



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.002306/2023-24

Reg. Col. 2912/23

Acusado: Silvio Tini de Araújo
Assunto: Possível manipulação de preços (Instrução CVM 8/79).
Relator: Diretor Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo
Voto: Diretor João Accioly

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

I. INTRODUÇÃO

1. Respeitosamente, divirjo do ilustre voto de relatoria.
2. Silvio Tini, em 29 pregões de fevereiro a maio de 2018, realizou operações de compra de AZEV4. A Acusação sustenta que ele teria tido o intuito de manter a cotação do ativo acima de R\$ 1, buscando evitar consequências da regra de *penny stocks*, e que esse intuito faria incidir a definição de “manipulação de preços” da Instrução 8/79.
3. Embora reconheça a influência das operações do Acusado na cotação das ações e sua intenção de influenciá-la, a conduta não se enquadra no tipo infracional, conforme o entendimento consolidado em precedentes do Colegiado desta CVM.

II. “MERA CONDUTA” NÃO (NECESSARIAMENTE) É SINÔNIMO DE “FORMAL”.

4. O voto do Relator afirma que a manipulação de preços seria infração “de mera conduta”, porque a obtenção de ganhos ou causação de prejuízos seria desnecessária para sua consumação, e que tal classificação seria equivalente à de infração “formal”. Além de confundir a análise de tipicidade, como se verá mais adiante, tal classificação é no mínimo pouco precisa. De fato, alguns doutrinadores tratam as expressões como equivalentes. Teorias mais robustas diferenciam tais categorias com traços muito nítidos, além de serem majoritárias na doutrina (até porque rotular coisas diferentes sob um mesmo conceito reduz a utilidade desse conceito).
5. A qualificação com que se designa o ilícito que prescinde de um resultado material, mas exige a presença *da intenção de obter esse resultado*, é a de ilícito *formal*. Esse ilícito prescinde da ocorrência de resultado naturalístico externo causado pela conduta, mas prevê o resultado no tipo e requer que o agente tenha a finalidade obtê-lo. Considera reprovável a conduta justamente por sua intenção (e sua possibilidade) de gerar um resultado indesejável para o ordenamento jurídico. Quando não se exige a demonstração de que a conduta levou a um resultado *material* externo ao agente, o resultado (no plano jurídico) diz-se antecipado - do que decorre a descrição doutrinária de que as infrações formais são *de consumação antecipada*). Por sua vez, a categoria *de mera conduta* distingue-se da *formal* pois o tipo infracional contém exatamente *apenas uma conduta*, sem lhe prescrever resultado ulterior.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

6. Essa imprecisão conceitual é objetivamente verificável pela simples conferência de manuais ou resumos básicos de teoria do direito penal. Pelas lições de Mirabete:

Quanto ao resultado, os crimes podem ser materiais, formais ou de mera conduta.

No crime material há necessidade de um resultado externo à ação, descrito na lei, e que se destaca lógica e cronologicamente da conduta. Esse resultado deve ser considerado de acordo com o sentido naturalístico da palavra, e não com relação a seu conteúdo jurídico, pois todos os crimes provocam lesão ou perigo para o bem jurídico (...).

No crime formal não há necessidade de realização daquilo que é pretendido pelo agente, e o resultado jurídico previsto no tipo ocorre ao mesmo tempo em que se desenrola conduta, "havendo separação lógica e não cronológica entre a conduta e o resultado". (...) A lei antecipa o resultado no tipo; por isso, são chamados crimes de consumação antecipada.

Nos crimes de mera conduta (ou de simples atividade) a lei não exige qualquer resultado naturalístico, contentando-se com a ação ou omissão do agente. Não sendo relevante o resultado material, há uma ofensa (de dano ou de perigo) presumida pela lei diante da prática da conduta. Exemplos são a violação de domicílio (art. 150), o ato obsceno (art. 233) (...) e a maioria das contravenções.”¹

7. Como ilustração do que constitui uma infração de mera conduta em âmbito do mercado de capitais, um excelente exemplo foi dado nesta mesma sessão de julgamento, no processo julgado antes deste, de relatoria do Presidente João Pedro Nascimento: a prática de negociações em período vedado. Apenas a conduta constitui o tipo: negociar em tal período. A regra não prevê resultado naturalístico, nem que tenha ocorrido, nem que tenha sido pretendido. Apesar de a vedação ter o propósito de evitar a prática de uso de informação privilegiada, objetivamente a regra nada exige além do ato de *negociar*. Em contraste, transcrevo abaixo o tipo infracional e os §§___ do ilustre voto:

Instrução 8/79:

b) manipulação de preços no mercado de valores mobiliários [é] 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;

Voto do Relator:

...[No] ilícito administrativo de manipulação de mercado não está previsto como elemento do tipo a obtenção de vantagem indevida pelo manipulador, nem, tampouco, a existência de prejuízo a terceiros. Trata-se, pois, de infração de mera conduta: basta a negociação de determinado ativo com a intenção de alterar artificialmente o mercado em relação a sua oferta e/ou demanda, de modo a induzir terceiros à negociação de valores mobiliários. (notas de rodapé omitidas).

8. No trecho acima, a classificação de mera conduta baseia-se em duas afirmações:

(a) O tipo não exige obtenção de vantagem indevida pelo manipulador nem de geração de prejuízo para terceiros.

(b) Para configurar a infração basta negociar um ativo “*com intenção de alterar artificialmente o mercado*” e “*de modo a induzir terceiros à negociação*”.

¹ MIRABETE, Julio Fabbrini. *Manual de Direito Penal*. 14ª. ed. São Paulo, Atlas, 1998. p. 132. Para não ocupar o corpo do voto, incluo ao fim um compilado de excertos de outros juristas em sentido semelhante.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

9. O enunciado (a) é verdadeiro. O (b) é ambíguo (basta a *intenção* de induzir os terceiros a negociar ou é preciso que terceiros *efetivamente negociem?*), mas ambos os seus sentidos possíveis são plausíveis.

