



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.002306/2023-24

Reg. Col. 2912/23

Acusado: Silvio Tini de Araújo

Assunto: Apurar responsabilidade por violação ao item I c/c item II, alínea “b”, da Instrução CVM nº 08/1979, por suposta manipulação de preços do ativo AZEV4 por meio da utilização de ofertas artificiais de negociação.

Relator: Diretor Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo

VOTO

I. INTRODUÇÃO

1. Trata-se de PAS¹ instaurado pela SMI para apurar eventual responsabilidade de Silvio Tini de Araújo, na qualidade de investidor, em razão da suposta prática de manipulação de preços de ações preferenciais de emissão da Azevedo e Travassos S.A. (AZEV4) no período de 04.05.2016 a 25.05.2018, por meio da estratégia de posicionar ofertas de compra a preço de R\$1,00 ou R\$1,01 com vistas a sustentar o preço do ativo acima de R\$1,00, em infração ao inciso I c/c inciso II, alínea “b”, da Instrução CVM nº 08/1979, vigente à época dos fatos.

II. BREVE HISTÓRICO

2. Como descrito no Relatório, o presente PAS originou-se de comunicação feita pela BSM à SMI, que encaminhou cópia do Relatório da Superintendência de Acompanhamento de Mercado nº 204/2018, em 23.08.2022².

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

² Doc. 1740367.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

3. Conforme apurado pela BSM, em 04.05.2016, o acusado realizou ordem de compra³ do ativo AZEV4 por telefone para o operador C.G.C. Trata-se de ativo de baixíssima liquidez, de modo que o operador questionou se Silvio tinha desejo de buscar liquidez fora de bolsa, ao que a resposta foi “*quero nada [...] eu acho que alguém quer deixar abaixo de R\$ 1,00, só pra tirá-la da Bolsa ou qualquer coisa*”⁴.

4. Daí em diante, foram evidenciadas pelo menos outras três quatro ocasiões em que as comunicações entre Silvio e o operador reiteram os termos da estratégia em curso, isto é, de manter o preço de AZEV4 em patamar igual ou superior a R\$ 1,00 por meio do lançamento de ordens de compra a preço de R\$ 1,00 em seguidos pregões, negando a possibilidade de outros meios de liquidação. Senão, vejamos:

- (i) Em 08.09.2017, após ter mudado para a XP Corretora, o operador C.G.C. entrou em contato com Silvio para questionar-lhe se gostaria de manter a estratégia: “*Silvio, a gente tinha uma ordem de Azevedo PN lá pelo Bradesco, ancorando a R\$ 1,01, lembra? [...] Essa ordem foi cancelada quando eu saí de lá, quer deixar 50.000 [ações] lá no R\$ 1,01?*” (grifou-se), ao que a resposta foi positiva;
- (ii) Já em 23.02.2018, dia que marca o início das negociações questionadas no âmbito do presente PAS, o operador questionou o Acusado a respeito da conduta a adotar após a consumação da primeira ordem: “*Silvio, super-rápido aqui. A Azevedo: o Itaú bateu na gente lá e zerou nossa ordem a R\$ 1,01. Hoje levou 25.900 [ações]. Quer deixar mais alguma coisa lá defendendo no R\$ 1,00?*” (grifou-se). A resposta mais uma vez foi positiva, sendo combinado que dali em diante seriam compradas 50.000 ações, sempre em lotes de 1.000 ações por vez;
- (iii) Em 11.04.2018, a ordem foi no sentido de limitar as compras a 1.000 ações por dia, lançando ofertas de compra de lotes de 100 ações por vez, o que revela o interesse de participar de vários pregões seguidos;

³ Para ser preciso, duas ordens, sendo uma em seu próprio nome e uma em nome da Bonsucex, sociedade da qual é presidente e controlador.

⁴ Cf. item 6 do Relatório. Veja-se, também, os itens 6 a 17.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

- (iv) Em 11.05.2018, por fim, o operador ligou para Silvio com a finalidade de avisá-lo a respeito de uma oferta de venda de 6.400 ações no livro. Nesse cenário, para levar a estratégia a cabo seria necessário comprar todas as ações ofertadas a preço inferior a R\$ 1,00 e logo depois inserir uma nova ordem de compra a R\$ 1,00, o que implicaria na negociação de um volume maior de ações em um único dia do que o previamente combinado. Assim, C.G.C. questionou: “Azevedo: a Ativa tá vendendo aqui 6.400 [ações] a R\$ 0,99. Quer tomar essas 6.400 e deixar aquela mesma estratégia de 1.000 em 1.000 todo dia?” e Silvio respondeu: “Tá, você toma isso daí e depois tem que botar a R\$ 1,00, né?” (grifou-se).

