DANO

115. A defesa alegou que também seria necessária a demonstração de que as operações que teriam sido realizadas pelos defendentes teriam causado um benefício particular em detrimento ao restante do mercado ou de outra parte³².

116. No caso específico da KYWSPE, citou, as operações teriam resultado em um prejuízo de R\$ 818.880,00. E, em relação aos acusados Juliano Malara e Omar Fernandes, a defesa sustentou que não teriam conhecimento da informação.

V.3.4 DO DESCONHECIMENTO DA INFORMAÇÃO POR JULIANO MALARA E OMAR FERNANDES

117. A defesa reforçou que não existiriam provas suficientes para sustentar a acusação e alegou que ao longo da apuração não teria sido perguntado a Juliano e Omar se os mesmos operaram conhecedores da informação e que não haveria no relatório uma prova concreta e efetiva de que as informações eram do seu conhecimento. Como elementos para tal afirmação

³¹ Para fundamentar a necessidade de dolo para a conduta, citou o julgamento do recurso CRSFN 4321, julgado em 23.6.2008.

³² Para fundamentar a necessidade de demonstração do dano, citou o voto do Diretor Relator Wladimir Castelo Branco Castro no julgamento do PAS CVM 06/94, julgado em 21.3.2002.



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

informou que as operações não teriam sido feitas por *home broker*, como informado na Acusação, mas por sistema CMA; e que a conexão pessoal entre os dois seria insuficiente para presumir a detenção da informação.

118. Para explicar a coincidência nas operações, informou que Omar teria instruído Giuliano Baldi, mesmo corretor de Juliano, a realizar as mesmas operações feitas por Juliano com respeito a papéis que ambos tivessem em comum e que este fato explicaria a proximidade de horários da operação.

119. A defesa alegou que, caso Juliano Malara e Omar Fernandes soubessem e isso fosse irregular, haveria uma inexplicável conclusão de que Hélio Seibel não teria operado com as mesmas informações. Tratando de forma diferente a relação semelhante entre o acionista relevante Helio Seibel e a administradora por ele indicada Kátia Costa.

120. Por essas razões, sustentam as defesas que as acusações seriam improcedentes.

VI. DA PROPOSTA DE TERMO DE COMPROMISSO

121. Marcelo Paracchini, Juliano Malara, Omar Fernandes e KYW apresentaram proposta conjunto de Termo de Compromisso (2512-2524) em que se comprometeriam a pagar R\$ 110.000,00 dividido da seguinte forma: R\$ 30.000,00 por Marcelo Paracchini; R\$ 20.000,00 por Juliano Malara; R\$ 20.000,00 por Omar Fernandes e R\$ 40.000,00 por KYW.

122. Outra proposta foi apresentada em conjunto pelo fundo Tiradentes Fundo de Investimento em Participações (por si e na qualidade de sucessor do fundo Vila Rica I Fundo de Investimento em Participações) e Mahi (fls. 2530-2534) em que se comprometeriam a pagar em conjunto R\$ 90.000,00.

123. Em 23.9.2014, foi realizada reunião de negociação do Comitê de Termo de Compromisso com o fundo Tiradentes Fundo de Investimento em Participações e a Mahi, a pedido destes últimos. Como resultado, foi concedido o prazo de 10 dias para oferecimento de nova proposta.

124. Nova proposta foi oferecida pelo o fundo Tiradentes Fundo de Investimento em Participações e a Mahi (fls. 2552-2556) em que se comprometeriam a pagar em conjunto R\$ 350.000,00.

125. Uma segunda proposta também foi oferecida por Marcelo Paracchini, Juliano Malara, Omar Fernandes e KYW (fls. 2557-2569) em que se comprometeriam a pagar em conjunto R\$ 450.000,00 dividido na seguinte proporção: R\$ 320.000,00 por Marcelo Paracchini e KYW; R\$ 100.000,00 por Juliano Malara; e R\$ 30.000,00 por Omar Fernandes.



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

126. Em 24.2.2015, o Colegiado da CVM rejeitou as propostas de Termo de Compromisso (fls. 2586-2587), acompanhando a manifestação do comitê (fls. 2570-2583).

É o relatório.

Rio de Janeiro, 13 de novembro de 2018.

