



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP – CEP 01333-010 – Brasil – Tel: (11) 2146-2000
SCN Q02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP 70712-900 – Brasil – Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.008818/2018-37 (RJ-2018-5852)

Reg. Col. nº 1344/19

Acusado: Robert Max Mangels

Assunto: Apurar eventual responsabilidade por manipulação de preço no mercado de valores mobiliários, em infração ao inciso I da Instrução CVM nº 8/1979, conforme inciso II da referida norma

Relator: Diretor Alexandre Costa Rangel

Voto

I. Introdução

1. Trata-se de Processo¹ instaurado pela SMI para apurar eventual responsabilidade do Acusado por suposta prática de manipulação do preço da ação MGEL4 no mercado de valores mobiliários, em infração ao inciso I c/c inciso II, “b”, da Instrução CVM nº 8/1979². A prática do ilícito teria sido perpetrada por meio de um conjunto de operações de aquisição de MGEL4 realizadas no mercado à vista, a mando do Acusado, em 28 pregões, no período compreendido entre 20.08.2015 e 27.10.2015³. O suposto objetivo do Acusado seria manter, de modo artificial,

¹ Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto, quando não estiverem aqui definidos, têm o significado que lhes foi atribuído no relatório que o antecede (“Relatório”).

² A Instrução CVM nº 8/1979 foi revogada pela Resolução CVM nº 62/2022, no âmbito do processo de revisão e consolidação normativa da CVM decorrente do Decreto nº 10.139/2019. Com pequenas diferenças formais, os arts. 3º e 2º, inciso II, da nova Resolução reproduzem, respectivamente, o disposto nos incisos I e II, alínea b, da Instrução revogada. Assim enunciam os dispositivos da Instrução CVM nº 8/1979 cuja infração foi imputada ao Acusado: “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: (...) b) manipulação de preços no mercado de valores mobiliários, a utilização de qualquer processo ou artifício destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo, terceiros à sua compra e venda;”

³ Pregões de 20.08.2015; 21.08.2015; 24.08.2015; 25.08.2015; 26.08.2015; 27.08.2015; 28.08.2015; 31.08.2015; 01.09.2015; 02.09.2015; 03.09.2015; 04.09.2015; 09.09.2015; 10.09.2015; 11.09.2015; 14.09.2015; 15.09.2015; 16.09.2015; 22.09.2015; 23.09.2015; 24.09.2015; 25.09.2015; 29.09.2015; 01.10.2015; 16.10.2015; 20.10.2015; 21.10.2015; e 27.10.2015.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP – CEP 01333-010 – Brasil – Tel: (11) 2146-2000
SCN Q02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP 70712-900 – Brasil – Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

o respectivo preço de fechamento em patamar igual ou superior a R\$ 1,00.

2. O Processo teve origem nas Comunicações, por meio das quais a BSM e a Corretora informaram a Área Técnica acerca da existência de supostos indícios da prática da infração pelo Acusado. À época dos fatos, além de membro da família fundadora e detentor de relevante posição acionária no capital social votante da Mangels⁴, o Acusado também ocupava os cargos de diretor presidente e presidente do conselho de administração da Companhia.

3. Como narrado no Relatório, as operações de aquisição de MGEL4 realizadas pelo Acusado, em sua maioria, apresentaram uma mesma contraparte vendedora, AF, à época também membro do conselho de administração da Companhia, em face de quem não foi formulada acusação neste Processo⁵.

4. A partir do exame detalhado das referidas operações e das transcrições de gravações telefônicas de diálogos havidos em sete pregões⁶ entre (i) o Acusado e seu AAI; (ii) AF e seu operador POF; e (iii) os Operadores (“Diálogos”), a Acusação teria identificado tanto a finalidade pretendida pelo Acusado, quanto seu modo de atuação.

5. A finalidade das operações, identificada em diálogo mantido entre Robert e seu AAI em 20.08.2015⁷, consistiria em assegurar a manutenção da listagem de MGEL4 na B3, diante da então recém-editada regra de vedação à listagem de *penny stocks*. Diante do advento da nova regra, o Acusado teria enfatizado a seu AAI, no referido diálogo de 20.08.2015, ser “*importante que a gente consiga fechar o dia com a ação da Mangels acima de R\$1,00*”, instruindo-o a administrar o preço de MGEL4 da seguinte forma: “*se vc percebe que está caindo, coloca oferta*

⁴ De acordo com a última versão do Formulário de Referência da Companhia divulgada antes do período em que a prática da infração supostamente teria ocorrido, o Acusado seria detentor de 33,33% do capital social da Shorewood S.A., veículo que deteria, de modo indireto, 70,32% do capital votante da Mangels (Informações extraídas da Seção 8, “Grupo Econômico”, do Formulário de Referência - 2013 - V8, enviado à CVM em 04.02.2014. Disponível na Central de Sistemas da CVM na internet).

⁵ Como consignado no item 15 do Relatório, “[e]m relação a AF, a Área Técnica entendeu não haver nos autos elementos que permitissem atribuir-lhe responsabilidade pela prática de manipulação de preços. Registrou, em especial, que, embora tenha figurado como contraparte de Robert em grande parte das operações e haja sido detectada atuação coordenada entre os Operadores, diálogos constantes dos autos evidenciariam que AF teria se aproveitado da conduta manipuladora de Robert para alienar Ações de sua titularidade por preço superior ao de mercado, visando ao lucro e não à manipulação do preço do valor mobiliário”. Sem prejuízo de eventuais dúvidas relativas aos fundamentos que embasaram o não oferecimento de acusação em face de AF, deixo de tecer qualquer comentário acerca da referida pessoa, que não participou deste Processo na condição de acusado e não se defendeu de qualquer imputação de responsabilidade formulada pela Área Técnica.

⁶ Pregões de 20.08.2015, 25.08.2015, 01.09.2015, 16.09.2015 22.09.2015, 23.09.2015 e 16.10.2015.

⁷ “Diálogo I” (Gravação contida no Doc. SEI 0601324, no trecho entre 00m40s a 02m43s; transcrição contida no Doc. SEI 0601344, fls. 5-6).



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP – CEP 01333-010 – Brasil – Tel: (11) 2146-2000
SCN Q02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP 70712-900 – Brasil – Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

de compra acima de R\$1,00... ”.

6. Para atingir tal objetivo, caso não existissem negócios com MGEL4 durante um determinado pregão ou caso tais negócios apresentassem patamar de preço inferior a R\$ 1,00, o Acusado teria realizado, de modo reiterado, coordenado e sistemático, negócios de compra e venda de MGEL4 ao preço mínimo de R\$ 1,00 por ação, em sua maioria articulados entre o próprio Acusado, na condição de contraparte compradora, e AF, na condição de contraparte vendedora (“Negócios” ou “Operações”). Os Negócios eram realizados no pregão regular ou neste e no *call* de fechamento, havendo divisão em lotes pequenos a fim de “marcar” o preço do Ativo acima de R\$ 1,00.

7. De acordo com a Acusação, o modo de atuação do Acusado apresentou as seguintes características (“Estratégia”):

- (i) de um lado, o Acusado inseria ofertas de compra de MGEL4 no livro de modo a fechar negócio com as ofertas de venda existentes abaixo de R\$ 1,00, até atingir a oferta de venda de AF disponível no livro, a preço igual ou superior a R\$ 1,00⁸. Alternativamente, o Acusado mantinha ofertas de compra de MGEL4 no livro com os melhores níveis de preço até atingir valores iguais ou superiores a R\$ 1,00;
- (ii) de outro, AF inseria ofertas de venda de MGEL4 no livro de modo a fechar negócio com as ofertas de compra do Acusado disponíveis no livro com preço igual ou superior a R\$ 1,00. Alternativamente, AF mantinha oferta de venda de MGEL4 no livro com preço mínimo de R\$ 1,00⁹; e
- (iii) ficava a cargo dos Operadores a combinação não só do momento de inserção da oferta, mas também de quem a deixaria disponível no livro para ser agredida, conforme comprovariam os Diálogos entre ambos constantes dos autos.

8. Partindo da finalidade pretendida pelo Acusado e da sistemática de atuação acima descrita, a Acusação identificou 28 pregões em que o ilícito de manipulação teria ocorrido, com base na presença dos seguintes três parâmetros: “(i) o preço de fechamento do pregão igual ou

⁸ Nas exatas palavras utilizadas pela Acusação, Robert “agredia ofertas de venda disponíveis no livro abaixo de R\$1,00 até atingir oferta de [AF] disponível no livro a preço igual ou superior a R\$ 1,00” (Doc. SEI 0601344, fl. 4).

⁹ Segundo a Acusação, AF “agredia ofertas de compra de Robert disponíveis no livro de ofertas com preço igual ou superior a R\$1,00” (Doc. SEI 0601344, fl. 4).



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP – CEP 01333-010 – Brasil – Tel: (11) 2146-2000
SCN Q02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP 70712-900 – Brasil – Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

superior a R\$1,00; (ii) a realização de operações coordenadas, e (iii) o modo como as ofertas de negociação foram inseridas no livro de ofertas e seu impacto no preço do ativo”¹⁰.

9. À luz do acima exposto, a Acusação sustenta estarem presentes os requisitos necessários à caracterização da prática, pelo Acusado, do ilícito de manipulação do preço de MGEL4 no mercado de valores mobiliários, em violação ao inciso I c/c inciso II, “b”, da Instrução CVM nº 8/1979.

10. De modo contraposto, a Defesa alega a licitude e legitimidade dos Negócios e da atuação do Acusado, sustentando, em síntese, a ausência no caso concreto (i) dos requisitos necessários à caracterização do ilícito; (ii) de potencial lesivo na conduta do Acusado, que não teria causado impacto na formação da vontade de terceiros; e (iii) de lucro ou qualquer outro benefício irregular para o Acusado e de prejuízo para terceiros.