5. Nota-se que um expediente parecido foi adotado no dia 23.05.2018, quando C.G.C. inseriu uma oferta de compra de 1.000 ações em nome de Silvio, atacando a um só tempo duas ofertas de venda, uma de 500 ações a R\$ 0,98 e outra de 500 ações a R\$ 1,00, o que manteve o preço do ativo no patamar desejado. Nessa data, como o volume negociado manteve-se nos padrões previamente combinados, não houve necessidade de comunicação entre o Acusado e o operador. A operação é demonstrada na Tabela 5, que consta no Termo de Acusação:

OFERTAS DE COMPRA					OFERTAS DE VENDA				
Hora	Cliente	Participante	Qtde.	Preço (R\$)	Preço (R\$)	Qtde.	Participante	Cliente	Hora
15:01:20.069	Silvio	3	1.000	1,00	0,98	500	72		13:18:24.916
00:00:00.000		3	1.000	0,87	1,00	500	3		12:30:36.124
00:00:00.000		3	1.000	0,86	1,02	500	3		12:30:19.108
00:00:00.000		86	500	0,85	1,03	500	3		12:29:58.529
00:00:00.000		3	1.200	0,84	1,04	1.000	3		10:46:29.582

00:00:00.000 refere-se a oferta inserida em pregões anteriores.

Fonte: B3

6. Dessa forma, houve negociação do ativo AZEV4 em 47 pregões entre 23.02.2018 e 25.05.2018. Destes, Silvio participou de 29, sendo o único comprador em 10 deles. No cômputo geral, Silvio foi responsável por mais de 50% do volume de negociação de AZEV4 nesse intervalo de pouco mais de três meses, sempre “defendendo” o preço de 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

www.cvm.gov.br

7. Ressalto, ainda, uma informação que não foi mencionada pela Acusação, porém é pública e está disponível nos sistemas da CVM: segundo consta na primeira versão do Formulário de Referência referente ao ano de 2017, último disponível anteriormente ao período das negociações aqui analisadas, a Bonsucex, presidida e controlada por Silvio, detinha 51,76% das ações preferenciais e 21,57% das ações ordinárias de emissão da Azevedo e Travassos S.A., compondo 41,70% do capital social total. Silvio era, portanto, acionista relevante da companhia investida.

III. PRELIMINARES

8. Antes de julgar o mérito, volto-me à análise das preliminares formuladas na Defesa.

Da alegação de prescrição do PAS

9. O Acusado alega que o presente PAS estaria prescrito nos termos do art. 1º da Lei nº 9.873/1999, que estabelece o prazo prescricional de 5 (cinco) anos para a ação punitiva da Administração Pública Federal⁵. Para sustentar essa posição, afirma o seguinte:

O suposto ilícito objeto deste PAS estaria caracterizado no telefonema [...] no qual o Defendente limitou-se a fazer o seguinte comentário: “*eu acho que alguém quer deixar abaixo de R\$ 1,00, só pra tirá-la da Bolsa ou qualquer coisa*”. A conduta supostamente irregular imputada ao Defendente teria, assim, ocorrido no dia 04/05/2016, quando abertas as duas ordens VAC pelo sistema e realizado o telefonema tido como “combinação” de atuação no mercado no tocante às ações AZEV4.

10. Além disso, a Defesa sustenta que dois eventos que poderiam ser considerados hipótese de interrupção do prazo prescricional conforme o art. 2º da mesma Lei⁶, a saber, a

⁵ “Art. 1º Prescreve em cinco anos a ação punitiva da Administração Pública Federal, direta e indireta, no exercício do poder de polícia, objetivando apurar infração à legislação em vigor, contados da data da prática do ato ou, no caso de infração permanente ou continuada, do dia em que tiver cessado.”

⁶ “Art. 2º Interrompe-se a prescrição da ação punitiva:

I – pela notificação ou citação do indiciado ou acusado, inclusive por meio de edital;

II - por qualquer ato inequívoco, que importe apuração do fato;

III - pela decisão condenatória recorível.

IV – por qualquer ato inequívoco que importe em manifestação expressa de tentativa de solução conciliatória no âmbito interno da administração pública federal.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

denúncia da B3 ocorrida em 23.08.2022 e o Ofício Preliminar enviado pela CVM em 02.12.2022.

11. Estabelecidas essas premissas, a Defesa alega que decorreram mais de seis anos entre a ligação de 04.05.2016 e os eventos que poderiam ser considerados “ato inequívoco de apuração do fato”. Considerando que a chamada “prescrição ordinária” ocorre em cinco anos, o presente PAS estaria prescrito desde a sua origem.

12. Ocorre que a Defesa falha na identificação do termo inicial de contagem do prazo prescricional, isto é, de qual foi e quando ocorreu a suposta infração ora analisada.