HENRIQUE BALDUINO MACHADO MOREIRA
DIRETOR RELATOR



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 CVM Nº 10/2012

Reg. Col. 9575/15

- Acusados:** Vila Rica I Fundo de Investimento em Participações
Tiradentes Fundo de Investimento em Participações
Mahi Investments Limited
Marcelo Passaglia Paracchini
K.Y.W.S.P.E Empreendimentos e Participações S.A.
Juliano Leite Malara
Omar Lopes Fernandes
- Assunto:** Prática não equitativa no mercado de valores, infração ao inciso I da Instrução CVM nº 8/79 no tipo descrito no inciso II, letra “d”.
- Diretor Relator:** Henrique Machado

VOTO

1. Trata-se de Processo Administrativo Sancionador (“PAS”) elaborado pela Superintendência de Processos Sancionadores (“SPS” ou “Acusação”) imputando responsabilidade por prática não equitativa na negociação de ações de emissão da Vanguarda Agro S.A. (“Vanguarda” ou “Companhia”) ao acusados Vila Rica I Fundo de Investimento em Participações (“Vila Rica”), Tiradentes Fundo de Investimento em Participações (“Tiradentes” e, em conjunto com Vila Rica, “Fundos”), Mahi Investments Limited (“Mahi”), Marcelo Passaglia Paracchini (“Marcelo Paracchini”), K.Y.W.S.P.E Empreendimentos e Participações S.A. (“KYW”), Juliano Leite Malara (“Juliano Malara”) e Omar Lopes Fernandes (“Omar Fernandes”).

I. DAS PRELIMINARES

2. Em sua defesa¹, a Mahi alegou que teria sido acusada de prática não equitativa sem qualquer descrição e análise individualizada da conduta que ela teria realizado e que caracterizaria a infração. A Acusação teria apenas equiparado a conduta da companhia à conduta dos fundos Vila Rica e Tiradentes. A Mahi, contudo, não teria participado da decisão de inadimplir e, diferentemente dos Fundos, não era responsável pelo pagamento e não detinha participação relevante na Vanguarda.

¹ Defesa apresentada em fls. 2.417 e seguintes, em especial, fls. 2.423-2.425.



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

3. A preliminar arguida não merece acolhida.
4. É certo que toda acusação deve individualizar a conduta dos acusados e as regras por eles supostamente infringidas, nos termos do disposto no art. 6º da Deliberação CVM nº 538/08. No presente caso, a individualização da conduta da Mahi restou especificada e acompanhada de provas suficientes para, sem adentrar no mérito da acusação, imputar-lhe responsabilidade pelas operações investigadas. Nesse sentido, destaco o depoimento² do presidente da Mahi à época, Marcelo Paracchini que se manifestou de forma específica sobre os fatos constantes da acusação.
5. Ademais, como visto no relatório, a SPS descreveu as operações que foram realizadas pela Acusada (fl. 2246), indicou as pessoas que sustentou serem as responsáveis pela decisão das operações e, apenas quanto ao motivo das vendas, equiparou a companhia Mahi aos Fundos: “*os fatos que embasaram as tomadas de decisão em nome dos Fundos foram os mesmos que influenciaram as operações em nome da Mahi*” (fl. 2.247).
6. É possível, portanto, verificar os elementos que descrevem a conduta e sustentam a Acusação e, por tal motivo, fica afastada a alegação de violação ao princípio constitucional do contraditório e da ampla defesa. Aliás, verifica-se que a defesa apresentada contesta todas as provas produzidas e rechaça, de maneira precisa e completa, a responsabilidade da Acusada, que não se confunde com a dos Fundos.
7. Por sua vez, ainda em sede preliminar, a defesa dos fundos Vila Rica e Tiradentes alegou que a responsabilidade pela suposta infração não poderia ser imputada aos mesmos, pois não teriam sido responsáveis pela decisão da operação. Essa questão, conquanto importante para a decisão no presente processo, confunde-se com a análise do mérito da acusação, razão pela qual não será abordada nesta seção deste voto.
8. Na mesma linha, é a conclusão que se deve alcançar quanto às alegações preliminares de que as condutas descritas nos autos não encontram capitulação legal. Trata-se de matéria vinculada ao próprio mérito do presente processo administrativo sancionador e será, portanto, apreciada oportunamente.

II. DO MÉRITO

9. Como amplamente descrito no relatório, trata-se de acusação por prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, em infração ao inciso I da Instrução CVM nº 8/79 no tipo descrito no inciso II, letra “d”, da mesma instrução:

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:

² Conforme fls. 2.098 e seguintes.



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

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.