10. Antes de expor minha visão sobre a ambiguidade da afirmação (b) acima, assumo hipoteticamente: (i) que o sentido da afirmação do Relator seja a de que o tipo exige apenas a intenção de levar terceiros a negociar; e (ii) que o tipo prescindia da ocorrência da negociação de terceiros, bastando que o agente a busque.

11. Pois bem: mesmo sob tais premissas, a infração não será “de mera conduta”. A negociação de terceiros é claramente um resultado naturalístico que o agente precisa no mínimo ter o dolo de provocar, pelo que se trataria de uma infração *formal*.

12. Ademais, embora reconheça que este próximo ponto admite subjetividade, entendo que a infração de manipulação de preços é *material*: o resultado naturalístico da indução de terceiros precisa não apenas ser pretendido, mas também precisa ocorrer. Como adiantei no §4 acima, há uma confusão causada pela afirmação da desnecessidade de resultar em ganhos ou prejuízos para materializar a infração. Ganhos ou prejuízos são desnecessários, mas este é apenas *um* resultado que o tipo não exige que ocorra. Há dois outros resultados mencionados nele: a alteração artificial da cotação e a negociação realizada por terceiros. O texto literal é ambíguo neste ponto porque embora a noção de utilização de artifício *destinado a algo* indique que basta a conduta ter certa finalidade, a parte final do dispositivo é mais assertiva ao dizer *induzindo terceiros à sua compra e venda*.

13. Como diz o tipo, o artifício precisa *ter a finalidade* de modificar a cotação. É bem claro que não precisa *conseguir* “elevar, manter ou reduzir” a cotação. Mas a redação empregada *não é clara* na parte final, onde diz “*induzindo terceiros à sua compra e venda*”. Basta um processo artificial com que o agente *queira* alterar condições de mercado *por meio* da indução de terceiros? Ou o resultado antecipado é apenas o que se refere à cotação, sendo a indução de terceiros algo que precisa ocorrer?

14. Semanticamente, ambos os sentidos são possíveis. Porém, pela hermenêutica própria do direito punitivo, entendo ser mais adequado optar pelo sentido de alcance mais restrito, sendo necessária a produção do resultado naturalístico (terceiros que tenham sido induzidos a comprar e vender valores mobiliários, pela conduta artificiosa do agente). Nessa interpretação, a infração é *material*.

15. Assim, ou ela é *material*, ou, sob uma interpretação mais ampla do texto (a meu ver não seja comportada pelo direito punitivo), seria *formal*. *De mera conduta* só poderia ser chamada sob sistema classificatório que não distinga a classificação de mera conduta da formal, o que traz a indesejável turbidez conceitual ao usar uma expressão normalmente utilizada para descrever infrações sem resultado naturalístico para designar uma em que



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

claramente é necessário o dolo específico de provocar as modificações na cotação e de induzir terceiros a comprar e vender por meio do artifício empregado.

III. INOCORRÊNCIA DA INFRAÇÃO DE MANIPULAÇÃO DE PREÇOS

III.I. A aparência de ilicitude

16. O caso dos autos tem a circunstância que chamou a atenção da acusação de que o Acusado declarou que tinha intenção de manter o preço da ação acima de R\$ 1. É compreensível que isso seja visto com preocupação, já que o esperado é que quem queira influenciar cotações use de subterfúgios ilegais, como ordens dadas sem o intuito de serem fechadas (que em mercados ilícitos pode ser feito sem a altíssima velocidade necessária para estratégias como *layering* ou *spoofing*). Mesmo compras realizadas podem ter o intuito de “aquecer” o mercado com a simulação do desejo de adquirir àqueles preços e provocar um movimento de contínua subida da cotação, impulsionado por suas compras, para em seguida vender a preços mais altos.

17. Assim, considerando também a influência que o caso recentemente julgado, em que Tini foi julgado com base em gravações nas quais deixou claro (ao menos no entendimento deste Colegiado) estar negociando de posse de informação privilegiada, é compreensível que ao ser gravado falando que tinha a intenção de “ancorar” ou “defender” o preço, isto tenha soado como prática irregular. A plausibilidade da tese acusatória foi ainda fortalecida pelo recorte da descrição dos fatos, que não menciona a vultosa participação detida por Tini na companhia (a que o Relator felizmente fez referência em seu voto).

18. Assim, tem-se aqui a circunstância de que o efeito de aumento da cotação, por mais óbvio e previsível que seja gerado pela aquisição de ações de baixíssima liquidez, foi declarado como uma das intenções do Acusado ao dar suas ordens.

19. Ocorre que a mera intenção de influenciar o preço, **por si só**, não caracteriza nem poderia caracterizar o ilícito: não só o de manipulação, mas qualquer outro.

III.II. Petição de princípio com a polissemia do verbo manipular

20. O que fica nítido da análise da acusação e do voto do Relator é que a percepção e a descrição dos fatos já incluem o que deveria ser a conclusão. É um erro comum. O argumento funciona assim. Diz-se que alguém quis elevar uma cotação e deu ordens de compra a um preço superior ao das últimas negociações. Com isso, conseguiu vendedores nos preços e quantidades suficientes para que o preço registrado fosse o preço de suas ordens. Como a cotação era uma e ela foi alterada para onde o agente queria, diz-se então que o agente a *manipulou*. Daí, o suposto silogismo jurídico, que tem a regra como premissa maior e o fato como a premissa menor, fica parecido com: “É vedado manipular preços; o acusado manipulou o preço; logo, o acusado praticou a infração”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

21. Ocorre que a afirmação “o acusado manipulou a cotação” pode até ser correta no plano dos fatos e da língua portuguesa: seria tão verdadeira quanto dizer que a pessoa *moveu* o preço, *influenciou* o preço, *determinou* o preço, *causou* o preço e daí por diante. É correta apenas no sentido de apontar um significado possível ao verbo manipular. Mas isso **não é a mesma coisa** que dizer que praticou o ilícito descrito no direito administrativo sancionador como “manipulação de preços no mercado de valores mobiliários”.