11. Antes da análise do mérito do presente caso, cabe tratar das questões preliminares arguidas pelo Acusado em sua petição datada de 20.06.2022¹¹.

II. Preliminares

12. Preliminarmente, o Acusado sustenta a ocorrência de:

- (i) prescrição intercorrente, nos termos do art. 1º, § 1º, da Lei nº 9.873/1999¹², a qual teria se operado em 01.03.2022, com o decurso do prazo de 3 anos contados de 01.03.2019, data do Memorando 103¹³, documento que encaminhou este Processo à Gerência Executiva (EXE) para designação da sua primeira relatoria e que consistiria, na opinião do Acusado, no último ato praticado neste Processo destinado a apurar a infração imputada a ele; e
- (ii) cerceamento do direito de defesa, o qual teria sido causado pelo meu despacho de 06.06.2022, por meio do qual indeferi pedido genérico de produção de provas formulado na Defesa. Segundo o Acusado, o art. 38 da Lei nº 9.784/1999¹⁴ seria claro no sentido

¹⁰ Doc. SEI 0601344 (fl. 4).

¹¹ Doc. SEI 1535019.

¹² “§ 1º Incide a prescrição no procedimento administrativo paralisado por mais de três anos, pendente de julgamento ou despacho, cujos autos serão arquivados de ofício ou mediante requerimento da parte interessada, sem prejuízo da apuração da responsabilidade funcional decorrente da paralisação, se for o caso.”

¹³ Doc. SEI 0704781.

¹⁴ “Art. 38. O interessado poderá, na fase instrutória e antes da tomada da decisão, juntar documentos e pareceres, requerer diligências e perícias, bem como aduzir alegações referentes à matéria objeto do processo. §1º Os



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP – CEP 01333-010 – Brasil – Tel: (11) 2146-2000
SCN Q02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP 70712-900 – Brasil – Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

de que o direito do acusado à produção de provas, garantido constitucionalmente, poderá ser exercido na “*fase instrutória*”, a qual não chegou a ser inaugurada neste Processo.

13. Entendo que ambas as preliminares devam ser rejeitadas pelos motivos a seguir expostos.

14. Especificamente com relação à possível prescrição intercorrente suscitada pelo Acusado, que passa a incidir a partir da instauração do processo administrativo sancionador e com a intimação dos acusados para apresentação de defesas, verifico que, no presente caso, houve atos que interromperam o prazo prescricional trienal.

15. Após a intimação do Acusado em 30.11.2018¹⁵, a Gerência Executiva, por meio de despacho datado de 13.03.2019, distribuiu o Processo para sua primeira relatoria¹⁶, caracterizando ato destinado a impulsionar o feito em direção à sua conclusão e, portanto, apto a interromper a prescrição intercorrente.

16. Adicionalmente, relevante destacar que, em 23.03.2020, foi publicada a Medida Provisória nº 928/2020, dispondo sobre as “*medidas para enfrentamento da emergência de saúde pública de importância internacional decorrente do coronavírus*”, que suspendeu, pelo período de 120 dias, até 20.07.2020¹⁷, o transcurso dos prazos prescricionais para aplicação de sanções administrativas previstas na Lei nº 9.873/1999.

17. Portanto, levando em conta, como novo marco inicial do prazo prescricional, a data de 13.03.2019 e acrescentando a tal prazo o período de suspensão imposto pela Medida Provisória nº 928/2020, temos que a prescrição intercorrente apenas seria verificada em 11.07.2022.

18. No curso de tal prazo, de modo a preparar este Processo para o respectivo julgamento, proferi, em 06.06.2022, despacho denegatório de pedido genérico de produção de provas formulado pelo Acusado em sua Defesa¹⁸ – ato necessário, inequivocamente destinado ao andamento do Processo rumo ao seu desfecho e igualmente interruptivo da prescrição

elementos probatórios deverão ser considerados na motivação do relatório e da decisão. §2º Somente poderão ser recusadas, mediante decisão fundamentada, as provas propostas pelos interessados quando sejam ilícitas, impertinentes, desnecessárias ou protelatórias.”

¹⁵ Docs. SEI 0637747, 0646817 e 0654957.

¹⁶ Doc. SEI 0708339.

¹⁷ Nos termos do Ato Declaratório do Presidente da Mesa do Congresso Nacional nº 93, de 30.07.2020. Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/ato2019-2022/2020/Congresso/adc-93-mpv928.htm. Acesso em 30.06.2022.

¹⁸ Doc. SEI 1521636.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP – CEP 01333-010 – Brasil – Tel: (11) 2146-2000
SCN Q02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP 70712-900 – Brasil – Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

intercorrente.

19. Dessa maneira, levando em consideração o exposto acima, não se verifica no presente Processo a ocorrência da prescrição intercorrente suscitada pelo Acusado.

20. Quanto à preliminar de cerceamento de Defesa, registro que a Lei nº 6.385/1976, em seu art. 9º, V, c/c § 2º – legislação de natureza especial em relação à Lei nº 9.784/1999, que, por tal motivo, se aplica apenas de forma subsidiária – atribui à CVM a regulação do procedimento a ser seguido nos processos administrativos sancionadores instaurados no âmbito da Autarquia.

21. De acordo com tal procedimento, são ônus do acusado em matéria probatória (i) instruir sua defesa com os documentos destinados a provar suas alegações; e (ii) indicar, de forma específica e fundamentada, as demais provas que pretenda produzir, de modo que seja possível decidir acerca de sua pertinência e utilidade para o julgamento do feito e determinar, conforme o caso, as diligências necessárias à produção das provas em questão¹⁹.

22. Ao final de sua Defesa, o Acusado formulou pedido de produção de provas nos seguintes termos: “*Protesta-se, ainda, pela produção de todas as provas admitidas em direito, inclusive testemunhal, e juntada de eventuais novos documentos e informações (...).*”²⁰ Não indicou, todavia, quais documentos ou provas adicionais pretendia produzir, nem quais fatos visava com eles comprovar. Tampouco apresentou o rol de testemunhas a serem ouvidas, quais quesitos seriam formulados ou quais fatos controvertidos poderiam ser esclarecidos com a produção da prova testemunhal.

23. Como pontuei no aludido despacho de 06.06.2022, o pedido de produção de provas formulado pelo Acusado, nos termos apresentados, reveste-se de caráter demasiadamente

¹⁹ É o que se depreendia de leitura conjunta dos arts. 13, § 2º, e 19 da Deliberação CVM nº 538/2008, vigente à época da apresentação da defesa do Acusado. Confira-se a redação dos dispositivos: “*Art. 13. O acusado será intimado, por escrito, para apresentação de defesa no prazo de 30 (trinta) dias, contados da data da intimação. (...) § 2º O acusado deverá apresentar sua defesa, por escrito, dirigida ao Presidente da CVM, instruída com os documentos em que se fundamentar. (...) Art. 19 Caberá ao Relator decidir acerca do pedido de provas formulado na defesa do acusado, bem como presidir as diligências necessárias à sua produção, caso deferido.*” (grifos meus). Idêntica sistemática foi mantida pela Instrução CVM nº 607/2019 e pela ora vigente Resolução CVM nº 45/2021, cujos arts. 29 e 43 dispõem: “*Art. 29. O acusado deve apresentar sua defesa por escrito no prazo de 30 (trinta) dias após a citação, oportunidade em que deve juntar os documentos destinados a provar suas alegações e especificar as demais provas que pretenda produzir, observado o disposto nos arts. 42 e 43 desta Resolução. (...) Art. 43. Cabe ao Relator decidir acerca do pedido de provas formulado na defesa do acusado, bem como presidir as diligências necessárias à sua produção, caso deferido o pedido.*” (grifos meus).

²⁰ Doc. SEI 0677483 (fl. 35, item 115).



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP – CEP 01333-010 – Brasil – Tel: (11) 2146-2000
SCN Q02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP 70712-900 – Brasil – Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

genérico e sem fundamentação acerca da finalidade a que se propõe. Tal circunstância autoriza seu indeferimento, sem que isso se confunda com qualquer modalidade de cerceamento de defesa, consoante jurisprudência pacífica do Colegiado desta Autarquia²¹, além de julgados do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional – CRSFN²² e do Superior Tribunal de Justiça – STJ²³.

24. Por fim, considero oportuno registrar que, em sua petição de 20.06.2022, o Acusado também não formulou qualquer pedido de produção de provas novas ou supervenientes, havendo simplesmente alegado que meu despacho de 06.06.2022 geraria uma nulidade processual e cercearia seu direito de defesa, o que não é o caso, como demonstrado acima.

25. À luz do exposto, voto pela rejeição de ambas as questões preliminares suscitadas pelo Acusado em sua petição de 20.06.2022.

III. Mérito

26. Em benefício da objetividade, antecipo minha posição no sentido de que assiste razão à Área Técnica quanto à imputação de manipulação do preço de MGEL4 formulada em face do Acusado. Entendo que as informações acostadas aos autos pela SMI – em especial o exame detalhado, constante da Acusação, dos Negócios e das gravações telefônicas dos Diálogos – demonstraram, de modo claro, a intenção do Acusado e seu modo de atuação, formando um conjunto probatório adequado e suficiente para formar o juízo condenatório nesse caso.