10. Tem-se, reconhecidamente, um tipo administrativo aberto, que requer a verificação pelo Colegiado, em cada caso concreto, dos elementos necessários à subsunção da conduta ao tipo infracional. Esse aspecto foi enfrentado pelo Diretor Wladimir Castelo Branco Castro no julgamento do PAS nº 06/94:

O fato de os tipos serem mais abertos, porém, não significa que sejam imprecisos. Tomemos como exemplo o tipo em que se baseia a principal acusação contida neste processo, que é a prática não equitativa. Conceituada na alínea "d" do inciso II da Instrução 08/79, a irregularidade em questão apresenta os seguintes elementos: ação consciente, negociação com valores mobiliários, dolo específico de auferir proveito. Além desses, exige ainda a ocorrência de um resultado, que pode ser direto ou indireto, consistente no desequilíbrio para uma das partes. Em sendo assim, quem quer que aja conscientemente, provocando o desequilíbrio entre as partes, em uma negociação com valores mobiliários, estará incorrendo em uma prática não equitativa.

11. Nesse sentido, em precedente³ desta Comissão, tive a oportunidade de asseverar que os tipos administrativos contidos na ICVM nº 08/79 são propositalmente abertos e destinados a conferir flexibilidade à autoridade supervisora do mercado, sem prejuízo de sua coercibilidade face à diversidade de situações possíveis da realidade de um mercado em constante evolução. É da essência desses tipos administrativos que eles possam se moldar às circunstâncias que permeiam a conduta investigada, sob pena de esvaziamento de seu comando normativo.

12. Especificamente em relação à caracterização da prática não equitativa, a norma transcrita acima respeita o princípio da tipicidade e permite que os supervisionados observem a regra de forma clara. Aliás, o julgamento reiterado de acusações relativas à referida infração resultou na consolidação de diretrizes para a sua configuração, como, por exemplo, no PAS nº 04/2010⁴:

Como indicam os precedentes desta Autarquia, os elementos caracterizadores da prática não equitativa são:

- a. a ocorrência de negociações com valores mobiliários;
- b. das quais resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, uma posição de desequilíbrio ou desigualdade para qualquer das partes; e
- c. que tal desequilíbrio seja indevido, ou seja, ilegal.

13. Assim, conforme jurisprudência desta CVM, em especial o já mencionado PAS nº 04/2010, são elementos caracterizadores da prática não equitativa: (i) a ocorrência de negociações com valores mobiliários; (ii) uma posição de desequilíbrio ou desigualdade para

³ PAS CVM nº RJ 2016-7192, j. 13.03.18.

⁴ PAS CVM nº 04/2010, Diretora relatora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, j. 23.11.14.



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

qualquer das partes, direta ou indireta, efetiva ou potencial; e que (iii) o desequilíbrio existente seja indevido, leia-se, ilegal. Tem-se, portanto, que o mero desequilíbrio entre os participantes de uma negociação no mercado de valores mobiliário não é suficiente para a caracterização da prática não equitativa. O desequilíbrio ou desigualdade deve ser ilegal.

14. Com efeito, a desigualdade entre os participantes do mercado é natural e, de certa forma, desejável. Capacidade econômica, experiência, conhecimento do negócio, função exercida, formação, recursos tecnológicos, etc. são diversos os elementos que distinguem os agentes numa determinada relação de mercado e que podem, ou não, repercutir no resultado de suas operações. Alguns participantes são legitimamente reconhecidos como mais capacitados tecnicamente que outros e, quando autorizados, podem inclusive oferecer serviços profissionais para terceiros, de análise, de consultoria ou de gestão. Outros utilizam sofisticados instrumentos tecnológicos de obtenção, análise e aproveitamento da informação, em evidente assimetria com os demais participantes. Aliás, é a diferença de perspectiva que aproxima validamente as partes vendedoras e compradoras, o *hedge*, a especulação e a arbitragem.

15. Enfim, é impossível imaginar uma situação em que duas partes estejam em situação absolutamente igual em uma negociação, seja em relação ao nível informacional, seja em relação ao interesse em realizar o negócio jurídico.

16. É, portanto, nesse contexto que a iniquidade de que trata a alínea “d” do inciso II da Instrução CVM nº 8/79 deve ser compreendida. A indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade é aquela resultante da violação do dever de conduta estabelecido em Lei, porquanto cabe à Lei estabelecer de forma prévia, ampla e abstrata as circunstâncias nas quais o natural desequilíbrio das negociações no mercado de valores mobiliários deve ser repellido, em concreta representação da liberdade das relações privadas, salvo expressa disposição legal.