22. Esta me parece ser outra confusão implícita causada pela classificação do ilícito como de mera conduta: basta “mexer” ou “manipular” o preço nessa acepção informal. Ora, se o Acusado manipulou o preço, consumou-se a infração.

23. Lembro que não se está discutindo o conteúdo semântico do verbo “manipular”, que fora do contexto jurídico, especialmente fora do âmbito do direito punitivo, realmente admite acepções que prescindem de elemento de falsidade ou mesmo conotação negativa: manipular um equipamento, manipular uma fórmula etc. Estamos falando da **definição jurídica** que a Lei 6.385 deu competência para a CVM regulamentar e esta o fez não só ao editar a Instrução 8/79 mas também ao depurar o conceito em julgamentos de diversas ocasiões em que pessoas praticaram abusos de mercado.

24. Se o Acusado, como qualquer outro participante do mercado, adquirisse as ações em quantidade suficiente a preços de R\$ 1 ou mais, esta se tornaria a cotação, já que a bolsa registra o preço praticado nos negócios nela cursados. Mas a acusação parece impressionar-se com o próprio funcionamento do mercado, em que o preço das ordens se torna a cotação na medida em que outros participantes as aceitam, e afirma que negociar com a intenção de elevar o preço seria algo “artificial”.

25. No caso dos autos, Tini *provocou* a subida de preço? Sim. Como qualquer investidor interfere ao comprar ou vender. Mas ele *praticou a conduta descrita no ordenamento jurídico como manipulação preços*? Vejamos por que entendo que não.

III.III. Alterações lícitas da cotação

III.III.I. No limite, qualquer operação altera a cotação

26. Determinar a cotação é consequência inevitável de qualquer negócio fechado em bolsa. Em mercados líquidos, a alteração pode ser imperceptível. Ocorre “na margem” e tem poder modificativo das cotações apenas gradualmente e pelo efeito conjunto de milhares de ordens. Mas quando se examina exatamente o que acontece a cada negócio fechado em bolsa, percebe-se que mesmo em mercados líquidos qualquer negócio determina a cotação. Afinal, em dado instante, a cotação vigente é a do último negócio fechado.

27. Ainda mais aparentes são esses efeitos ao tratar de ativos ilíquidos, cujo preço sofre influência perceptível e mensurável a partir da aquisição ou venda de lotes de tamanho módico ou mesmo relativamente reduzido, como no caso destes autos.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

28. A ordem que se dá, de venda ou de compra, inclui um preço. Assim, se fosse ser lido o tipo de manipulação de preços da Instrução 8/79 de forma completamente literal e acrítica, a colocação de uma ordem, embora não pudesse ser chamada de artifício, poderia ser chamada de “processo”, numa acepção amplíssima. Esse “processo” poderia ser considerado como destinado a elevar a cotação (se o preço for maior que o da última negociação registrada), manter (se for igual) ou reduzir (se for inferior).

29. Não sendo, obviamente, esse o sentido pretendido pela proibição, a aplicação do tipo aos casos concretos ao longo dos anos pelo Colegiado aprimorou a descrição da regra para esclarecer que o elemento da artificialidade é essencial à infração. Do contrário, no limite, o tipo formalmente incidiria sobre qualquer ordem, mesmo no mercado mais líquido.

III.III.II. Precedentes: infração descrita de maneira mais precisa

30. Diante dessa possibilidade de leitura equivocada, o Colegiado já se manifestou diversas vezes que para configurar manipulação de preços é essencial que a interferência na cotação do ativo se tenha dado **de modo enganoso**, induzindo terceiros a negociarem com base na falsa representação da realidade:

PAS CVM nº **RJ-2013-5194**, Diretora Relatora Ana Novaes, j. em 19.12.2014:

38. Para a caracterização da manipulação de preços devem ser observados os seguintes elementos: i) Utilização de processo ou artifício; ii) Destinados a promover **cotações enganosas, artificiais**; iii) Induzindo terceiros a negociar valores mobiliários cujas cotações foram **artificialmente produzidas**; iv) Presença do dolo, ainda que eventual, de alterar as cotações e induzir terceiros a negociar **com base nessas cotações falsas**.

PAS CVM nº 19957.006019/2018-26, Relator Pres. Marcelo Barbosa, j. em 01.10.2019:

41. [...] A estratégia [layering] preenche, assim, os requisitos teóricos para configuração da prática de manipulação de preços, pois (i) utiliza um artifício (a inserção de **ofertas artificiais** no livro); (ii) para promover cotações artificiais (por meio da **criação de camadas artificiais** que exerce uma pressão compradora ou vendedora); (iii) induzindo terceiros a negociar os ativos cujas cotações foram afetadas (que tomam suas decisões de comprar ou vender um ativo **com base em informações falsas** colocadas no livro de ofertas); e (iv) com a presença de dolo (isto é, o investidor tem a intenção de causar a pressão compradora ou vendedora no ativo para viabilizar o negócio pretendido com **preço distinto daquele existente no mercado**).