27. Como será exposto em detalhes a seguir, entendo que o Acusado atuou, de modo deliberado, reiterado, sistemático e articulado com AF, irregularmente, para reduzir o *spread* entre as ofertas de compra e venda constantes do livro de ofertas de MGEL4 e para gerar liquidez, por meio da realização dos Negócios, exclusivamente a preços maiores ou iguais a R\$ 1,00. Desse modo, artificialmente, manteve a cotação de fechamento do Ativo no referido

²¹ Nesse sentido, cito, exemplificativamente, os seguintes precedentes (i) PAS CVM nº 2015/2666, Diretor Relator Roberto Tadeu, voto proferido em 13.09.2016; (ii) PAS CVM nº 02/2013, Diretor Relator Gustavo Gonzalez, despacho proferido em 05.03.2018; (iii) PAS CVM nº 13/2013, Diretor Relator Gustavo Borba, voto proferido em 21.08.2018; (iv) PAS CVM nº 14/2010, Diretor Relator Henrique Machado, despacho proferido em 15.01.2019; (v) PAS CVM nº 17/2013, Diretora Relatora Flávia Perlingeiro, voto proferido em 18.06.2019; e (vi) PAS CVM nº 19957.011190/2019-38, relator Presidente Marcelo Barbosa, voto proferido em 14.07.2020.

²² Recurso nº 13.440, do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional – CRSFN, 382ª sessão de julgamento, 25.08.2015.

²³ STJ, Primeira Turma, REsp 1384971 SP 2013/0149180-8, Relator Ministro Arnaldo Esteves Lima, julgado em 02.10.2014, DJe 31.10.2014.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP – CEP 01333-010 – Brasil – Tel: (11) 2146-2000
SCN Q02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP 70712-900 – Brasil – Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

patamar de preço e assegurou, ao menos no período indicado pela Acusação, a permanência da listagem do Ativo em mercados administrados pela Bolsa, nos termos do Regulamento para Listagem e do Manual do Emissor.

28. Para melhor organização deste voto, divido o exame do mérito nas seguintes seções: **(i)** começo com breves considerações acerca do ilícito de manipulação de preços no mercado de valores mobiliários; **(ii)** em seguida, trato da autoria da infração; **(iii)** ato contínuo, abordo a materialidade da infração, demonstrando a subsunção da conduta do Acusado ao tipo regulatório em comento, o potencial lesivo de sua conduta e a desnecessidade da existência de lucro ou vantagem indevida para a caracterização da infração administrativa; e **(iv)** por fim, passo à conclusão e dosimetria.

Breves considerações acerca do ilícito de manipulação de preços

29. A prevenção e repressão à prática de manipulação de preços no mercado é de tal modo relevante para a estrutura regulatória de um mercado de capitais eficiente²⁴⁻²⁵ que o legislador expressamente elencou a matéria entre as atribuições da CVM e lhe outorgou atribuição para definir o respectivo tipo administrativo (Lei nº 6.385/1976, arts. 4º, inciso V; e 18, inciso II,

²⁴ Como afirmado na Exposição de Motivos da Lei nº 6.385/1976, esta pretende, em conjunto com a Lei nº 6.404/1976, assegurar o “funcionamento eficiente e regular do mercado de valores mobiliários. In verbis: “2. O texto anexo forma, em conjunto com o projeto de lei das sociedades por ações, um corpo de normas jurídicas destinadas a fortalecer as empresas sob controle de capitais privados nacionais. Com tal objetivo, ambos procuram assegurar o funcionamento eficiente e regular o mercado de valores mobiliários, propiciando a formação de poupanças populares e sua aplicação no capital dessas empresas.” (grifos acrescentados).

²⁵ Por mercado de capitais eficiente, pretendo me referir àquele cujos preços refletem as informações relevantes disponíveis a respeito de um determinado ativo. A respeito: “A hipótese dos mercados eficientes foi desenvolvida, essencialmente, por Eugene Fama. Partindo da premissa de que a função primária do mercado de capitais é permitir a alocação eficiente dos recursos na economia, Fama reputa como ideal o mercado em que os preços refletem as informações relevantes sobre um ativo, permitindo, assim, a alocação dos recursos nos empreendimentos mais rentáveis. Ele classifica três formas de verificação da eficiência informacional do mercado: fraca, em que o preço dos valores mobiliários refletiria apenas as informações relativas a preços históricos; semiforte, na qual os preços incorporariam as informações públicas disponíveis; e forte, onde os preços dos valores mobiliários refletiriam absolutamente todas as informações existentes sobre o ativo. Entende-se que a eficiência semiforte é aquela que melhor reflete o efetivo funcionamento do mercado, notadamente no que se refere ao impacto gerado por novas informações ao preço dos valores mobiliários negociados” (Costenaro Cavali, Marcelo. Fundamento e limites da repressão penal da manipulação do mercado de capitais: uma análise a partir do bem jurídico da capacidade funcional alocativa do mercado. Tese apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para a obtenção do título de Doutor em Direito, na área de concentração Direito Penal, Medicina Forense e Criminologia, sob a orientação do Professor Titular Dr. Vicente Greco Filho, fl. 143. Disponível em https://www.anbima.com.br/data/files/80/40/B6/F5/165CC5106CE3A8C5A8A80AC2/Tese_final_Marcelo_Cavali.pdf . Acesso em 30.05.2022).



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP – CEP 01333-010 – Brasil – Tel: (11) 2146-2000
SCN Q02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP 70712-900 – Brasil – Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

“b”, respectivamente)²⁶⁻²⁷.

30. A partir desse panorama legal, a CVM definiu o ilícito administrativo de manipulação de preços no inciso II, “b”, da Instrução CVM nº 8/1979, vigente à época dos fatos²⁸, como “a utilização de qualquer processo ou artifício destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo terceiros à sua compra e venda;” Adicionalmente, optou por tratá-lo como infração de natureza grave²⁹⁻³⁰, mesmo tratamento conferido às demais condutas tipificadas na referida Instrução.

31. De caráter propositalmente aberto³¹⁻³², o tipo em questão tem por objetivo tutelar a higidez do processo de formação de preços dos valores mobiliários, que deve ser estabelecido a partir da oferta e da demanda efetivamente existentes no mercado, livre de interferências indevidas³³. A prática manipuladora fornece ao mercado sinais falsos a respeito do valor

²⁶ “Art. 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de: (...) V - evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado; (...). Art. 18 Compete à Comissão de Valores Mobiliários: (...) II - definir: b) a configuração de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, ou de manipulação de preço; operações fraudulentas e práticas não equitativas na distribuição ou intermediação de valores; (...)”

²⁷ Anteriormente à edição da Lei nº 6.385/1976, a atribuição para editar “normas destinadas a evitar manipulações de preço e operações fraudulentas” havia sido outorgada com exclusividade ao Conselho Monetário Nacional, nos termos do artigo 10, inciso VII, da Lei nº 4.728/1965. *In verbis*: “Art. 10. Compete ao Conselho Monetário Nacional fixar as normas gerais a serem observadas no exercício das atividades de subscrição para revenda, distribuição, ou intermediação na colocação, no mercado, de títulos ou valores mobiliários, e relativos a: (...) VII - normas destinadas a evitar manipulações de preço e operações fraudulentas; (...)”

²⁸ Como anteriormente afirmado, a Instrução CVM nº 8/1979 foi revogada pela Resolução CVM nº 62/2022, no âmbito do processo de revisão e consolidação normativa da CVM decorrente do Decreto nº 10.139/2019. Com pequenas diferenças formais, o art. 2º, inciso II, da nova Resolução reproduz o disposto no inciso II, alínea “b”, da Instrução revogada.

²⁹ Instrução CVM nº 8/1979, Item III: “Considera-se falta grave passível de aplicação das penalidades previstas no art. II, Incisos I a VI da Lei Nº 6.385/76, o descumprimento das disposições constantes desta Instrução.”

³⁰ Tal tratamento remanesce no âmbito da Resolução CVM nº 62/2022, cujo art. 4º dispõe que “[c]onsidera-se infração grave, para efeito do disposto no § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, a infração à norma contida nesta Resolução.”

³¹ Conforme Nota Explicativa CVM nº 14/79: “A vista dessa última opção - substituir ou estender os conceitos até agora em vigor - entendeu a CVM conveniente adotar a segunda solução, ampliando, a vista da experiência já acumulada, o alcance dos dispositivos já constantes da Resolução nº 39, e conceituando de forma propositadamente genérica, situações que configuram operações ou práticas incompatíveis com a regularidade que se pretende assegurar ao mercado de valores mobiliários”.

³² O caráter intencionalmente aberto do tipo foi responsável, ao longo do tempo, por permitir que práticas inexistentes à época da edição da Instrução CVM nº 8/1979, de que são exemplos o *layering* e o *spoofing*, pudessem nele ser enquadradas.

³³ No mesmo sentido: “Nos dois ilícitos administrativos – criação de condições artificiais e manipulação – o bem jurídico protegido é o mesmo: a regularidade e transparência do mercado de valores mobiliários, assegurando que o processo de formação de preços seja regido pela oferta e demanda”. (EIZIRIK, Nelson et al. Mercado de Capitais Regime Jurídico. 3ª Ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 547-548).



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP – CEP 01333-010 – Brasil – Tel: (11) 2146-2000
SCN Q02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP 70712-900 – Brasil – Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

intrínseco dos ativos, tornando seu preço menos informativo e o mercado menos eficiente³⁴.

32. Caracteriza-se, portanto, a manipulação caso se comprove que as cotações de determinado valor mobiliário resultaram não do livre jogo de forças dos agentes econômicos no mercado de valores mobiliários, mas da atuação deliberada de certos participantes, que recorrem a manobras artificiais e irregulares de modo a elevar, manter ou reduzir as referidas cotações, induzindo terceiros a negociá-lo com base nas cotações enganosas³⁵.

33. Com contornos normativos distintos, a prática também passou a ser tipificada como crime a partir do advento da Lei nº 10.303/2001, nos termos do então incluído art. 27-C da Lei nº 6.385/1976, posteriormente alterado pela Lei nº 13.506/2017³⁶. Diferentemente do que se passa no âmbito jurídico-penal, entretanto, a obtenção de vantagem indevida ou lucro e a existência de prejuízos a terceiros – embora comumente presentes em casos de manipulação – não são elementos necessários à caracterização do respectivo tipo administrativo, que configura infração de mera conduta³⁷.