17. Evidentemente, a violação à Lei a que me refiro não é a violação ao próprio inciso I da Instrução CVM nº 8/79, o que representaria inequívoco *petitio principii* e transformaria o intérprete em legislador, em violação ao princípio da reserva legal (art. 5º, inciso II, da Constituição Federal) e da tipicidade (art. 5º, inciso XXXIX, da Constituição Federal). Sem prejuízo da abstração dos tipos administrativos da Instrução CVM nº 8/79, considerando a demonstrada desigualdade comum às relações no mercado de valores mobiliários, a configuração da “prática não equitativa” requer a evidenciação prévia pela Acusação da forma como a posição de desequilíbrio foi alcançada à revelia de um dever legal de conduta. Esse elemento está presente nas variadas formas típicas de prática não equitativa julgadas pela CVM, incluindo *insider trading*⁵, operações com seguro⁶ e *front running*⁷.

⁵ PAS RJ2009/13459, Dir. Rel. Alessandro Broedel Lopes, j. 30.11.2010; PAS RJ2013/13172, Dir. Rel. Henrique Machado, j. 13.06.17, à guisa de exemplo.

⁶ PAS SP2007/0140, Rel. Dir. Otavio Yasbek, j. 15.10.2013; PAS SP 2007/139, Dir. Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, j. 30.07.2013; PAS 01/10, Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. 16.07.2013; entre outros.



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

18. O *insider trading* passou a ser tratado pela CVM de forma mais específica, primeiro com a Instrução CVM nº 31/84⁸ e, após, com a Instrução CVM nº 358/2002⁹. A regra especial afastou a geral, deixando de se utilizar o tipo prática não equitativa para a caracterização da infração. De toda forma, ambas as normas trataram de qualificar a situação de desequilíbrio que enseja a punição administrativa: determinados participantes de mercado que negociam de posse de informação relevante ainda não divulgada, com o intuito de obter vantagem.

19. Assim, configura violação do dever de conduta¹⁰ a atuação desses participantes que no âmbito do mercado de valores mobiliários busquem se beneficiar dos acionistas existentes e potenciais, negociando sem assumir o mesmo risco em razão de uma vantagem informacional (ou desequilíbrio informacional).

20. Nas operações com seguro, o intermediário se aproveita de seus poderes concedidos por um cliente, usualmente institucional, para destinar as ordens não especificadas que resultaram em operações desvantajosas ou menos vantajosas, utilizando essa prática para melhorar seus resultados (quando pode operar para si) e de terceiros beneficiários, deixando de

⁷ PAS 10/05, Dir. Rel. Eli Loria, j. 25.08.2009; PAS SP2013/0448, Dir. Rel. Gustavo Tavares Borba, j. 08.06.18; PAS SP 2003/0461, Dir. Rel. Maria Helena de Santana, j. 05.12.2006: *...Digo isso pois o Representante e o Operador, embora tenham dever de lealdade para com seu empregador e seu cliente, conforme o caso, conhecendo as ordens de compra ou conhecendo a estratégia de compra do Investidor, anteciparam-se a ele, adquirindo as ações da Companhia a preços mais baixos e revendendo-as ao Investidor a preço mais elevado. A esse respeito, a declaração do Operador atribuindo o sucesso dos seus investimentos a esse conhecimento (ver Item 04 do Relatório ou Nota de Rodapé 5) é reveladora não só dos fatos, mas da intenção de praticar aqueles atos.*

Assim, dada a violação desse dever de lealdade, as operações realizadas pelo Operador e pela Irmã propiciaram um tratamento a eles, nas negociações com ações da Companhia, em indevida desigualdade com o Investidor e, também, com os demais participantes do mercado, que alienaram suas ações aos acusados sem o conhecimento da estratégia do Investidor, que foi indevidamente utilizado nas compras (e subseqüentes vendas) pelo Operador e pela Irmã (por intermédio do Representante).

⁸ Art. 11 - É vedada, como prática não equitativa, a negociação com valores mobiliários realizada por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição, tenha conhecimento de informação relativa a ato ou fato relevante antes de sua comunicação e divulgação ao mercado. Parágrafo único - A mesma vedação aplica-se a quem quer que tenha conhecimento de informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que se trata de informação privilegiada ainda não divulgada ao mercado.

⁹ Art. 13. Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante.

§1º A mesma vedação aplica-se a quem quer que tenha conhecimento de informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que se trata de informação ainda não divulgada ao mercado, em especial àqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, tais como auditores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores e instituições integrantes do sistema de distribuição, aos quais compete verificar a respeito da divulgação da informação antes de negociar com valores mobiliários de emissão da companhia ou a eles referenciados.