13. Cabe aqui mencionar a conclusão do Termo de Acusação:

Deve ser responsabilizado Silvio Tini de Araújo [...], na qualidade de investidor, pela infração ao inciso I da Instrução CVM nº 08/79 (vigente à época dos fatos), **em razão da prática de manipulação de preços do ativo AZEV4**, nos termos descritos no inciso II, “b”, dessa instrução, **no período de 23.02.2018 a 25.05.2018** (grifou-se):

14. Independente do mérito da Acusação, que será analisado mais à frente, considero a imputação da Área Técnica condizente com as provas que constam nos autos: o que se discute no presente PAS é se as operações realizadas por Silvio entre 23.02.2018 e 25.05.2018 caracterizam o ilícito de manipulação de preços, como definido no inciso II, “b”, da Instrução CVM nº 08/1979.

15. Na visão da Acusação, durante esse período o preço de AZEV4 manteve-se acima do patamar de R\$ 1,00 em razão da atuação de Silvio. Tal seria evidenciado pelo fato de que, depois que Silvio deixou de inserir mais ofertas de compra a R\$ 1,00 no livro, o ativo passou a ser negociado em valores inferiores. Em 02.07.2018 teria ocorrido a divulgação de um fato relevante pela companhia que impactou positivamente o preço do ativo e, após isso, o preço voltou a descer até, enfim, ser realizado o grupamento das ações, conforme narrado nos itens 22 e 23 do Relatório. Esse movimento é evidenciado no gráfico abaixo:



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

Gráfico 2 – Negócios realizados com AZEV4 no período de 23.05.2018 a 02.07.2018, com destaque para as operações de Silvio.



Fonte: B3

16. Como se verifica da leitura desse quadro fático, a gravação do telefonema de 04.05.2016 revela a intenção de Silvio ao realizar ordens de seguidas compras de AZEV4 em bolsa, sempre aos preços de R\$ 1,01 ou R\$ 1,00. A despeito disso, essa ligação não é o objeto do PAS, como crê a Defesa – nem mesmo é a única ligação entre Silvio e o operador e nem a única ordem aqui analisada, como evidenciado nos itens 3 a 6, acima. Antes, questiona-se o efetivo emprego de artifício que, na visão da acusação, teria o condão de concretizar o ilícito de manipulação de preços, o que só ocorreu em 2018.

17. Assim, afasto a primeira preliminar.

Da alegação de nulidade do PAS – Ofício Preliminar genérico

18. Ainda, alega o Acusado que o Ofício Preliminar requerendo sua Manifestação Prévia seria por demais genérico, não citando pormenorizadamente as evidências que a CVM já possuía em decorrência da comunicação da BSM de 23.08.2022 e os fatos imputados a Silvio. Em decorrência disso, teria sido cerceado o seu direito de defesa, fato que prejudicaria todo o PAS.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

19. Sobre isso, resta claro que o Acusado poderia ter tido acesso a todas as informações referidas se tão somente tivesse requerido vista do presente PAS antes de se manifestar. Ademais, os precedentes do Colegiado da CVM deixam claro que as diligências promovidas em fase pré-sancionadora têm o objetivo de subsidiar acusações mais bem fundamentadas pelas áreas técnicas e não podem ser confundidas com um direito subjetivo do acusado ou como uma oportunidade de defesa prévia⁷.

20. Assim, julgo que Silvio teve o seu direito à defesa garantido.

IV. MÉRITO

21. Uma vez afastadas as preliminares suscitadas, passo a tecer breves considerações acerca da imputação de manipulação de preço.

22. No Brasil, o ilícito de manipulação de preço foi definido pela Instrução CVM nº 08/1979 – substituída pela Resolução CVM nº 62/2022⁸ –, de forma, propositalmente genérica⁹, 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”*.

23. A referida norma tem como objetivo proteger a higidez do processo de formação de preços no mercado de valores mobiliários¹⁰, coibindo qualquer tentativa deliberada de

⁷ Nesse sentido, veja-se o PAS CVM nº 19957.006019/2018-26, Rel. Pres. Marcelo Barbosa, j. em 01.10.2019; PAS CVM nº 19957.006032/2021-81, Rel. Pres. João Pedro Nascimento, j. em 11.07.2023; PAS CVM nº 19957.006644/2020-92, Rel. Dir. Daniel Maeda, j. em 30.04.2024; PAS CVM nº 19957.001231/2021-01, Rel. Dir. Marica Copola, j. em 20.06.2024; e PAS CVM nº 19957.010613/2019-01, Rel. Dir. Marina Copola, j. em 29.10.2024.

⁸ A Resolução CVM nº 62/22 manteve o caráter aberto dos ilícitos administrativos, conforme redação da revogada Instrução CVM nº 8/79.

⁹ 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 propositalmente genérica, situações que configuram operações ou práticas incompatíveis com a regularidade que se pretende assegurar ao mercado de valores mobiliários”.

¹⁰ 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). Vale notar também a conceituação proposta por Vladislav Borisov no contexto britânico: “Due to the constant appearance



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

interferência artificial no preço de um ativo, seja inflando, mantendo ou reduzindo a sua cotação – a depender da direção que é mais favorável ao manipulador.