34. Por fim, registro que, a partir dos artifícios utilizados para sua concretização, a prática

³⁴ No mesmo sentido: *“As condutas manipuladoras afetam as informações das duas espécies, explícitas e implícitas, fornecendo ao mercado – em especial aos investidores informados, que as utilizam racionalmente em suas análises – sinais falsos a respeito do valor intrínseco dos ativos, tornando o seu preço menos informativo e, por consequência, o mercado e a economia como um todo menos eficientes.”* (Costenaro Cavali, Marcelo, ob. cit., fl. 116.)

³⁵ Como ressaltado pela Diretora Ana Novaes em precedente mencionado pela Acusação e usualmente citado em casos de manipulação de preços por sua exatidão: *“Nos casos de manipulação de preços são utilizadas manobras artificiais para elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário com a finalidade de induzir terceiros a adquirir papéis sobrevalorizados ou alienar papéis subvalorizados. Caracteriza-se a manipulação de preços se restar comprovado que a elevação dos preços de determinada ação não resultou das forças normais de mercado, mas da atuação de certos investidores. O tipo não exige a comprovação de um resultado material efetivo. Trata-se de ilícito administrativo formal ou de perigo abstrato. Contudo, para que seja aplicada a penalidade é necessário demonstrar o nexo causal entre o artifício e o resultado, a efetiva produção de cotações enganosas.”* (Voto da Diretora Relatora Ana Novaes no PAS CVM nº RJ-2013-5194, j. em 19.12.2014).

³⁶ A Lei nº 10.303/2001, alterada pela Lei nº 13.506/2017, inseriu a prática de “manipulação de mercado” no rol de crimes contra o mercado de capitais da Lei nº 6.385/76: *“Art. 27-C. Realizar operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas destinadas a elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário, com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros: Pena – reclusão, de 1 (um) a 8 (oito) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime”.*

³⁷ Vide, nesse sentido: (i) *“O tipo não exige a comprovação de um resultado material efetivo. Trata-se de ilícito administrativo formal ou de perigo abstrato.”* (Voto da Diretora Relatora Ana Novaes no supracitado PAS CVM nº RJ-2013-5194, j. em 19.12.2014); e (ii) *“Nos termos do inciso I combinado com o II, “b”, da ICVM 08/79, a configuração da manipulação de preços prescinde da demonstração do prejuízo causado ou do benefício auferido, tratando-se de infração de mera conduta. A caracterização do ilícito, portanto, não requer a demonstração de que os acusados tiveram lucro nas suas negociações com a concretização da estratégia delituosa.”* (Voto do Diretor Relator Henrique Machado, no PAS CVM RJ 2014/6517, j. em 27.05.2019).



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP – CEP 01333-010 – Brasil – Tel: (11) 2146-2000
SCN Q02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP 70712-900 – Brasil – Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

de manipulação pode ser classificada em três categorias distintas³⁸, a saber: **(i)** manipulação baseada em informações (*information-based*), que ocorre por meio da disseminação de rumores ou informações falsas a respeito do emissor de determinado valor mobiliário, com o intuito de inflar, manter ou depreciar a respectiva cotação; **(ii)** manipulação baseada em condutas ou ações (*action-based*), que ocorre por meio da prática de atos concretos destinados a forçar a cotação dos valores mobiliários em uma determinada direção, de que são exemplos a abertura e fechamento de unidades industriais; e por fim **(iii)** manipulação baseada em transações ou negócios (*trade-based*), a qual é efetivada por meio da compra e venda de valores mobiliários, sem que sejam praticados outros atos concretos ou disseminadas informações falsas acerca do emissor dos valores mobiliários. Por óbvio, a classificação tem fins didáticos e, não raro, são utilizados diferentes artifícios para a concretização de uma mesma prática manipuladora, devendo tais artifícios sempre ser perquiridos *in concreto*, a partir dos elementos probatórios disponíveis em cada caso.

35. Tecidas essas breves considerações mais gerais, passo ao exame específico de mérito do presente caso.

Autoria

36. Inicialmente, destaco que, a despeito de o Acusado alegar que não teve a intenção de manipular os preços de MGEL4 e que não atuou de modo articulado com AF, reconhece ter realizado os Negócios, inexistindo, pois, qualquer controvérsia quanto à autoria da infração que lhe é imputada neste Processo.

Materialidade

37. A comprovação da materialidade do delito pressupõe a verificação dos quatro elementos reconhecidos pela jurisprudência deste Colegiado como essenciais à configuração do tipo administrativo de manipulação de preços no mercado de valores mobiliários, a saber: **(i)** a utilização de processo ou artifício; **(ii)** sua destinação, de modo direto ou indireto, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário de modo enganoso, artificial; **(iii)** a indução de terceiros à sua compra e venda; e **(iv)** o dolo específico, ainda que eventual, de alterar a

³⁸ ALLEN, Franklin; GALE, Douglas. Stock-price manipulation. *The review of financial studies*. Oxford: Oxford University Press, v. 5, i.3. 1992, p. 505.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP – CEP 01333-010 – Brasil – Tel: (11) 2146-2000
SCN Q02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP 70712-900 – Brasil – Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

cotação do valor mobiliário e induzir terceiros a negociar com base em cotações falsas³⁹.

38. Dada sua relevância no presente caso, início pelo exame do elemento (iv) acima, qual seja, o dolo específico de alteração da cotação de MGEL4 e indução de terceiros a negociar com base em cotações falsas. Ao contrário de outros casos concretos – nos quais tal elemento volitivo somente pode ser inferido a partir de um conjunto de indícios sólidos e convergentes, que conduzam a uma conclusão segura e acima de uma dúvida razoável nesse sentido –, no presente Processo existe, a meu ver, prova direta do dolo, consistente nas declarações prestadas pelo Acusado em conversa telefônica que manteve com seu AAI em 20.08.2015, intitulada pela Acusação de “Diálogo I”⁴⁰⁻⁴¹.

39. Confira-se a transcrição:

Diálogo I

“Robert: A Mangels está tentando, nós estamos tentando continuar com a ação sendo negociada na bolsa.

AAI: Isso.

Robert: E como você deve saber tá havendo, você até mandou um e-mail falando sobre grupamento e não sei o que.

AAI: Isso, ela não tá na lista por que tá acima né.

Robert: Inclusive em abril nós fizemos uma assembleia e a gente até colocou na pauta da assembleia grupamento.

AAI: Sei.

Robert: Só que mesmo estando abaixo de R\$1,00.

AAI: Sei.

Robert: Eu decidi não fazer nada, eu decidi esperar a ação, ver o que a ação iria fazer ao longo do semestre.

AAI: Entendi.

Robert: E a partir de junho ela, no final de junho ela começou a ficar acima de R\$1,00, e tem ficado acima de R\$1,00 desde então.

AAI: Sim.

Robert: A minha preocupação é que a cada dia que passa é importante que a gente consiga fechar o dia, o pregão ...

AAI: Sei.

Robert: Com a ação da Mangels acima de R\$1,00.

AAI: Tá.

Robert: Então eu não sei se você pode ajudar nisso, por exemplo.

³⁹ Vide, por todos, os votos dos diretores relatores nos seguintes precedentes: (i) PAS CVM nº RJ-2013-5194, Diretora Relatora Ana Novaes, j. em 19.12.2014; (ii) PAS CVM nº SEI 19957.006019/2018-26, Relator Presidente Marcelo Barbosa, j. em 01.10.2019; (iii) PAS CVM SEI nº 19957.000511/2018-98, Diretora Relatora Flávia Perlingeiro, j. em 18.05.2021; e (iv) PAS CVM SEI nº 19957.009452/2018-13, Diretor Relator Otto Lobo, j. em 21.06.2022.

⁴⁰ De modo a identificar os Diálogos, a Acusação lhes atribuiu números, de I a XII. A mesma numeração utilizada pela Acusação é empregada neste voto.

⁴¹ Gravação contida no Doc. SEI 0601324, no trecho entre 00m40s a 02m43s; transcrição contida no Doc. SEI 0601344, fls. 5-6.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP – CEP 01333-010 – Brasil – Tel: (11) 2146-2000
SCN Q02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP 70712-900 – Brasil – Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

AAI: *Sim.*

Robert: Se você percebe, por exemplo, se você percebe que a ação tá caindo e ela tá abaixo de R\$1,00 e tá prestes a fechar o pregão ...

AAI: *Sei.*

Robert: Você mete uma oferta de compra por valor acima de R\$1,00.

AAI: *Entendi. Ok, pode ficar tranquilo que eu entendi.*

Robert: *Você entendeu?*

AAI: *Entendi sim, pode ficar tranquilo.*

Robert: Isso daí é possível fazer né?

AAI: É sim, é sim. É sim, principalmente, principalmente no fechamento, independente de tomar todo lote a R\$1,10, se tiver vendedor por exemplo lá na pedra no final do dia a R\$1,18, toma 100 ações a R\$1,18, entendeu?

AAI: Então quanto mais longe fechar do R\$1,00 melhor. Pode ficar tranquilo.” (Grifos acrescentados).