PAS CVM nº 19957.009452/2018-13, Diretor Relator Otto Lobo, j. em 21.06.2022:

No presente PAS, a comprovação da materialidade do ilícito passa pela demonstração de que as estratégias descritas pela Acusação (layering e spoofing) configuram manipulação de preços, conforme descrito na letra “b” do item II da ICVM nº 08/1979, e que a manipulação de preços de fato ocorreu, isto é, se restou comprovado que as estratégias, nos contornos descritos pela SMI, preencheram os requisitos para a configuração do tipo no caso concreto, consistentes em (i) utilização um artifício, mediante inserção de **ofertas artificiais** nos livros; (ii) promoção de cotações artificiais através de **criação de camadas artificiais** que exercem pressão compradora ou vendedora; (iii) indução de terceiros a negociar os ativos cujas cotações foram afetadas, **com base em ordens artificiais** colocadas nos livros de ofertas; e (iv) conduta dolosa de causar a **simulação de pressão compradora** ou vendedora em ativos para viabilizar o negócio pretendido com preço distinto daquele originalmente existente no mercado.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

31. No mesmo sentido, destaco o precedente em que o próprio voto do ora Relator se apoia para concluir que o caso ora julgado também seria uma hipótese de manipulação de mercado, de relatoria do Diretor Henrique Machado PAS nº 19957.005977/2016-18.

32. Muito ao contrário do caso destes autos, naquele processo as ordens eram dadas apenas para sinalizar ao mercado que haveria uma demanda que na verdade não existia, **já que o próprio comitente as cancelava antes de serem fechadas** com ordens de venda. Era um caso de *spoofing*, nada menos. Foi o exato oposto destes autos, em que Tini comprou as ações e as manteve por anos antes de se desfazer delas. É difícil imaginar um conjunto fático mais diferente do que uma ordem VAC lançada dois anos antes de fechar negócios do que ordens lançadas e canceladas em milissegundos justamente para não se tornarem negócios. A escolha de precedentes, pelo visto, é feita apenas a partir da norma supostamente infringida, não por alguma tentativa de semelhança fática.

33. Antes de aprofundar as razões pelas quais entendo que as operações de Tini nestes autos não podem ser consideradas artificiais, e portanto não correspondem ao tipo infracional conforme elucidado pela jurisprudência do Colegiado, exponho algumas situações em que, diferentemente das graduais alterações a que me referi nos §§25 e 26 acima, as cotações são intencionalmente alteradas de maneira bem acentuada.

III.III.III. Alterações acentuadas, intencionais e lícitas

- *Programas de recompra de ações*

34. A recompra de ações é amplamente descrita na literatura como como um meio de possível de proteção em face de uma oferta hostil para tomada de controle. Em síntese, a recompra serve como um dos instrumentos de defesa pois sinaliza aos investidores que a própria companhia acredita que seu papel está subvalorizado. Obviamente, isto é outra forma de dizer que **a recompra eleva os preços pelos quais as ações estão sendo negociadas**.

35. Conforme julgado recentemente por este Colegiado, o PAS CVM nº 19957.007285.2022-52 (“Caso Hering”), o atual Colegiado da CVM, por maioria, entendeu ser legítima a atuação, diante da acusação de uso de informação privilegiada. Nos termos do voto do Presidente João Pedro Nascimento naquele caso (referências omitidas):

47. A recompra de ações pela própria companhia pode ser articulada como uma estratégia de defesa ante a ameaça de uma aquisição hostil da companhia-alvo, na medida em que reduz a liquidez das ações em circulação e dificulta a tomada do controle por terceiro.

36. O Diretor Otto Lobo também se manifestou nesse sentido, sendo ainda mais expresso sobre o efeito desejado de aumentar os preços por meio da recompra de ações:

75. (...) Dentre as motivações que podem levar uma companhia a recomprar ações de sua própria emissão, duas merecem destaque no contexto do presente PAS: (i) **a sinalização aos acionistas sobre o valor da companhia, notadamente para indicar que, no entender da**



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

companhia, seus ativos estão subavaliados; e (ii) a dissuasão de uma tentativa de aquisição hostil, chamada na literatura em inglês de *takeover*.

76. Sobre esta última hipótese, destaca-se que a recompra de ações pode funcionar como estratégia de dissuasão contra aquisições hostis. Isso porque **a recompra aumenta o custo com o qual um potencial adquirente precisará arcar a fim de obter o controle da companhia**, à medida que as recompras tendem a eliminar os acionistas dispostos a receber valores baixos pelas suas ações. [...] Desse modo, caso deseje prosseguir com o *takeover*, o adquirente hostil **deverá estar disposto a pagar mais** pelas ações em circulação no mercado. [...]

85. Nesse contexto [...] ao receber a proposta de combinação de negócios formulada pela Arezzo, tudo leva a crer que os Acusados perceberam que **os ativos da Companhia [...] estavam subavaliados**. Portanto, para que a estratégia de dissuadir a aquisição hostil de controle pela Arezzo fosse eficaz, **era imprescindível que as recompras de HGTX3 gerassem o aumento do valor desses ativos** — tornando uma eventual aquisição mais custosa e, assim, menos atrativa para a Arezzo.” (notas de rodapé omitidas)

37. Ou seja, temos aí um caso em que a elevação deliberada do preço foi (a meu ver corretamente) julgada como legítima. Ninguém cogitou de que a elevação deliberada do preço fosse problemática por esse aspecto de explícito e deliberado movimento da cotação.

38. Por outro lado, suponha-se que uma companhia, diante de cenário de aquisição hostil, empreendesse outros métodos para elevar o preço de suas ações, por exemplo um conluio com terceiros para simularem entre si compras e vendas por preços crescentes, para além das reservas de caixa com que a companhia poderia recomprar suas ações. O fim legítimo de se defender de uma aquisição hostil, mesmo que acrescido de uma crença legítima num valor teórico da companhia superior ao de mercado naquele momento, não justificaria o meio ilegítimo de negociações simuladas, artificiais. O que permite que uma companhia realize recompras para elevar o preço de suas ações é que tais recompras são verdadeiras – sendo que ninguém questiona que tem a motivação de elevar o preço.

- Operações de aquisição de controle

39. Em sequência à hipótese de defesa contra uma aquisição hostil, podemos notar como a própria oferta hostil também tem como nítida característica a intenção de elevar a cotação em que os papéis estão sendo negociados quando faz a oferta. Afinal, a oferta para ter qualquer chance de êxito precisa ser feita num preço superior ao da cotação atual. E o preço superior tem o propósito inquestionável de induzir acionistas suficientes a venderem suas ações.