24. Cabe pontuar que no ilícito administrativo de manipulação de mercado não está prevista como elemento do tipo a obtenção de vantagem indevida pelo manipulador, nem tampouco a existência de prejuízo a terceiros¹¹. Eventual benefício poderá, é claro, servir para robustecer a tese acusatória, do mesmo modo que a existência de efetiva lesão individualizável a terceiros costuma deixar mais evidentes os rastros da conduta irregular¹².

25. Trata-se, pois, de infração de formal ou de perigo abstrato: basta a negociação de determinado ativo com a intenção de alterar artificialmente o mercado em relação a sua oferta e/ou demanda, com uso de meios suficientes a induzir terceiros à negociação de valores mobiliários.

26. É oportuno notar que a classificação da manipulação de preços como ilícito formal é adotada em número considerável de precedentes desta Autarquia¹³. Todos eles, sem

of new schemes in market manipulation, the definition of the concept is not straightforward. However, the concept of market manipulation can be understood by unwarranted interference in the price-forming mechanism” (BORISOV, Vladislav. “Market Abuse Concept Under UK Law”. Athens Journal of Law, Vol. 2, No. 2, 2016, p. 109).

¹¹ Voto do Diretor Henrique Machado, no PAS CVM RJ 2014/6517, julgado em 27.05.2019: “[n]os 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.”

¹² A doutrina majoritária afirma o mesmo em relação ao ilícito penal previsto no art. 27-C da Lei nº 6.385/1976, conforme explica Marcelo Costenaro Cavali: “O tipo penal exige, segundo uma interpretação voltada ao bem jurídico, que a conduta possua idoneidade para alterar artificialmente o regular funcionamento do mercado, isto é, para afetar o processo regular de formação de preços de valores mobiliários. Para o exame dessa idoneidade, deve-se valer o intérprete de um juízo *ex ante*, voltado ao momento da realização da conduta, efetuando uma prognose sobre o seu potencial lesivo. **Embora não seja exigido o resultado para a caracterização do delito, a ocorrência desse resultado servirá como comprovação de que a conduta efetivamente colocou em risco o bem jurídico** – há uma confirmação *ex post* de um juízo realizado *ex ante*” (CAVALI, Marcelo Costenaro. Manipulação do Mercado de Capitais: fundamento e limites da repressão penal e administrativa. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 397, grifou-se).

¹³ Cf. PAS CVM nº RJ2012/9808, Rel. Dir. Gustavo Borba, j. em 18.12.2015; PAS CVM nº RJ2016/1742, Rel. Dir. Gustavo Borba, j. em 18.04.2017; PAS CVM nº RJ2017/646 e PAS CVM nº RJ2015/12130, Rel. Dir. Gustavo Borba, j. em 14.08.2018; PAS CVM nº RJ2018/4165, Rel. Pres. Marcelo Barbosa, j. em 01.10.2019; PAS CVM nº RJ2019/6757, Rel. Pres. Marcelo Barbosa, j. em 17.11.2020; PAS CVM nº RJ2019/4437, Rel. Dir. Flávia Perlingeiro, j. em 14.06.2022; PAS CVM nº 19957.008818/2018-37, Rel. Dir. Alexandre Rangel, j. em 29.11.2022; e PAS CVM nº 19957.005390/2017-90, de minha relatoria, j. em 31.10.2023;



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

exceção, referenciam o voto da então diretora Ana Novaes no âmbito do PAS CVM nº RJ2013/5194, j. em 19.12.2014, no qual é dito:

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.

27. Há ainda outros precedentes que tratam a manipulação de preços como ilícito de mera conduta¹⁴, inclusive o PAS 19957.001616/2022-41, de minha relatoria, no qual foi analisado caso bastante similar ao presente.

28. Ambos os termos são emprestados da dogmática penal e encontram eco na doutrina sobre o crime de manipulação de mercado capitulado no art. 27-C da Lei nº 6.385/1976¹⁵. Em geral, os termos são considerados sinônimos¹⁶, como, a meu ver, ocorre na jurisprudência da CVM: o que se quer é chamar a atenção para o fato de que o tipo prescinde de demonstração da efetiva aferição de benefícios pelo acusado ou de prejuízos a outros agentes do mercado para a caracterização do ilícito. Por essa razão, creio que há convergência entre as linhas jurisprudenciais desta CVM e o posicionamento aqui adotado.