40. Registro que o “Diálogo I” ocorreu em 20.08.2015, apenas dois dias após a entrada em vigor, para a Mangels, da regra de vedação à listagem de *penny stocks*, editada pela B3 em 2014. Como narrado no Relatório, o Regulamento para Listagem e o Manual do Emissor estabeleciam que, a partir de 18.08.2015, a manutenção da listagem de ações de emissores listados anteriormente a 18.08.2014 em mercados organizados pela Bolsa dependeria de que sua cotação se mantivesse em patamar igual ou superior a R\$ 1,00 por unidade, sendo considerado em descumprimento o emissor cujas ações apresentassem cotação de fechamento inferior a R\$ 1,00 por 30 pregões consecutivos⁴². O expediente juridicamente previsto para

⁴² Mais especificamente, (i) o Regulamento para Listagem dispunha, em seu item 5.2, alínea “f”: “5.2 *O Emissor, seus acionistas controladores e administradores deverão cumprir todas as regras editadas pela BM&FBOVESPA aplicáveis, bem como a legislação e regulamentação a eles aplicáveis, observando, especialmente, as seguintes obrigações: (...) f) manter a cotação dos valores mobiliários de sua emissão admitidos à negociação nos Mercados Organizados administrados pela BM&FBOVESPA dentro dos valores mínimos por ela estabelecidos, comprometendo-se a realizar os atos necessários ao enquadramento em referidos valores mínimos dentro dos prazos por ela indicados;*” (grifos meus); e (ii) o Manual do Emissor dispunha, em seus itens 5.1.2, inciso “vi”, 5.2.1, inciso “i”, 5.2.2 e 5.2.3: “5.1.2. *A manutenção da listagem dependerá do cumprimento, pelo Emissor, seus acionistas controladores (se houver) e administradores, de todas as regras editadas pela BM&FBOVESPA aplicáveis, bem como da legislação e regulamentação a eles aplicáveis, observando, especialmente, as seguintes regras: (...) vi) manter a cotação dos valores mobiliários de sua emissão admitidos à negociação nos Mercados Organizados administrados pela BM&FBOVESPA dentro dos valores mínimos por ela estabelecidos, nos termos do item 5.2., comprometendo-se a realizar os atos necessários ao enquadramento aos referidos valores mínimos dentro dos prazos por ela indicados. (...) 5.2.1 De modo a cumprir a obrigação prevista no item 5.1.2 (vi) acima, os Emissores listados deverão manter a cotação de suas ações ou certificados de depósito de ações admitidos à negociação na BM&FBOVESPA, conforme o caso, em valor superior a R\$ 1,00 por unidade. 5.2.2 Referida obrigação deverá ser observada, individualmente, com relação a cada espécie ou classe de ação ou certificado de depósito de ações admitidos à negociação na BM&FBOVESPA, bem como em relação a cada unidade de ação ou certificado de depósito de ações, ainda que estes sejam negociados em lotes cujo valor total supere o mencionado no item 5.2.1. 5.2.3 O Emissor será considerado em descumprimento com a obrigação acima mencionada quando a cotação de fechamento das ações ou certificados de depósito de ações de sua emissão for inferior a R\$ 1,00 (um real) por 30 (trinta) pregões consecutivos, independentemente da verificação de efetiva negociação de tais ações ou certificados de depósito de ações nestes pregões.*” Os normativos supracitados entraram em vigor em 18.08.2014, havendo sido estabelecido no item 11.6 do Regulamento para Listagem que os



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP – CEP 01333-010 – Brasil – Tel: (11) 2146-2000
SCN Q02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP 70712-900 – Brasil – Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

assegurar a manutenção da listagem a emissores cujas ações apresentassem cotação de fechamento inferior a R\$ 1,00 por 30 pregões consecutivos consistia na realização de grupamento de suas ações, nos termos do art. 12 da Lei nº 6.404/1976⁴³.

41. Foi nesse contexto que o Acusado (i) afirmou a seu AAI que “a *Mangels está tentando que a ação continue sendo negociada na bolsa*”, que “em abril [de 2015], na pauta da assembleia, colocamos grupamento”, mas que “decidi esperar até o final do semestre pra ver o que ia dar”; (ii) enfatizou ser “importante que a gente consiga fechar o dia com a ação da *Mangels acima de R\$1,00*”; e por fim (iii) instruiu seu AAI da seguinte forma: “se vc percebe que está caindo, coloca oferta de compra acima de R\$1,00...”.

42. Assim, entendo que o “Diálogo I” comprova com segurança, acima de qualquer dúvida razoável, o dolo específico do Acusado de manipular a cotação de fechamento de MGEL4, por meio da inserção de ofertas e realização de negócios de aquisição. Tudo isso para manter sua cotação, de modo artificial, em patamar igual ou superior a R\$ 1,00 por unidade, com o objetivo final de assegurar a manutenção da listagem de MGEL4 em mercados administrados pela B3. Em razão de seu intento manipulador, declarado de modo expreso no “Dialogo I”, também me parece claro que o Acusado, ao menos, assumiu o risco de induzir terceiros a negociar com base em cotações enganosas.

43. Em sua Defesa, o Acusado sustenta a inexistência de dolo, ainda que eventual, de induzir terceiros a adquirir Ações acima do preço real, vez que (i) sua intenção seria de que ele mesmo fosse o adquirente do papel, o que seria corroborado pelo fato de ter figurado como comprador do Ativo em 85,54% das operações e 88,47% do volume financeiro negociado de MGEL4 no período; (ii) não estariam presentes estratégias comuns à manipulação de preços, como a utilização de múltiplas corretoras para colocação de ordens ou ainda as estratégias de “*marking the open*” ou “*marking the close*”, tendo havido, de modo distinto, a inclusão de ordens de compra pelo Acusado ao longo de todo o período dos pregões reputados irregulares; e (iii) sua

emissores anteriormente listados, como era o caso da Mangels, deveriam se adaptar às novas regras até 18.08.2015. A íntegra dos normativos supracitados, vigentes à época dos fatos, encontra-se disponível no seguinte hyperlink, na forma dos Anexos I e II ao Ofício Circular BM&FBOVESPA 006/2014-DP, de 14.02.2014, por meio do qual tais normativos foram divulgados ao mercado: <https://www.b3.com.br/data/files/89/F7/47/74/B7540610D0A9D306790D8AA8/006-2014DP.pdf>. Acesso em 30.05.2022.

43 “Art. 12. O número e o valor nominal das ações somente poderão ser alterados nos casos de modificação do valor do capital social ou da sua expressão monetária, de desdobramento ou grupamento de ações, ou de cancelamento de ações autorizado nesta Lei.”



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP – CEP 01333-010 – Brasil – Tel: (11) 2146-2000
SCN Q02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP 70712-900 – Brasil – Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

intenção seria manter as ações de emissão da Companhia listadas para proteger a confiança de seus investidores, credores, fornecedores e funcionários, circunstância que, inclusive, teria auxiliado a Companhia a encerrar o respectivo procedimento de recuperação judicial em março de 2017.

44. Os argumentos da Defesa não convencem.

45. Em relação ao argumento (i) acima, entendo que o fato de o Acusado ter figurado como adquirente em percentuais tão expressivos das operações e do volume negociado de MGEL4 no período seja mais uma evidência de seu intuito manipulador do que prova de que não pretendeu induzir terceiros a negociar com base em cotações enganosas.

46. No que diz respeito ao argumento (ii), registro que, diferentemente do que alega o Acusado, as estratégias de “*marking the open*” e “*marking the close*” foram utilizadas pelo Acusado ao menos em alguns dos pregões reputados irregulares neste Processo, como demonstrarei adiante. De todo modo, ainda que assim não fosse, a presença ou ausência, *in casu*, de outras estratégias comumente utilizadas em casos de manipulação me parece irrelevante para a aferição do dolo do Acusado no presente caso, o qual entendo que tenha sido evidenciado, de modo adequado e suficiente, por suas declarações contidas no “Diálogo I”, acima transcrito. Ressalto que os termos do referido diálogo não foram rebatidos pelo Acusado, que igualmente não apresentou comentários sobre um contexto específico no qual a conversa eventualmente poderia estar inserida e que poderiam, em tese, ajudar a demonstrar a impropriedade desse elemento de prova.

47. Por fim, quanto ao argumento (iii), a ninguém é dado descumprir a lei ou o regulamento e perpetrar ilícitos no mercado de valores mobiliários, ainda que com o objetivo de cumprir a regra de vedação à listagem de *penny stocks* instituída pela B3 ou sob a justificativa de sinalizar confiança aos *stakeholders* da Companhia que preside em momento de crise.

48. Passando ao exame do “*processo ou artifício*” utilizado pelo Acusado, destaco se tratar de exemplo de manipulação baseada em transações ou negócios (*trade-based manipulation*), consistindo o referido processo ou artifício na inserção de ofertas de compra de MGEL4 e na realização dos Negócios, em sua maioria de modo articulado com AF.

49. Como acima destacado, os Negócios consistiram em operações de compra e venda de MGEL4, realizados pelo Acusado de modo reiterado, coordenado e sistemático, em 28 pregões,



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP – CEP 01333-010 – Brasil – Tel: (11) 2146-2000
SCN Q02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP 70712-900 – Brasil – Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

no período compreendido entre 20.08.2015 e 27.10.2015, ao preço mínimo de R\$ 1,00, em sua maioria de forma articulada e irregular entre o próprio Acusado, na condição de contraparte compradora, e AF, na condição de contraparte vendedora. Em sua Defesa, o Acusado não nega a realização dos Negócios, cuja existência se tornou incontroversa, embora sustente a inexistência de qualquer articulação com AF em sua concretização.