40. Levada ao limite, a leitura que a acusação faz da norma de manipulação de preços, que trata como anátema a intenção de fazer terceiros negociarem por qualquer preço que não seja o “de mercado”, enxergaria a infração até uma aquisição do bloco de controle, ao determinar a realização da oferta pública de exercício do *tag along*. É um “processo”, é



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

“destinado a elevar a cotação” e a “induzir terceiros à venda” do valor mobiliário a uma cotação diferente.

41. Assim, a lógica acusatória neste processo poderia considerar manipulativa qualquer oferta pública de aquisição de controle. É inegável que quem faz a oferta tem a intenção de elevar a cotação das ações ao preço pelo qual propõe comprá-las. E por que isso não é manipulação? Porque, evidentemente, as aquisições são feitas para realizar os negócios concretamente, com “fundamento econômico”, isto é, que tragam benefícios a quem os realiza.

- Estabilização de preços em ofertas e atividade de formadores de mercados

42. A atividade de estabilização de preços, feita para evitar que a cotação oscile com muita volatilidade logo após a emissão de valores mobiliários, tem o claro efeito – e o objetivo declarado – de afetar a cotação.

43. A estabilização pode parecer uma forma de “manipulação” de preços porque consiste no esforço consciente de atuar no mercado com o intuito de específico de interferir na formação de preços. Novamente, trata-se da percepção equivocada a que me refiro nos §§20-21 acima. Veja-se que esse equívoco chega a ser registrado em estudo da Assessoria de Análise Econômica – ASA desta CVM: “[a] atividade estabilizadora é defendida pela literatura, embora possa ser entendida enquanto prática de manipulação de preços, enquanto um mecanismo de proteção aos investidores, na medida em que operada por um agente interessado no bom funcionamento do mercado”².

44. Efeito semelhante tem a atuação dos *market makers*, que ao proverem liquidez, definindo os preços de compra e de venda (*bid and ask*), reduzem a volatilidade dos preços.

45. Tais atividades têm propósito e função de provocar efeitos sobre a cotação, mas são suportadas, evidentemente, por ofertas firmes. Não há artifício.

46. É claro não houve neste processo uma atividade de estabilização de preços ou formação de mercados. Mas a razão pela qual a estabilização de preços é lícita é semelhante à motivação do Acusado indicada nos autos, quando se propõe a contrapor a aparente iniciativa de terceiros a “deixar abaixo de R\$ 1 só pra tirá-la da Bolsa ou qualquer coisa”. Esses agentes definem seus preços de compra e de venda de modo a poder comprar logo abaixo do que percebem como valor justo e vender logo acima. Assim, têm (em princípio, claro) fundamento econômico para praticar a conduta.

² “Operações de estabilização e lote suplementar no âmbito de ofertas com esforços restritos”, disponível online.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

III.III.IV. Distinção fundamental: influência por meio de negócios reais

47. Como se nota em todos esses tipos de negócios, o que os afasta da incidência da definição da infração de manipulação de mercados é que sejam verdadeiros, ou seja, que quem compre esteja realmente comprando e quem venda esteja realmente vendendo.

48. Esse traço costuma ser resumido por descrições do preço como “*resultado da interação natural das forças de oferta e de demanda*” ou formulações parecidas³.

49. Uma ordem de compra⁴ é verdadeira quando o comprador quer realmente comprar o ativo (por comparação, *podemos* pensar nas hipóteses inequívocas de manipulação em que são postadas ordens sem a intenção de fechar as compras, para sinalizar ao mercado a existência de uma demanda que na verdade não existe).

50. Não estou reduzindo a manipulação às hipóteses de ordens dadas sem intenção de efetivá-las: mesmo uma compra efetivada pode não ser verdadeira, se a intenção for apenas a de inflar o preço para sinalizar ao mercado uma demanda irreal. Ou seja, que não haja a intenção de ficar com o ativo, mas apenas simular que existe uma demanda adicional para empurrar o preço para cima e eventualmente convencer mais investidores a seguir numa tendência de alta, para então o manipulador vender com ganhos. Isto costuma depender de atuação concertada, para ajustar preços que podem ser ditos artificiais na medida em que tanto a ponta compradora quanto a ponta vendedora praticam um preço acima do que acreditam valer o ativo, como em operações diretas⁵⁻⁶.

51. Não é só por meio de negociações no mercado que se pode afetar legitimamente o preço de um ativo. Se alguém divulga uma informação relevante, irá afetar o preço. Se a informação for verdadeira, o movimento do preço apenas reflete as expectativas revistas com base num conjunto informacional mais completo sobre os fatores determinantes do preço do ativo. Se a informação for falsa, divulgada com o propósito de alterar o preço, incide perfeitamente a definição da manipulação. Imagine-se um relatório sobre uma companhia que demonstre e conclua que suas informações financeiras estão excessivamente otimistas.

3

⁴ Em geral neste voto refiro-me apenas a ordens de compra e intenção de elevar ou evitar a queda das cotações, porque o caso concreto trata dessa situação, mas a mesma lógica se aplica no sentido oposto para as ordens de venda e intenção de baixar ou evitar a subida das cotações.

⁵ A ponta vendedora sempre estaria disposta, obviamente, a vender mais caro, mas a compradora não precisaria lançar ordens mais caras que o necessário para tomar o ativo, já que o sistema da bolsa busca combinar a oferta de compra pelo maior preço com a oferta de venda pelo menor preço.