29. Sendo dessa forma, nem mesmo seria necessário especular sobre eventuais benefícios financeiros pretendidos pelo Acusado – a simples intenção de causar turbulência na formação de preços no mercado de valores mobiliários, associada ao emprego de meios eficientes para tal, seria necessária, a princípio. Ocorre que, como se sabe, qualquer negociação tem o potencial de gerar impactos no mercado, especialmente envolvendo papéis

¹⁴ LORIA, Eli; KALANSKY, Daniel. Caso Ururahy. In: Processo Sancionador e Mercado de Capitais IV: Estudo de Casos e Tendências: Julgamentos da CVM. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 331; LORIA, Eli; KALANSKY, Daniel. Caso Sanepar. In: Processo Sancionador e Mercado de Capitais: Estudo de Casos e Tendências: Julgamentos da CVM. São Paulo: Quartier Latin, 2016, p. 110.

¹⁵ Veja-se, por exemplo, Regis Prado: “Trata-se de delito mera conduta ou atividade, que se consuma com a realização das operações descritas, independentemente da efetiva alteração dos mercados, da obtenção de indevida vantagem ou lucro, ou a efetiva lesão a terceiros” (PRADO, Luiz Regis. Direito Penal Econômico. 8ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2019, p. 341).

¹⁶ Na definição de Bitencourt, por exemplo, a distinção joga luz sobre a técnica legislativa adota em um ou outro caso, mas não gera qualquer repercussão prática: “O crime formal descreve um resultado, que, contudo, não precisa verificar-se para ocorrer a consumação[, já no] crime de mera conduta, o legislador descreve somente o comportamento do agente, sem se preocupar com o resultado” (BITENCOURT, Cezar. Tratado de Direito Penal. Vol. 1. 30ª ed. Rio de Janeiro: Saraiva Jur, 2024, p. 272).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

ilíquidos. Assim, a discussão sobre o resultado pretendido pelos acusados, ainda que eventualmente não alcançados, costuma auxiliar o julgador na tarefa de discernir entre operações legítimas e ilegítimas.

30. No presente PAS, é preciso notar que, embora discuta-se a ocorrência, ou não, de manipulação negocial, o benefício pretendido por Silvio não estava diretamente ligado à negociação de AZEV4.

31. Estamos mais acostumados com esse tipo de raciocínio quando lidamos com manipulação informacional realizada por acionistas controladores ou administradores de companhias abertas, casos em que mais comumente o infrator tem em vista benefícios indiretos da precificação dos ativos em patamar artificial, como a possibilidade de capitalização da companhia em condições mais favoráveis, a manutenção de imagem inflada perante o mercado etc.

32. Aqui, temos um raciocínio parecido como o que se verifica na chamada manipulação “*marking the close*”, onde o infrator tem o objetivo de influenciar no vencimento de contratos derivativos, de indicadores de desempenho (na apuração de resultados de um fundo de investimento, por exemplo) ou na manutenção de margens mínimas para a realização de determinadas operações. Esse foi exatamente o caso apreciado no âmbito do PAS CVM nº RJ2013/5194, citado no item 27, acima.

33. Dessa forma, afasto as alegações da Defesa no sentido de que a tipificação do ilícito de manipulação de preço não está caracterizada ante a constatação de que o Acusado não realizou operações de venda dos ativos ou de que ele obteve vantagem econômica irrisória.

34. Conforme as gravações referenciadas nos itens 3 e 4 deste Voto, o intuito do Acusado jamais foi lucrar com as operações, mas evitar que os ativos fossem submetidos ao regime aplicável às *penny stocks*. Com isso, por pelo menos três meses Silvio teria evitado o grupamento de AZEV4, com os impactos que isso geraria para sua expectativa de recebimento de dividendos, e o decréscimo de valor de sua relevante posição acionária na companhia investida.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

35. Nesse cenário, o fato de Silvio ser acionista de longa data da companhia investida e ter mantido os papéis adquiridos por mais de 5 anos após as operações em nada diminui a força das acusações aqui discutidas, mas, antes, lhes confere seriedade ainda maior.

36. Feitas essas considerações iniciais, para que seja configurada a aludida prática vedada, devem ser preenchidos os elementos normativos do ilícito em questão, quais sejam: **(i)** utilização de um processo ou artifício; **(ii)** intenção de, direta ou indiretamente, elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário; **(iii)** indução de terceiros a negociar os ativos cujas cotações foram afetadas; e **(iv)** conduta dolosa, conforme entendimento formado pelo Colegiado da CVM para ilícitos da Instrução CVM nº 08/1979¹⁷.

37. Passemos, então, à análise de cada um desses pontos.

Utilização de processo ou artifício

38. No que diz respeito à utilização de processo ou artifício, a Defesa alega, em suma, que uma ordem executada dois anos antes dos fatos abordados pela Acusação e em valores tão diminutos (volume total de desembolso em torno de R\$ 58 mil) não poderia ser considerada um artifício suficiente para a realização de manipulação de mercado.

39. Por outro lado, me parece claro que o “processo” adotado consistiu na combinação de pelo menos dois fatores: a preferência explícita pela negociação de pequenos lotes de ações em diversos pregões consecutivos, com recusa da possibilidade de buscar liquidez fora do mercado de bolsa, e a responsabilidade por mais de 50% do volume total de negociações realizadas com o ativo AZEV4 no período de 23.02.2018 a 25.05.2018.