50. Entendo que o artifício utilizado pelo Acusado – em especial sua articulação com AF para a realização da maior parte dos Negócios – pode ser evidenciado a partir:

- (i) dos Diálogos, os quais demonstram, a meu ver, que: **(i.1)** os Operadores combinavam entre si todos os elementos relacionados à execução dos Negócios, tais quais o volume financeiro e a quantidade de MGEL4 a ser transacionada, o respectivo preço, o momento de inserção das ofertas de compra e venda e quem as deixaria disponíveis no livro de ofertas para ser agredida⁴⁴; **(i.2)** o Acusado e AF tinham plena ciência e estavam de acordo com a realização das Operações⁴⁵; e **(i.3)** o preço dos Negócios combinados e autorizados por meio dos Diálogos se situava em patamar maior ou igual a R\$ 1,00;

⁴⁴ Nesse sentido, vide, em especial: **(i)** o “Diálogo V”, havido em 22.09.2015 entre os Operadores, por meio do qual o operador POF ligou para o AAI para alinhar, entre ambos, a estratégia de atuação previamente combinada entre o Acusado e AF, segundo a qual POF alienaria mais 200 mil Ações ao AAI (Gravação contida no Doc. SEI 0601329, no trecho entre 00m21s a 01m09s; transcrição contida no Doc. SEI 0601344, fl. 7); **(ii)** o “Diálogo VI”, iniciado às 10h01m de 23.09.2015 entre os Operadores, em que o AAI teria solicitado ao operador POF a inserção de oferta de venda de 45.000 Ações ao preço de R\$ 1,00 (Gravação contida no Doc. SEI 0601330, no trecho entre 00m40s a 00m53s; transcrição contida no Doc. SEI 0601344, fl. 9); e **(iii)** o “Diálogo VIII”, iniciado às 10h18m de 01.09.2015 entre os Operadores, em que o AAI teria solicitado ao operador POF a inserção de oferta de venda de 40.000 Ações ao preço de R\$ 1,00, ao que o operador POF teria respondido que tal oferta já se encontrava no livro de ofertas (Gravação contida no Doc. SEI 0601327, no trecho entre 00m38s a 00m52s; transcrição contida no Doc. SEI 0601344, fl. 10).

⁴⁵ Nesse sentido, vide, em especial: **(i)** o “Diálogo VII”, iniciado às 10h18m de 23.09.2015 entre AF e seu operador POF, em este teria reportado a AF o “Diálogo VI” e AF o teria autorizado a inserir a oferta de venda de MGEL4 solicitada pelo AAI no “Diálogo VI” (Gravação contida no Doc. SEI 0601331, no trecho entre 00m20s a 01m06s; transcrição contida no Doc. SEI 0601344, fl. 9); **(ii)** o “Diálogo IX”, iniciado às 15h02m de 25.08.2015, em que AF teria solicitado ao operador POF a venda de 60 mil Ações a R\$1,00 por unidade (Gravação contida no Doc. SEI 0601326, no trecho entre 00m05s a 00m24s; transcrição contida no Doc. SEI 0601344, fl. 12); **(iii)** o “Diálogo X”, também havido em 25.08.2015, em que o operador POF teria questionado AF quanto à realização de mais operações de venda, com o que AF teria concordado em virtude da respectiva lucratividade, solicitando a Pedro que as operações fossem feitas em lotes pequenos (Gravação contida no Doc. SEI 0601326, no trecho entre 00m27s a 00m47s; transcrição contida no Doc. SEI 0601344, fl. 12); **(iv)** o “Diálogo XI”, também havido em 25.08.2015, por meio do qual AF teria autorizado o operador POF a realizar operações de venda de 240 mil Ações adicionais às 60 mil inicialmente autorizadas por meio do “Diálogo IX” (Gravação contida no Doc. SEI 0601326, no trecho entre 01m02s a 01m16s; transcrição contida no Doc. SEI 0601344, fl. 12); e **(v)** o “Diálogo XII”, havido em 16.09.2015, em que o AAI teria informado ao Acusado que **(a)** o preço de abertura de MGEL4 seria R\$ 1,00, **(b)** AF teria aproximadamente 20.000 Ações para vender e **(c)** haveria R\$ 77.000,00 em conta, tendo, por fim, pedido autorização para utilizar R\$ 50.000,00 na aquisição de Ações até o limite de R\$ 1,20 por unidade, com o que o Acusado assentiu (Gravação contida no Doc. SEI 0601328, no trecho entre 00m44s a 01m09s; transcrição contida no Doc. SEI 0601344, fl. 13).



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP – CEP 01333-010 – Brasil – Tel: (11) 2146-2000
SCN Q02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP 70712-900 – Brasil – Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

- (ii) do exame detalhado, realizado pela Acusação, dos Negócios realizados pelo Acusado durante sete pregões (20.08.2015, 25.08.2015, 01.09.2015, 16.09.2015 22.09.2015, 23.09.2015 e 16.10.2015)⁴⁶, em que restou evidenciado que os Negócios combinados e autorizados por meio dos Diálogos foram efetivamente implementados pelos Operadores; e
- (iii) do fato de que, conforme pontuado pela Acusação, dos 44 pregões em que o ativo MGEL4 foi negociado entre 18.08.2015 e 27.10.2015, o Acusado figurou como comprador em 41 pregões e AF figurou como sua contraparte vendedora em 30 destes, representando os Negócios entre ambos entre 76% e 78% do volume financeiro negociado com o Ativo no período⁴⁷.

51. Em sua Defesa, o Acusado sustenta, em síntese, **(i)** a inexistência de “*operação simulada ou manobra fraudulenta*”, na medida em que sua vontade de comprar as Ações era hígida, sem duplicidade de intenções e com a finalidade do negócio real, o que seria comprovado pelo fato de haver mantido a posição acionária adquirida de MGEL4 desde os 28 pregões reputados irregulares até a data da apresentação da Defesa, inclusive, portanto, após o grupamento aprovado em assembleia geral de acionistas da Companhia realizada em 29.04.2016; e **(ii)** seria de todo ilógico supor que um investidor, pessoa física, se disporia a gastar mais de R\$ 1 milhão em dinheiro, para aumentar artificialmente o preço dos papéis que ele mesmo comprava (ou seja, comprava por mais do que supostamente valia, apurando prejuízo), especialmente com o objetivo de evitar um grupamento de ações cujo custo, de todo irrelevante, seria suportado pela Companhia e não por ele.

52. Tais argumentos, todavia, não procedem.

53. Quanto ao argumento (i), é sabido que inúmeros são os processos ou artifícios passíveis de utilização para a prática do ilícito de manipulação de preços no mercado de valores mobiliários, não sendo possível extrair do respectivo tipo administrativo, tal qual inscrito no

⁴⁶ Doc. SEI 0601344 (fls. 5-14).

⁴⁷ Em trechos diferentes, a Acusação utiliza-se de ambos os percentuais: enquanto em seu item 9, é mencionado o percentual de 78%, na Tabela 1 consta o percentual de 76% (Doc. SEI 0601344). De acordo com a mesma tabela, foi negociado, no período, um volume financeiro total de R\$ 1.157.387,00 de MGEL4, tendo os Negócios atingido um montante total transacionado de R\$ 764.414,00.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP – CEP 01333-010 – Brasil – Tel: (11) 2146-2000
SCN Q02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP 70712-900 – Brasil – Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

inciso II, b, da Instrução CVM nº 8/1979⁴⁸, vigente à época dos fatos, qualquer requisito ou exigência no sentido de que tal processo ou artifício corresponda à simulação ou fraude⁴⁹.

54. O fato de o Acusado ter permanecido com as Ações adquiridas nos pregões reputados irregulares até o momento de apresentação da Defesa não o socorre na demonstração de que não recorreu ao processo ou artifício consistente na realização dos Negócios, de modo articulado com AF, para perpetrar a infração.

55. Quanto ao argumento (ii), o “Diálogo I”, acima reproduzido, deixa claro que a conduta do Acusado tinha por objetivo e foi orientada não pela expectativa legítima de lucro ou por qualquer outro racional econômico-financeiro, mas pela manutenção da listagem das ações de emissão da Mangels em mercados administrados pela B3, diante da então recém-instituída vedação à listagem de *penny stocks*. Nesse particular, além de o lucro não consistir em elemento do tipo administrativo de manipulação, que configura infração de mera conduta como acima exposto, tal argumento tampouco auxilia o Acusado na descaracterização do processo ou artifício de que se utilizou na prática delitiva.

56. Passando ao exame do elemento “*promoção de cotações enganosas*”, a Acusação logrou demonstrar⁵⁰, a partir do exame detalhado dos Negócios realizados pelo Acusado durante sete pregões⁵¹, o nexos causal existente entre o artifício de que se valeu o Acusado – qual seja, a inserção de ofertas de compra de MGEL4 e a realização dos Negócios, em sua maioria, de modo articulado com AF – e a efetiva promoção de cotações enganosas, no patamar de preços igual ou superior a R\$ 1,00.

57. A título ilustrativo, tome-se a atuação do Acusado em 22.09.2015, em que este se utilizou das estratégias de “*marking the open*” e “*marking the close*”⁵² para fazer com que os

⁴⁸ Nos termos do inciso II, “b”, da Instrução CVM nº 8/1979, o ilícito administrativo em apreço era definido como “a utilização de qualquer processo ou artifício destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo, terceiros à sua compra e venda;”

⁴⁹ Nesse particular, a Defesa parece ter sido estruturada a partir da redação do crime de manipulação de mercado, tipificado no art. 27-C da Lei nº 6.385/76, cuja redação pressupõe a realização de “operações simuladas” ou executar outras manobras fraudulentas destinadas a elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário, com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros: Pena – reclusão, de 1 (um) a 8 (oito) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime”.

⁵⁰ Doc. SEI 0601344 (fls. 5-14).

⁵¹ Pregões de 20.08.2015, 25.08.2015, 01.09.2015, 16.09.2015 22.09.2015, 23.09.2015 e 16.10.2015.

⁵² “Os leilões de abertura e fechamento são cruciais para a adequada formação de preços de determinado instrumento financeiro. Como vimos anteriormente, há regras específicas para estes momentos sensíveis do



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP – CEP 01333-010 – Brasil – Tel: (11) 2146-2000
SCN Q02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP 70712-900 – Brasil – Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

preços de abertura e de fechamento de MGEL4 se situassem no patamar de R\$ 1,00.

58. A Tabela 6 da Acusação, abaixo reproduzida, indica todos os negócios realizados com MGEL4 no pregão de 22.09.2015, encontrando-se os negócios realizados pelo Acusado em negrito.