⁶ É muito difícil provocar efeitos com negócios reais (i.e., sem combinação com participantes atuando na ponta inversa para fechar negócios em preços crescentes), a ponto de poder lucrar enquanto o preço está inflado (pois a venda faz a pressão inversa, normalmente reforçada pela percepção do preço anterior ser compartilhada por mais participantes e porque os custos de transação ainda tendem a fazer com que o resultado líquido seja negativo). Mas embora improvável, em tese esse ganho é possível, supondo-se, por exemplo, que tais negócios disparem aquisições adicionais por outros participantes que vejam o aumento na cotação no gráfico e acreditem que ele seguirá aumentando. Em todo caso, se por hipótese isso ocorresse, mesmo sem acordo com a ponta inversa e o agente conseguisse vender o que comprara a preços em média maiores que o preço médio de compra, havendo evidência suficiente de que negociou com tal intenção, estaríamos diante de uma manipulação, já que tais compras seriam corretamente descritas como *artificiais* – feitas sem intenção de comprar, mas apenas de simular que há pessoas comprando por aqueles preços.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Divulgá-lo tenderá a provocar a queda das cotações. Se o relatório for fidedigno, não haverá manipulação, embora seja uma conduta que leva a esse resultado. Se o relatório for falso, haverá obviamente manipulação, já que induz terceiros a negociarem com base em uma falsa representação da realidade.

52. O mesmo raciocínio vale para operações de compra ou de venda. Se alguém se desfaz de uma posição grande num ativo pouco líquido, o preço tende a cair. Se o ativo está negociado a R\$ 10 e o preço mínimo pelo qual o vendedor aceita vender é R\$ 9,90, o vendedor de uma quantidade relevante sabe que a cotação irá cair até 1%. Se o ativo está negociado a R\$ 0,99 e o preço máximo pelo qual deseja comprar é R\$ 1,01, o comprador de quantidade relevante sabe que a cotação irá subir até (um pouco mais que⁷) 2%.

53. Não faz absolutamente nenhuma diferença para o mercado (leia-se: para os demais participantes do mercado, ou para o “processo de formação de preço”) a razão individual pela qual o comprador no exemplo acima queira comprar por determinado preço, desde que essa “razão” não seja a de ludibriar outros participantes e obter ganhos que dependam de uma percepção **falsa** de que o preço de mercado é igual ou maior que R\$ 1 (até porque se é falsa, isto significaria dizer que o comprador não quer realmente *comprar* a R\$ 1). Se ele acha que vale R\$ 1,05, R\$ 1,50, R\$ 5 ou quanto seja. Em outros termos, que tenha fundamento econômico, ou racional econômico, para fazer suas operações. Em qualquer caso, haverá a prática consciente e deliberada de atos que provocarão esses efeitos de subida de preços.

54. Num mercado ilíquido, é mais simples perceber as razões pelas quais uma eventual intenção de alterar o preço, por si só, não poderia configurar o ilícito de manipulação. Se alguém for comprar um ativo em quantidade significativa num mercado ilíquido, basta essa pessoa ter um mínimo de noção da realidade para saber que a cotação irá sofrer um aumento. Daí, estamos diante de um cenário em que existe a conduta (compra do ativo, ou mais precisamente a colocação das ordens para isso), existe a previsibilidade do resultado naturalístico que ela irá provocar (aumento da cotação), e o indivíduo pratica a conduta consciente de que causará esse resultado. Praticar uma conduta ciente de um resultado certo dessa conduta é por definição ter o dolo de causar esse resultado. Ainda que o resultado possa não ser *certo*, dependendo das quantidades, preços e liquidez, será uma hipótese de dolo eventual. Seja eventual, seja direto, dolo é dolo, e ninguém em sã consciência deveria dizer que fazer compras em volumes expressivos é ilegal, só porque o comprador está ciente de que ao fazê-lo irá elevar o preço até próximo daquele que está disposto a oferecer.

55. Note-se como a conduta é rigorosamente a mesma e os efeitos são rigorosamente os mesmos nas duas seguintes hipóteses:

⁷ De R\$ 0,99 para R\$ 1,01 o aumento é de 2,0202...%.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

(i) o indivíduo compra 10 mil ações por até R\$ 1,01 para alcançar o efeito “principal” de ter mais 10 mil ações na companhia, aceitando que gerará também o efeito “secundário” de o preço ficar acima de R\$ 1; ou

(ii) o indivíduo compra 10 mil ações para alcançar o efeito “principal” de o preço ficar acima de R\$ 1, aceitando que gerará também o efeito “secundário” de ter mais 10 mil ações na companhia.

56. Não há qualquer sentido em considerar a primeira lícita e a segunda ilícita, quando em ambas o sujeito hipotético pratica exatamente os mesmos atos e quer exatamente os mesmos resultados, apenas com uma “gradação” de relevância invertida. O que é determinante é que haja uma intenção real de realizar os negócios, com sua concretização e o fundamento econômico demonstrando que não são artificiais.

III.IV. Nítido fundamento econômico no caso

57. O fundamento econômico é o que demonstra a legitimidade das operações com que alguém afeta o preço sabendo que irá gerar tal efeito. Tendo fundamento econômico, o investidor afasta o caráter artificial dos atos praticados. Demonstra que sua atuação não visa a lesar terceiros por condutas fraudulentas.

58. No caso dos autos, o racional econômico é evidente, seja pela aquisição das ações por preços baixos, seja pela própria manutenção da companhia no segmento de listagem sem sofrer consequências da regra de *penny stocks*, que desvalorizariam seu patrimônio. Possíveis perdas, aliás, que afetariam não só ele, mas também toda a base acionária e a própria companhia (redução de liquidez dificulta a capacidade de captar recursos).

59. É claro que o Acusado não poderia praticar atos artificiais para manter o preço em determinado patamar. Mas o que fez foi adquirir ações que considerava abaixo do preço teórico. Comprar a R\$1,01 algo que o investidor acredita valer mais que R\$ 1,01 é algo perfeitamente racional. Com a devida vênia, salta aos olhos a superficialidade econômica da análise que considera apenas que em suas falas com os operadores Tini menciona apenas a intenção de manter o preço acima de R\$1. O pressuposto de que as ações lhe pareciam abaixo do preço justo é tão elementar e óbvio que nem faz sentido esperar que fosse enunciado. Seria chover no molhado.