40. Esses procedimentos não têm nada de errado em si, mas a questão aqui é perceber que eles têm o potencial – e, como se verá mais adiante, tinham o claro intuito – de influenciar na cotação de um ativo. A opção consciente e expressa de Silvio por esses meios deixa claro que este buscava formas de influenciar de maneira decisiva a manutenção da

¹⁷ PAS CVM nº 19957.007133/2017-92, Rel. Pres. Marcelo Barbosa, j. em 13.08.2019; PAS CVM nº 02/2013, j. em 22.01.2019; PAS CVM nº 01/1999, Rel. Dir. Marcelo Trindade, j. em 19.12.2001; PAS CVM nº 05/2008, Rel. Dir. Ana Novaes, j. em 13.12.2012; PAS CVM nº SP2001/0003, Rel. Dir. Wladimir Castelo Branco, j. em 12.12.2002; PAS CVM nº 06/2007, Rel. Dir. Marcos Barbosa Pinto, j. em 28.09.2010.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

cotação de AZEV4 em patamar igual ou superior ao preço de R\$ 1,00. Se de um lado é verdade que o volume absoluto de negociações foi baixo, como alega a Defesa, por outro lado é preciso levar em consideração que AZEV4 tinha baixíssima liquidez em bolsa, de modo que bastava a negociação de pequeno volume de ações para impactar diretamente na precificação.

41. É o conjunto das variáveis que aponta para o artifício empregado, como bem decidiu o Diretor Henrique Machado no âmbito do julgamento do PAS CVM nº 19957.005977/2016-18:

Evidentemente, não é irregular ter ofertas em ambos os lados do livro, no de ofertas de venda e no de ofertas de compra. Também não é irregular registrar ofertas expressivas em qualquer desses lados. E tampouco é irregular cancelar rapidamente qualquer um desses registros. Entretanto, **quando esses elementos são organizados propositalmente em processo destinado a alterar a cotação de um valor mobiliário induzindo terceiro à sua compra ou venda, tem-se por caracterizada a manipulação de preços de que trata o inciso I c/c item II, “b”, da Instrução CVM nº 8/79¹⁸ (grifou-se).**

42. Desse modo, considero caracterizado o primeiro elemento do tipo.

Intenção de elevar ou manter ou baixar a cotação de AZEV4

43. A intenção de manter AZEV4 em patamar igual ou superior a R\$ 1,00 é fartamente demonstrada no presente PAS, ao ponto de não ser negada pela Defesa, que apenas discute se tal expediente é ilegal quando empregado para “defender” um ativo.

44. Como já exposto acima, em 04.05.2016, Silvio revelou a C.G.C. que a ordem de compra dos ativos a R\$ 1,01 era ensejada pela suspeita de que “*alguém quer deixar abaixo de R\$ 1,00, só pra tirá-la da Bolsa ou qualquer coisa*”. Em 08.09.2017, depois que a primeira ordem foi cancelada, o operador interrogou Silvio se ele gostaria de repeti-la para “ancorar”

¹⁸ PAS CVM nº 19957.005977/2016-18, Rel. Dir. Henrique Machado, j. em 13.03.2018.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

o papel, ao que a resposta foi positiva. Silvio repetiu que gostaria de “defender” o preço em R\$ 1,00 em 23.02.2018. No diálogo de 11.04.2018 ficou claro que Silvio não tinha estratégia de montar uma posição específica, como alegou tanto na Defesa quanto na Manifestação Prévia, mas participar de pregões seguidos de forma a interferir na percepção do preço dos ativos. Por fim, em 11.05.2018, Silvio foi questionado se gostaria de atacar uma oferta de venda de 6.400 ações AZEV4 a R\$ 0,99, ao que ele consente, dizendo que deveria ser feita uma oferta de compra a R\$ 1,00 logo após – o que garantiu a precificação do ativo no patamar pretendido.

45. Assim, considero o segundo requisito preenchido, sendo que considerações adicionais sobre os elementos trazidos pela defesa quanto a esse ponto serão mais bem avaliadas no quarto requisito, sobre o dolo.

Indução de terceiros a negociar os ativos cujas cotações foram afetadas

46. Sobre esse ponto, a Defesa alega que, em razão de as operações terem sido realizadas no mercado, estavam sujeitas a interferência e, por isso, não podiam determinar os preços praticados. Se é assim, o artifício empregado não seria idôneo a induzir terceiros a negociar os ativos com preço determinado artificialmente.

47. Também aqui não merece prosperar a argumentação da Defesa.

48. O que ocorreu é o exato oposto. Explico: o sistema de livro funciona de modo a privilegiar a compatibilização da melhor oferta de compra com a melhor oferta de venda, observada a priorização pela variável do momento de cada oferta. A melhor oferta de compra, como se deve esperar, é a que oferece o maior preço por um determinado ativo. De igual modo, a melhor oferta de venda é a que disponibiliza um determinado ativo pelo menor preço possível.