Tabela 6 — Negócios realizados com MGEL4 em 22.09.2015⁵³

Hora	Número Negócio	Quantidade	Preço	Compra		Venda	
				Participante	Cliente	Participante	Cliente
11:25:00	10	1.000	R\$ 1,00	82	Outro	63	Outro
11:25:00	20	1.000	R\$ 1,00	82	Outro	63	Outro
11:25:00	30	4.000	R\$ 1,00	129	Outro	63	Outro
11:25:00	40	4.000	R\$ 1,00	1925	Outro	63	Outro
11:25:00	50	100	R\$ 1,00	1925	Outro	15	AF
11:25:00	60	46.000	R\$ 1,00	77	Robert	15	AF
11:25:00	70	3.900	R\$ 1,00	1925	Outro	15	AF
11:25:00	80	1.000	R\$ 1,00	1925	Outro	86	Outro
11:54:43	90	100	R\$ 1,06	77	Robert	735	Outro
12:13:00	100	1.000	R\$ 1,02	114	Outro	15	AF
12:13:00	110	5.000	R\$ 1,00	1925	Outro	15	AF
12:13:07	120	5.000	R\$ 1,00	1925	Outro	15	AF
12:13:12	130	1.000	R\$ 1,00	1925	Outro	15	AF
17:05:00	140	1.000	R\$ 1,00	77	Robert	82	Outro
17:05:00	150	1.000	R\$ 1,00	77	Robert	129	Outro
17:05:00	160	200	R\$ 1,00	77	Robert	129	Outro
17:05:00	170	2.800	R\$ 1,00	77	Robert	129	Outro
17:05:00	180	1.000	R\$ 1,00	77	Robert	82	Outro

Fonte: B3

59. Conforme se depreende da Tabela 6, o Acusado realizou 7 Negócios em 22.09.2015, totalizando a compra de 52.100 Ações, sendo 2 negócios realizados durante o pregão regular (um às 11h25, de 46.000 Ações ao preço de R\$ 1,00, em que AF figurou como contraparte; e

pregão. Por vezes, o preço de abertura ou de fechamento de determinado instrumento pode influenciar o resultado de uma posição detida por determinado investidor em um derivativo daquele instrumento ou em um indicador de desempenho (a rentabilidade de um fundo de investimento ou um índice de ações). Nestes casos, quando um agente tenta influenciar a formação de preços nos leilões de fechamento (abertura) por meio de ofertas ilegítimas, temos a prática de marking the close (marking the open).” (Costa, Isac Silveira da. High frequency trading (HFT) em câmara lenta: compreender para regular. Dissertação (mestrado) - Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getulio Vargas - 2018. Orientador: Viviane Muller Prado, fls. 213-214. Disponível em <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/20720/COSTA%2C%20Isac.%20HFT%20-%20Compreender%20para%20Regular%20%282018%29.pdf> . Acesso em 28.06.2022).

⁵³ Doc. SEI 0601344, fl. 7-8.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP – CEP 01333-010 – Brasil – Tel: (11) 2146-2000
SCN Q02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP 70712-900 – Brasil – Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

outro às 11h54, de 100 ações ao preço de R\$ 1,06, com outro participante de mercado) e 5 no leilão de fechamento, ao preço de R\$ 1,00.

60. No que diz respeito à atuação do Acusado durante o pregão regular de 22.09.2015, dado o volume considerável de Ações objeto da Operação realizada às 11h25 entre o Acusado e AF (46.000) – superior, *de per si*, ao número total de Ações transacionado em todos os demais negócios realizados com MGEL4 no mesmo pregão (33.100) –, parece razoável afirmar, como faz a Acusação, não apenas que tal Operação marcou o preço de abertura de MGEL4 a R\$ 1,00, mas também que as ofertas de compra e venda que a originaram e a própria Operação em si contribuíram para a manutenção do preço dos primeiros negócios do dia de MGEL4 em patamar igual ou superior a R\$ 1,00.

61. Ao seu turno, as ofertas inseridas no livro e os negócios realizados durante o *call* de fechamento de MGEL4 de 22.09.2015, com destaque para a respectiva influência no preço teórico do leilão de fechamento⁵⁴, estão indicados na Tabela 7 da Acusação, abaixo reproduzida, encontrando-se as ofertas inseridas e os Negócios realizados pelo Acusado em negrito.

Tabela 7 — Ofertas inseridas e negócios gerados no call de fechamento de MGEL4, no pregão 22.09.2015⁵⁵

Hora	Tipo da Oferta	Comprador			Vendedor			Preço Teórico
		Participante	Quant.	Preço	Preço	Quant.	Participante	
16:56:54.297	Alteração				0,95	1.000	82	0,95
16:57:06.945	Alteração				Pab*	1.000	82	0,95
16:57:35.496	Alteração				1,04	1.000	114	0,95
16:57:53.649	Registro	77	1.000	1,00				1,00
16:58:03.500	Alteração				1,05	1.000	82	1,00
16:58:35.876	Alteração				0,95	1.000	129	0,95
16:58:59.713	Alteração				1,00	1.000	82	0,95
16:59:07.733	Registro	77	1.000	1,00				1,00
16:59:34.409	Registro	77	200	1,00				1,00
17:00:08.998	Alteração				0,95	4.000	129	0,95
17:00:56.919	Alteração				1,00	1.000	82	0,95
17:01:29.367	Registro	77	5.000	1,00				1,00
17:05:00.011	Negócio	77	1.000	1,00	1,00	1.000	82	-
17:05:00.011	Negócio	77	1.000	1,00	1,00	1.000	129	-
17:05:00.011	Negócio	77	200	1,00	1,00	200	129	-
17:05:00.011	Negócio	77	2.800	1,00	1,00	2.800	129	-
17:05:00.011	Negócio	77	1.000	1,00	1,00	1.000	82	-

⁵⁴ Preço teórico é o preço no qual o maior número de ofertas combinadas pode ser negociado.

⁵⁵ Doc. SEI 0601344 (fl. 8).



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP – CEP 01333-010 – Brasil – Tel: (11) 2146-2000
SCN Q02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP 70712-900 – Brasil – Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

Fonte: B3

*Pab= Preço de Abertura, que tem prioridade de execução.

62. Como se depreende da Tabela 7:

- (i) Às 16h56min54s, outro participante do mercado alterou a oferta de venda de 1.000 Ações ao preço de R\$ 0,95 e iniciou o *call* de fechamento de MGEL4 com preço teórico a R\$ 0,95. Às 16h57min06s e às 16h57min35s, outros participantes do mercado alteraram 2 ofertas, porém, sem afetar o preço teórico;
- (ii) Às 16h57min53s, o Acusado inseriu oferta de compra de 1.000 Ações ao preço de R\$ 1,00 e elevou o preço teórico do leilão de R\$ 0,95 para R\$ 1,00;
- (iii) Às 16h58min03s, 16h58min35s e 16h58min59s, outros participantes do mercado alteraram 3 ofertas de venda de 1.000 Ações cada e impactaram o preço teórico, que foi novamente reduzido de R\$ 1,00 para R\$ 0,95;
- (iv) Às 16h59min07s e 16h59min34s, o Acusado inseriu 2 ofertas de compra de 1.000 e 200 Ações ao preço de R\$ 1,00, novamente elevando o preço teórico do leilão de R\$0,95 para R\$ 1,00;
- (v) Às 17h00min08 e 17h00min56, outros participantes do mercado alteraram 2 ofertas de venda de 4.000 e 1.000 Ações e impactaram o preço teórico, que foi uma vez mais reduzido de R\$ 1,00 para R\$0,95;
- (vi) Às 17h01min29s, o Acusado inseriu 1 oferta de compra de 5.000 Ações ao preço de R\$ 1,00 e elevou novamente o preço teórico do leilão de R\$0,95 para R\$ 1,00; e
- (vii) Às 17h05min00s, foram gerados 5 negócios (destacados em negrito na Tabela 7), em que o Acusado foi o único comprador de 6.000 Ações ao preço de R\$ 1,00.

63. Portanto, conforme demonstrado na Tabela 7, durante o *call* de fechamento de 22.09.2015, o Acusado inseriu 4 ofertas para a compra de um total de 7.200 Ações a R\$ 1,00 (as quais resultaram em 5 negócios, por meio dos quais o Acusado adquiriu o total de 6.000 Ações a R\$ 1,00), influenciando, de modo artificial, o preço teórico do leilão de fechamento de 22.09.2015, o qual foi elevado, em ao menos três oportunidades, como decorrência de sua atuação, de R\$ 0,95 para R\$ 1,00.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP – CEP 01333-010 – Brasil – Tel: (11) 2146-2000
SCN Q02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP 70712-900 – Brasil – Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

64. A partir dos elementos constantes dos autos, inúmeros outros exemplos são fornecidos pela Acusação, que foi exitosa, a meu ver, em demonstrar que a atuação do Acusado, por meio da inserção de ofertas de compra e da realização dos Negócios, efetivamente fez com que a cotação de fechamento de MGEL4 fosse artificialmente mantida em patamar igual ou superior a R\$ 1,00, deturpando, assim, o processo natural de formação de preços no mercado.

65. Em sua Defesa, o Acusado argumenta que, antes e depois do período da suposta realização do ilícito de manipulação de preços, as Ações teriam sido negociadas em patamar de preços compatível com o ofertado pelo Acusado, o que supostamente evidenciaria que os Negócios não teriam de qualquer modo produzido cotações artificiais. Em que pese tal argumento, inúmeros são os fatores passíveis de influir na cotação de um valor mobiliário, não havendo o Acusado trazido aos autos quaisquer indícios ou elementos que pudessem efetivamente desconfigurar o nexos causal, bem demonstrado pela Acusação, entre a realização dos Negócios e a produção de cotações enganosas.

66. Por fim, entendo também estar presente, *in casu*, o elemento consistente na “*indução de terceiros a negociar valores mobiliários cujas cotações foram artificialmente produzidas*”.