60. Por que é tão óbvio? Como o próprio Relator traz em seu voto, Tini era um acionista relevante da Azevedo e Travassos. Diga-se o que se quiser de Silvio Tini, ninguém dirá que como investidor ele age de maneira irracional. Da racionalidade não decorre, por óbvio, que o agente só irá agir regularmente. Porém, ainda que possa errar, ao menos sempre irá buscar resultados econômicos positivos e com estratégias adequadamente concatenadas para isso.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

61. Tini declarou ter uma tese de investimento de longo prazo na AZEV4, lastreada na crença no potencial de valorização da empresa e na geração de dividendos. Pode soar como algo pouco elaborado, mas a conduta de manter ações de uma companhia no portfólio, para um agente economicamente racional, diz mais sobre o que esse agente pensa sobre o valor justo das ações do que qualquer alegação verbal que pudesse apresentar. É uma preferência revelada, e não apenas declarada. Com seu próprio patrimônio apresenta uma prova contundente de que acreditava que as ações valiam do que as cotações pelas quais estavam sendo negociadas. Basta ter em conta o que fez durante os dois anos entre a ordem de compra e as execuções e os cinco que se seguiram a elas: manteve as ações em seu patrimônio. Se não achasse que seu valor econômico era superior ao de sua cotação, teria se desfeito delas. Ao longo do tempo, se sua estimativa quanto ao valor estivesse correta, o próprio fluxo de proventos já lhe traria vantagens financeiras, até que em algum momento no futuro a cotação tenderia a refletir sua estimativa.

62. Note-se que a Acusação omitiu a importante circunstância, que o Relator trouxe aos autos, de que Tini tinha uma grande participação da companhia. Talvez se tivesse levado em conta que não se tratava de um investidor aleatório, e que suas aquisições voltadas a segurar o preço em R\$ 1 não eram as únicas que fizera no papel, poderia compreender que o que fez foi equivalente ao que faz, por exemplo, uma companhia alvo de aquisição hostil que executa um programa de recompra com o objetivo de elevar o preço de suas ações e encarecer as compras do adquirente. Elevou a cotação por meio de negócios legítimos, por acreditar que valiam mais que o preço que estava pagando, comprou e segurou as ações – novamente demonstrando por seus próprios atos que acreditava que as ações valiam mais.

63. É de se reconhecer que o Defendente não manteve a postura mais sincera ao responder ao ofício da fiscalização e dizer que não tivera intenção de interferir no preço, já que os diálogos gravados negam e atestam, como bem registrado no voto de relatoria, o intuito de “defender” o preço. Mas e daí? Para fazê-lo, usou de algum artifício? As compras que fez foram simuladas? Foram combinadas com terceiros? Não. Para fazê-las, o Defendente teve que tomar as ações oferecidas para venda a R\$ 0,99 e seguir fazendo aquisições *reais* por preços maiores. Reais e cursadas no mercado. Se o “mercado acreditasse” realmente que as ações valiam menos que R\$ 1, isso significa que as ordens de compra com limite superior de R\$ 1 ou mais não poderiam ser casadas com ordens de venda a esse preço, já que sempre haveria um investidor dispostos a vender por menos, para poder prevalecer no sistema de combinação de ordens, adequadamente descrito no voto do Relator.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

64. E não é só a circunstância de que Tini tinha ações que adquirira por preços maiores anteriormente que demonstra que considerava R\$ 1 um preço bom para adquiri-las, pois isto consta de diálogo que a Acusação, por razão que me escapa, omitiu da peça acusatória⁸.

65. Não há qualquer evidência de que o Acusado teve a intenção de induzir terceiros a negociarem por preço artificial (ou um preço pelo qual ele não acreditava plausível). Não se pode adotar o argumento circular de que não se pode afetar a cotação por ato artificial, e que é artificial o ato que tem objetivo de afetar a cotação.

66. Trago a respeito as lições de Daniel Fischel e David Ross:

One **possible definition** [for forcing security prices to an artificial level] is that any price **change that results from trading designed to produce such a price change** is an artificial price. This definition is **unsatisfactory** because trading with the purpose of producing a price change is not necessarily harmful. Consider again the **example of an issuer that purchases its own shares to signal investors** that the shares are undervalued. In this example, the trading moves prices in the correct direction and thus the resulting price change should not be labeled “artificial.”

An alternate approach is to focus on whether the trading moves prices closer to or away from their correct level. But what is the “correct level”? One possibility is the price that reflects long-run conditions of supply and demand. Manipulation could then be defined as trades that “do not move price more quickly in the direction that reflects long-run conditions of supply and demand.” [...] But this definition is also unsatisfactory. What if the trades do not move prices at all or move prices in the direction that reflects short-run conditions of supply and demand? Most importantly, what happens if the trades move prices in one direction because the trader genuinely believes that prices will move in this direction, but the trader turns out to be wrong and prices ultimately move in the opposite direction? **Trading based on a genuine belief that prices will ultimately move in the direction of the trades is the essence of nonmanipulative trading.**

To avoid the need to distinguish between short-run and long-run conditions of supply and demand, the correct level of prices could be defined as the level prices would be if all relevant information were publicly disclosed. But this definition is also unhelpful. “All relevant information” includes not only the information possessed by the trader, but also the trades themselves. **If prices move in response to trades, the price cannot be said to be “artificial” unless the trades are defined as illegitimate in some way.** Once again we are faced with the problem of circularity — improper trades are trades that produce an artificial price and artificial price is defined as a price produced by improper trades. [...] ⁹

⁸Tini mantém a seguinte conversa com o operador C.G.C.:

Silvio: “Ô [C.G.C.], quanto é por leilão [de ações da Azevedo e Travassos]?”