49. Dessa maneira, se as ordens de compra de Silvio fossem as maiores disponíveis, elas sempre seriam contempladas pelo menor preço de venda disponível, desde que houvesse uma sobreposição entre os interesses dos agentes de ambos os lados do livro. Por outro lado, agentes que incluíssem ordens inferiores às de Silvio seriam sempre, e por definição,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

preteridos. Isso era garantido pelo acompanhamento do ativo realizado pelo operador, que avisava Silvio sobre as ordens disponíveis no livro, como fica claro nos diálogos transcritos acima e no Relatório.

50. Nesse sentido, é importante notar que ao menos por duas ocasiões as melhores ordens de venda disponíveis estavam abaixo de R\$ 1,00. Nesses casos, a providência de Silvio foi atacar as ofertas e inserir novas ordens de compra a R\$ 1,00 logo em seguida, voltando a balizar o valor do ativo no patamar pretendido – sendo que em uma delas a ordem nesse sentido foi expressa, conforme narrado nos itens 4(iv) e 5, acima.

51. Assim, o acusado induzia os demais investidores a crer que o valor da ação, naquele momento, era outro, superior àquele em que estava sendo efetivamente ofertado. Resta, portanto, configurado o terceiro elemento do tipo.

Conduta dolosa

52. Em relação a esse ponto, sobressaem dois argumentos trazidos pela Defesa. Em primeiro lugar, alega-se que, mesmo que Silvio tivesse o desejo de defender o preço de pelo menos R\$ 1,00, isso não seria ilegal, uma vez que a Instrução CVM nº 08/1979 impede a “manipulação” e não a “defesa” de um investidor minoritário que deseja impedir a catástrofe de ver a companhia investida deslistada. Depois, também é dito que Silvio era acionista de longa data da companhia investida, demonstrando que havia uma tese de investimento robusta.

53. O primeiro argumento é sustentado com base em trecho de voto do então Diretor Gustavo Gonzalez no âmbito do PAS CVM nº RJ2016/2384:

Quando as eventuais alterações nas condições do mercado consistirem em meros efeitos colaterais de uma operação, não há ilicitude. A ilicitude, no entanto, não surge do simples fato de o investidor realizar suas operações considerando os efeitos que a sua atuação terá no mercado¹⁹.

¹⁹ PAS CVM nº RJ2016/2384, Rel. Dir. Gustavo Gonzalez, j. em 08.20.2018.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

54. Considero esse raciocínio irretocável, porém parece evidente que o seu emprego no presente caso vai totalmente de encontro ao sentido do referido precedente. É claro que o investidor não pode ser responsabilizado por suas negociações gerarem efeitos no mercado, nem tampouco por estar consciente de tais efeitos. É da essência da negociação em bolsa que sejam refletidos no preço todas as pressões de oferta e de demanda de um determinado ativo, porém a participação dos agentes envolvidos deve ser amparada por teses de investimento que não empreguem expedientes vedados pela regulação vigente.

55. Um ótimo exemplo disso foi dado pelo próprio Diretor Gustavo Gonzalez: a negociação de grandes lotes pode gerar um movimento abrupto nos preços que poderia ser evitado pelo seu fracionamento. Nada impede, de qualquer forma, que o investidor sopesse entre os efeitos que lhe sejam mais vantajosos e faça uma escolha por um ou outro caminho. A negociação do lote, entretanto, deve ser subsidiada por uma tese de investimentos e não pelo simples interesse de fazer sacudir o mercado.

56. Dito de outro modo, uma coisa é entender que um ativo está sendo negociado em patamar inferior ao que ele de fato vale e, por isso, estar disposto a pagar um valor superior e outra coisa totalmente distinta é agir de forma a fazer terceiros crerem que o valor do ativo é diferente do que ele seria negociado sem a interferência – negocial ou informacional – de determinado agente. É justamente para coibir o segundo cenário que a Instrução CVM nº 08/1979 foi editada.

57. Além disso, a argumentação do Acusado quer fazer crível a versão de que ele era um pobre minoritário, sem auspícios de grandes lucros e negociando pequenos montantes financeiros, que desejava apenas evitar o cenário onde se veria acionista de uma companhia fechada, sob a ameaça do acionista controlador. Embora ainda nesse caso não pudesse ser afastada a proibição de manipulação de preço, fato que é que esse não é o caso do presente PAS, seja porque o declínio do preço dos ativos enseja o grupamento das ações, não o fechamento da companhia, seja porque Silvio era acionista relevante com mais de 40% do capital social total, conforme citado no item 7, acima.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

58. Aqui, passo ao segundo argumento da Defesa, de que Silvio detinha posição histórica na companhia investida, o que demonstraria uma tese de investimentos robusta e afastaria qualquer tipo de suspeita sobre ele ter interesse de, dolosamente, manipular o ativo.