67. Como apontado pela Acusação, e não refutado pela Defesa, os Negócios entre o Acusado e AF representaram entre 76% e 78% do volume financeiro negociado com MGEL4 entre 18.08.2015 e 27.10.2015⁵⁶.

68. Nesse contexto, fica comprovado que o Acusado logrou êxito em produzir cotações enganosas de MGEL4, artificialmente mantendo-as em patamar igual ou superior a R\$ 1,00 pelo período objeto deste Processo. Também está demonstrado que participantes de mercado distintos do Acusado e de AF, que realizaram os demais negócios de compra e venda de MGEL4 havidos no período, tomaram suas decisões de investimento e de desinvestimento e realizaram os referidos negócios com base nas cotações artificialmente produzidas pelo Acusado. Foram, pois, induzidos a negociar com base em cotações enganosas.

69. A Defesa busca descaracterizar a presença desse elemento a partir da constatação de que em nenhum dos 7 pregões utilizados pela Acusação como exemplo das operações supostamente

⁵⁶ Em trechos diferentes, a Acusação utiliza-se de ambos os percentuais: enquanto em seu item 9, é mencionado o percentual de 78%, na Tabela 1 consta o percentual de 76% (Doc. SEI 0601344). De acordo com a mesma tabela, foi negociado, no período, um volume financeiro total de R\$ 1.157.387,00 de MGEL4, tendo os Negócios atingido um montante total transacionado de R\$ 764.414,00.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP – CEP 01333-010 – Brasil – Tel: (11) 2146-2000
SCN Q02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP 70712-900 – Brasil – Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

executadas com o objetivo de manipular o preço de MGEL4 para valor superior a R\$ 1,00 identifica-se qualquer participante terceiro que tenha aumentado o valor de sua oferta de compra para o Ativo imediatamente após ou sob influência de oferta de compra colocada pelo Acusado.

70. Embora comum às estratégias de *layering*⁵⁷ e *spoofing*⁵⁸, a reação de investidores por meio da inserção de melhores ofertas imediatamente após ou sob influência das ofertas inseridas pelo manipulador não consiste em elemento do tipo administrativo de manipulação de preços no mercado de valores mobiliários, tal qual definido no inciso II, “b”, da Instrução CVM nº 8/1979, vigente à época dos fatos⁵⁹.

71. O que o tipo requer é a indução de terceiros a negociar com base nas cotações artificialmente produzidas, elemento que reputo presente neste caso, haja vista o fato de que os participantes de mercado distintos do Acusado e de AF tomaram suas decisões de investimento e de desinvestimento e realizaram negócios de compra e venda de MGEL4 com base nas cotações artificialmente produzidas pelo Acusado.

72. Portanto, entendo preenchidos todos os requisitos da infração administrativa de

⁵⁷ Como definido pela BSM, “a estratégia de layering tem como característica a inserção de sucessivas ofertas de um lado do livro a preços melhores que a última oferta registrada, que formam camadas de ofertas sem propósito de fechar negócio, com o objetivo de atrair outros participantes para a negociação e executar negócios no lado oposto do livro. Todas as ocorrências são identificadas a partir do seguinte ciclo: 1. Criação de falsa liquidez: Inserção de ofertas artificiais que formam camadas de ofertas sem propósito de fechar negócio e alteram o spread do livro de ofertas, com intenção de influenciar investidores a incluir ou melhorar suas ofertas. 2. Reação de investidores: Investidores reagem ao registro da camada de ofertas artificiais. 3. Posicionamento e execução do negócio: registro de oferta no lado oposto com consequente execução de negócios contra as ofertas dos investidores que reagiram ao registro da camada de ofertas artificiais. 4. Cancelamento: após a realização dos negócios, a camada de ofertas artificiais é cancelada. Também são consideradas práticas abusivas de layering as ocorrências que apresentam como etapa inicial o posicionamento em um dos lados do livro e posterior inserção de ofertas que formam camadas manipuladoras de ofertas sem propósito de fechar negócio.” (Grifos acrescentados). (Disponível em <<https://www.bsmsupervisao.com.br/assets/file/Rotina-Layering-Spoofing.pdf>>. Acesso em 29.06.2022).

⁵⁸ Como definido pela BSM “a estratégia de spoofing tem como característica a inserção de ofertas de compra ou de venda com lote expressivo, com o objetivo de exercer pressão compradora ou vendedora no livro de ofertas e, com isso, atrair contrapartes para execução de ofertas constantes no lado oposto do livro. Após a realização dos negócios, os clientes cancelam as ofertas expressivas. Todas as ocorrências são identificadas a partir do seguinte ciclo: 1. Criação de falsa liquidez: Registro de oferta expressiva com o propósito de exercer pressão compradora ou vendedora e influenciar a decisão de operações de outros investidores (“oferta artificial”). 2. Reação de investidores: Investidores reagem ao registro da oferta expressiva. 3. Posicionamento e execução do negócio: registro de oferta com consequente execução de negócios contra as ofertas dos investidores que reagiram ao registro da oferta expressiva. 4. Cancelamento: após a realização dos negócios, a oferta expressiva (“oferta artificial”) é cancelada. Também são consideradas práticas abusivas de spoofing as ocorrências que apresentam como etapa inicial o posicionamento em um dos lados do livro e posterior inserção de oferta expressiva sem propósito de fechar negócio”. (Grifos acrescentados). (Disponível em <<https://www.bsmsupervisao.com.br/assets/file/Rotina-Layering-Spoofing.pdf>> . Acesso em 29.06.2022).

⁵⁹ “b) manipulação de preços no mercado de valores mobiliários, a utilização de qualquer processo ou artifício destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo, terceiros à sua compra e venda;”



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP – CEP 01333-010 – Brasil – Tel: (11) 2146-2000
SCN Q02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP 70712-900 – Brasil – Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

manipulação de preços no mercado de valores mobiliários, nos termos do inciso II, “b”, da Instrução CVM nº 8/1979.

73. Por fim, a Defesa aduz a ausência (i) de potencial lesivo na conduta do Acusado, que não teria causado impacto na formação da vontade de terceiros, em especial considerando a baixa liquidez de MGEL4 e o fato de o Acusado ter figurado como adquirente de percentual expressivo do volume financeiro do Ativo transacionado no período reputado irregular pela CVM; e (ii) de lucro ou qualquer outro benefício irregular para o Acusado e de prejuízo para terceiros.

74. Sobre o argumento (i), ao contrário do sustentado pela Defesa, parece forçoso reconhecer que, ao induzir terceiros a negociar com base nas cotações enganosas que produziu, a conduta do Acusado encerra em si inegável potencial lesivo. Não apenas restou maculado o processo hígido de formação de preços de MGEL4, mas também fez com que participantes de mercado, distintos do Acusado e de AF, formassem sua vontade e tomassem suas decisões de investimento e de desinvestimento de MGEL4 com base em cotações artificialmente produzidas.

75. No que diz respeito ao argumento (ii), de fato não existem elementos nos autos que indiquem haver o Acusado auferido lucro com a manipulação perpetrada ou ainda gerado prejuízos específicos a terceiros. Nada obstante, como anteriormente afirmado, a obtenção de vantagem indevida ou lucro e a existência de prejuízos a terceiros, embora comumente presentes em casos de manipulação, não são elementos necessários à caracterização do respectivo tipo administrativo, que configura infração de mera conduta.

IV. Dosimetria e Conclusão

76. Por todo o exposto, concluo ter restado comprovado nos autos deste Processo que o Acusado manipulou o preço de MGEL4 no mercado de valores mobiliários, por meio de um conjunto de operações de aquisição de MGEL4 realizadas no mercado à vista, em 28 pregões, entre 20.08.2015 e 27.10.2015, com o objetivo de manter, de modo artificial, o respectivo preço de fechamento em patamar igual ou superior a R\$ 1,00, em infração ao inciso I c/c inciso II, “b”, da Instrução CVM nº 8/1979.

77. Para fins de dosimetria, observo inicialmente que os fatos objeto da Acusação são anteriores à entrada em vigor das alterações à Lei nº 6.385/1976 trazidas pela Lei



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP – CEP 01333-010 – Brasil – Tel: (11) 2146-2000
SCN Q02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP 70712-900 – Brasil – Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

nº 13.506/2017, de modo que considero, para fins de aplicação de penalidade neste Processo, a redação anterior da Lei nº 6.385/1976.

78. Ausentes circunstâncias agravantes, devem ser considerados como circunstâncias atenuantes os bons antecedentes do Acusado e a baixa representatividade dos negócios realizados com MGEL4 por terceiros durante o período apurado neste Processo. Ainda, tais elementos recomendam, a meu ver, a aplicação de multa pecuniária ao invés de pena restritiva de direitos, em que pese se tratar de infração grave, como acima apontado.

79. Diante disso, com fundamento no art. 11, inciso II, c/c § 1º, inciso I, da Lei nº 6.385/1976, com redação anterior à entrada em vigor da Lei nº 13.506/2017, voto pela condenação de Robert Max Mangels à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 350.000,00 (trezentos e cinquenta mil reais), em razão da prática de manipulação de preço no mercado de valores mobiliários, conduta definida no inciso II, “b”, da Instrução CVM nº 8/1979 e vedada pelo inciso I da mesma Instrução.

80. Por fim, impende comunicar o resultado deste julgamento ao Ministério Público Federal no Estado de São Paulo, em complemento ao Ofício nº 213/2018/CVM/SGE, de 19.11.2018⁶⁰, e à Superintendência Regional da Polícia Federal em São Paulo, em complemento ao ofício de 11.05.2022⁶¹, para as providências que julgarem cabíveis no âmbito de suas competências.

É como voto.

Rio de Janeiro, 19 de julho de 2022.

Alexandre Costa Rangel

Diretor Relator

⁶⁰ Doc. SEI 0637058.

⁶¹ Doc. SEI 1498274.