C.G.C.: 15 minutos de leilão até às 16:33. Já tem um alarme aqui. Mas ninguém entrou interferindo e nem deve entrar.

Silvio: Isso aí às vezes é liquidação de uma posiçãozinha.

C.G.C.: É, esses dias a gente pegou né? Um pessoal vendendo um pouco, **a gente comprou a um real.** [...] Mas deixar pra baixo de um real pode ser sim, deve ter gente interessada nisso e marcar o papel pra baixo.

⁹ FISCHEL, Daniel R.; e ROSS, David. *Should the Law Prohibit “Manipulation” in Financial Markets?* 105 Harvard Law Review 503 (1991).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

67. Note-se que Fischel e Ross referem-se ao direito americano, em que não há, como na regulamentação brasileira, uma definição de “manipulação de preços” como temos na Instrução CVM nº 8/79 (ou Resolução 62), donde a preocupação em discutir possíveis definições. Mas as considerações são úteis para lembrar por que não se deve distorcer (ou ampliar) o sentido do texto para fazê-lo incidir sobre negócios verdadeiros, apenas porque o inevitável efeito de interferir no preço foi verbalizado.

68. No fim das contas, a tese acusatória parece negar ao Defendente a condição de participante do mercado, como se oferta e demanda fossem forças da natureza, alheias à ação humana. Parece que só os outros participantes têm o direito de compor as curvas de oferta e de demanda, nunca o indivíduo cuja conduta se avalia.

69. Não há qualquer diferença para a formação de preços os motivos particulares que levam cada indivíduo a tomar suas decisões de comprar ou vender os ativos. O que afeta o mercado são os atos concretos que pratica (ainda que os atos incluam declarações que apresenta). São só esses atos que têm o poder de produzir efeitos no mundo externo. A afirmação é tão óbvia que supor o contrário pressupõe algum poder telepático ou talvez telecinético. Os preços ou os investidores ou “o mercado” seriam de alguma maneira prejudicados porque alguém *pensou* que queria alterá-los antes de pensar em quais atos deveria praticar, ao invés de pensar primeiro em praticar exatamente o mesmo ato e só então pensar na alteração como algo que deve decorrer de seu ato.

70. Também curioso é que onde fica mais nítido que o Defendente tinha intenção de evitar que a ação ficasse negociada a menos de R\$ 1 é o trecho em que ele mostra sua percepção de que havia alguém forçando o preço para baixo para retirar a ação da bolsa, pela regra de *penny stocks*. Ora, se esse “alguém” era apenas alguém vendendo suas ações, não havia manipulação e com isso “forçando” o preço para baixo, seriam apenas as forças de oferta operando espontaneamente. Já se esse alguém estivesse operando em conluio com terceiros ou qualquer outro artifício para cursar operações a menos de R\$ 1, seria uma manipulação de preços. Na primeira hipótese, por que a conduta do Defendente seria ilícita se apenas contrapunha uma demanda adicional a uma oferta adicional? Na segunda, por que seria ilícita se restituía o mercado ao que seria o preço isento de interferências?

IV. PRECEDENTE RELEVANTE: MANGELS

71. O caso Mangels e o atual PAS, apesar de ambos tratarem de acusações de manipulação de preços, diferem em aspectos cruciais, especialmente no que tange à natureza da articulação entre as partes envolvidas e à forma como as operações foram conduzidas, elementos que foram determinantes para a conclusão do Colegiado no caso Mangels.

72. Naquele processo, a CVM entendeu pela caracterização da manipulação de preços das ações da Mangels Industrial S.A (MGEL4). Uma semelhança muito grande é a



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

circunstância de MGEL4 naqueles tempos estar beirando o limite de R\$1 para incidir a regra de *penny stocks*. Porém, em diferença crucial do caso julgado nestes autos, o cerne da condenação residiu na comprovação da articulação prévia entre o acusado, Robert, e outro membro do conselho de administração, de iniciais AF, para a realização de operações coordenadas de compra e venda de ações. Essa articulação, evidenciada por diálogos telefônicos interceptados, caracterizou uma atuação “fora” da bolsa, que a maioria do Colegiado entendeu como meio ilegítimo de formação de preços.

73. O Diretor Alexandre Rangel, em seu voto de relatoria, enfatizou que a combinação prévia entre Robert e AF teria contaminado as operações. O acordo externo ao mercado organizado foi considerado fraudulento, e por isso capaz de influenciar *artificialmente* o preço das ações. Destaco, sob tal prisma, alguns trechos do voto vencedor em questão:

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. [...]

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 agredida; (i.2) o Acusado e AF tinham plena ciência e estavam de acordo com a realização das Operações; 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;

(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 período.

74. Em contraste, o atual PAS, apresenta uma dinâmica absolutamente distinta. A acusação imputa a Silvio a prática de manipulação de preços das ações AZEV4 com o objetivo de manter a cotação do ativo acima de R\$ 1,00. No entanto, diferentemente do caso Mangels, não há evidências de um acordo “fora” do mercado envolvendo outros investidores ou atores com influência na companhia. Ainda que se pudesse questionar se operações cursadas fora de bolsa sejam artificiais, apenas por terem sido cursadas fora de bolsa, não há



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

dúvidas de que no caso ora julgado não se aplica o argumento determinante para considerar os negócios como artificiais naquele caso, já que Silvio Tini efetivou suas compras sempre por meio de negócios fechados em bolsa.

V. CONCLUSÃO

75. Diante do exposto, considerando a ausência de elementos que configurem manipulação de preços no sentido de indução de terceiros a erro por meio de cotações enganosas, voto pela absolvição de Silvio Tini de Araújo da acusação de manipulação de preços, conforme definido na Instrução CVM nº 8/79.

Rio de Janeiro, 26 de novembro de 2024.

João Accioly

Diretor