¹⁰ Por exemplo, no PAS nº 01/2014, j. em 19.6.2018, a acusação de uso de informação privilegiada foi feita com base no § 4º do artigo 155 da Lei nº 6.404/76 c/c §1º do art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002 e no PAS nº RJ2013/13172, a acusação de uso de informação privilegiada foi feita com base no §1º do artigo 155 da Lei nº 6.404/76 c/c o art. 13 da Instrução CVM nº 358/2002. A combinação desses artigos reforça a relação existente entre o dever de lealdade e a prática não equitativa, no caso, uso de informação privilegiada.



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

correr o mesmo risco que os demais participantes no mercado. Não há aqui uma vantagem informacional, mas, ao manipular a distribuição de ordens, o intermediário viola seus deveres fiduciários para colocar-se, ou a terceiros, em indevida posição de desigualdade.

21. Nas situações de *front running*, o intermediário tem o conhecimento de uma ordem certa a ser executada (dada pelo cliente), desconhecida pelos demais participantes do mercado, que é antecipada pelo intermediário ao introduzir uma ordem própria ou de terceiros em prejuízo do cliente. O benefício informacional do *front runner* advém, portanto, da violação de seu dever legal que justificou a confiança do cliente em lhe repassar a informação. A infração decorre, portanto, da relação entre cliente e intermediário, tratando-se de espécie de preterição de cliente. Não existe *front running* contra o mercado.

22. Evidentemente, o formato mais comum de cada exemplo poderá ter variações. O *front runner* pode passar a informação adiante ou o vazamento da informação pode decorrer da relação fiduciária mas sem o conhecimento das partes na relação fiduciária. Nesses casos, as operações derivadas da violação do dever legal também padecerão do vício que o abuso dessa relação fiduciária impõe.¹¹

23. É por considerar tal fato que eventuais clientes desses intermediários também são responsabilizados pela prática não equitativa quando dolosamente¹² engajarem em operações com indevida vantagem. Ou seja, o cliente de um intermediário que é beneficiado pelo *front running* e, também, aquele que, *sem relação com a companhia*, obtém informação relevante ainda não divulgada com impacto em determinado setor ou determinada companhia e se beneficia disso no mercado de valores mobiliários. De toda forma, a posição de desequilíbrio é alcançada de forma indevida.

24. No presente caso, a Acusação destacou duas informações como fundamentais para a compreensão do ilícito: (i) a decisão da Veremonte de reduzir significativamente a sua participação na Vanguarda, que teria ocorrido entre a saída dos administradores vinculados à

¹¹ Sobre a importância de se estabelecer essa vinculação, cito Otávio Yazbek no julgamento do PAS nº 13/2005, julgado em 25.6.2012: “E, para o fim de avaliar se estes acusados devem ser responsabilizados por ter participado de um esquema como o descrito pela comissão de inquérito, parece-me necessário ir além da constatação acerca dos “ajustes do dia” positivos e negativos. É necessário, antes de qualquer outra coisa, relacionar as operações dos Investidores com as operações realizadas pelos Fundos: para que o esquema funcionasse, os Investidores e os Fundos teriam que atuar por um mesmo intermediário durante um mesmo período. Mas não é só. Deve-se traçar vínculos, de um forma mais ou menos direta, entre (i) o Investidor; (ii) alguém relacionado à gestão dos Fundos; e (iii) alguém relacionado aos intermediários responsáveis pelas operações realizadas por esses mesmos investidores e fundos”.

¹² Destaca-se trecho do voto do Dir. Rel. Pablo Renteria no PAS RJ 2012/13605, julgado em 23.8.2016: *Caracterizada a materialidade do ilícito, cumpre então examinar a sua autoria, tendo em conta que a prática não equitativa no mercado de valores mobiliários supõe o dolo específico do agente*. Essa consideração é jurisprudência consolidada, verificada nos PAS: IA CVM nº 06/94, Rel. Dir. Wladimir Castelo Branco Castro, julg. 21.3.2002; e IA CVM nº 05/99, Rel. Dir. Wladimir Castelo Branco Castro, julg. 23.11.2000. De forma exemplificativa, encontra-se na doutrina o mesmo posicionamento no sentido da necessidade de se verificar o dolo da conduta, v.g. em Nelson Eizirik: “A jurisprudência administrativa da CVM é pacífica no sentido de considerar que a aplicação de penalidades por infração às disposições da Instrução nº 08/79 pressupõe a comprovação da conduta dolosa dos indiciados.” (Aspectos Modernos do Direito Societário. Rio de Janeiro: Renovar, 1992, pp. 179-198).