59. Novamente, é preciso rememorar que a gravação de 11.04.2018 deixa claro o intento de Silvio de negociar o ativo em vários pregões seguidos, comprando 1.000 ações por dia, em lotes de 100 ações por vez, não em chegar a uma posição específica, conforme demonstrado no item 4(iii) acima e no item 14 do Termo de Acusação. Ainda, é preciso rememorar que, desde o primeiro momento, em 04.05.2016, Silvio recusou a ideia de buscar liquidez fora do mercado de bolsa para a sua intenção de compra.

60. Nesse ponto, tomo a liberdade de citar raciocínio empregado por mim em julgamento de PAS análogo ao presente, já citado no item 28, acima:

Naturalmente, caso o Acusado tivesse a intenção legítima de comprar tal ativo pelo preço existente no momento de suas ofertas de compra, acreditando em sua posterior valorização, é de se esperar que o mesmo realizasse a aquisição daquele valor mobiliário pelo menor preço possível, de modo minimizar seus custos e obter o maior lucro possível em uma futura venda do mesmo. No entanto, [o Acusado] não seguiu tal lógica econômica, o que corrobora a tese acusatória de que seu intuito era manipular o preço da ação, isto é, elevar o preço teórico do ativo – ou, nas palavras do próprio Acusado, “defender a ação”, a qual representava grande parcela de sua carteira de ativos em custódia. Aliás, cabe destacar que o Acusado detinha, direta e indiretamente, relevante parcela do capital social da emissora do ativo manipulado²⁰.

61. Dessa forma, entendo que os indícios e provas trazidos pela SMI são suficientes para comprovar a prática de manipulação de preços por Silvio.

²⁰ PAS CVM nº 19957.001616/2022-41, de minha relatoria, j. em 14.11.2023.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

V. CONCLUSÃO E DOSIMETRIA

62. Por todo o exposto, em face das diversas irregularidades demonstradas pela Acusação, tenho como configurada a violação ao item I c/c II, alínea b, da Instrução CVM nº 08/79, em razão da prática de manipulação de preços envolvendo o ativo AZEV4.

63. Para fins de dosimetria, observo que os fatos ocorreram após a entrada em vigor das alterações à Lei nº 6.385/1976 trazidas pela Lei nº 13.506/2017, de modo que considero, no que tange à aplicação de penalidades pela CVM no âmbito de processos administrativos sancionadores, para fins de aplicação da pena neste PAS, a atual redação da Lei nº 6.385/1976.

64. Não consta nos autos o benefício auferido pelo Acusado através da prática do ilícito em questão, razão pela qual, seguindo os princípios constitucionais da proporcionalidade e da razoabilidade e em linha com precedentes do Colegiado similares ao presente caso²¹, fixo a pena-base de R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais).

65. Não vislumbro no caso quaisquer das circunstâncias agravantes ou atenuantes previstas nos arts. 65 e 66, da Resolução CVM nº 45/21. Nota-se que o Acusado já foi condenado múltiplas vezes por esta Autarquia²², porém dois desses casos já transitaram em julgado há mais de 5 anos, enquanto outro ainda possui recurso pendente perante o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. Dessa forma, considero inapropriado cogitar a majoração da penalidade por reincidência.

66. Ante o exposto, com fundamento no art. 11, inciso II, da Lei nº 6.385/76, voto pela condenação de Silvio Tini de Araújo à penalidade de **multa pecuniária** no valor de **R\$ 500.000,00 [quinhentos mil reais]**, por manipulação de preços do ativo AZEV4, previsto nos itens I c/c II, alínea b, da Instrução CVM 08/79.

²¹ PAS CVM nº 19957.001616/2022-41, de minha relatoria, j. em 14.11.2023; PAS CVM nº 19957.008818/2018-37, Rel. Dir. Alexandre Rangel, j. em 19.07.2022; PAS CVM nº 19957.007543/2019-03, Rel. Dir. Gustavo Gonzalez, j. em 02.06.2020; PAS CVM nº 02/2014, Rel. Dir. Carlos Alberto Rebello Sobrinho, j. em 17.12.2019.

²² PAS CVM nº 19957.001830/2021-16; PAS CVM nº 09/2012; e PAS CVM nº 13/2006.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

67. Como os fatos analisados neste processo apresentam indícios de crimes de ação penal pública, proponho, ainda, a comunicação do resultado deste julgamento ao Ministério Público Federal do Estado do Rio de Janeiro, em complemento à comunicação já realizada em 15.05.2023²³, nos termos do art. 9º da Lei Complementar nº 105/2001 e do art. 12 da Lei nº 6.385/1976.

É como voto.

Rio de Janeiro, 26 de novembro de 2024.

Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo

Diretor Relator

²³ Doc. 1780249.