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

Veremonte da Vanguarda, em 30.11.2011, e o início das vendas das ações pela Mahi, em 8.12.2011, e (ii) a decisão da Veremonte de não realizar o pagamento ao BTG que teria ocorrido ao menos antes da notificação à família de Otaviano Pivetta, em 16.12.2011. Segundo a Acusação, o conhecimento dessas informações pelos Acusados representaria vantagem indevida nas operações por eles realizadas no mercado de valores mobiliários.

25. As operações com VAGR3 teriam sido efetuadas com o objetivo de antecipar uma suposta queda da cotação das ações que ocorreria com a venda significativa de ações pela Veremonte (em decorrência da decisão de reduzir o investimento na Vanguarda) e pelo BTG Vanguarda FIP (em decorrência da excussão da garantia fornecida para a obrigação que seria inadimplida pela Veremonte por meio de seus fundos Vila Rica e Tiradentes).

26. Nesse contexto, tenho que a Acusação não logrou êxito em demonstrar de que forma a assimetria informacional suscitada ocorreu de forma indevida. Em relação ao desinvestimento da Veremonte, embora a cadeia da informação tenha sido satisfatoriamente demonstrada pela Acusação, em nenhum momento a peça acusatória aponta a violação ao dever de divulgar (e quem teria esse dever) ou violação de qualquer outro dever legal por parte dos Acusados. Ao contrário, ao relatar as negociações realizadas de posse dessa informação, tem-se a alusão da possível ocorrência de *front running* contra o mercado, o que, como visto, não encontra respaldo legal.

27. Em relação aos acusados Mahi e fundos Vila Rica e Tiradentes, a tese exsurge particularmente insustentável. Por se tratarem de veículos de investimento da Veremonte, como assumido pela própria Acusação, a atuação deles no mercado é a própria concretização da estratégia de desinvestimento daquela. Aliás, a análise das Tabelas 1 a 3 do Relatório indica uma estratégia de desinvestimento compatível com as razões apontadas pelos Acusados.

28. Por sua vez, em relação à decisão da Veremonte de não realizar o pagamento ao BTG, a Acusação não aponta objetivamente quando ela foi tomada e tampouco demonstra como tal decisão implicaria necessariamente na execução da garantia pelo BTG. A rigor, a dívida poderia ser quitada pelo devedor principal ou ainda renegociada entre as partes, de forma que a suposta alienação expressiva de ações, admitida pela tese acusatória, não encontra respaldo nos autos. Ao contrário, conforme tabela juntada aos autos pela Acusação (fls. 2.242-2.243), no dia do anúncio da execução de garantia pelo BTG Vanguarda FIP a alta na cotação foi de 9,4% e no dia seguinte de 2,9%. No dia marcado para a realização do leilão, dia 13.01.2012, não houve variação da cotação.

29. Ademais, considerando que no dia 16.12.2011 a Veremonte notificou a família Pivetta sobre a decisão de não efetuar o pagamento da dívida, a análise das supramencionadas Tabelas 1 a 3 também não me leva a concluir que a estratégia de desinvestimento tenha sido realizada para antecipar o suposto movimento negativo de mercado. Ao contrário, as vendas realizadas pelos veículos de investimento da Veremonte se protraem consistentemente ao longo do tempo.



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

30. De toda forma, assim como o desinvestimento pela Veremonte, a informação sobre o não pagamento da dívida não representou indevida vantagem a ensejar acusação por prática não equitativa. Os Acusados não detinham nenhuma informação que, por obrigação legal, deveriam divulgar ao mercado antes de negociarem nem a utilizaram em violação a qualquer outro dever legal.

IV. CONCLUSÃO

31. Por todo o exposto, com fulcro no art. 11 da Lei nº 6.385/76, voto pela absolvição de Vila Rica I Fundo de Investimento em Participações, Tiradentes Fundo de Investimento em Participações, Mahi Investments Limited, Marcelo Passaglia Paracchini, K.Y.W.S.P.E. Empreendimentos e Participações S.A., Juliano Leite Malara, e Omar Lopes Fernandes.

É o voto.

Rio de Janeiro, 13 de novembro de 2018.

HENRIQUE BALDUINO MACHADO MOREIRA
DIRETOR RELATOR