



## 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](http://www.cvm.gov.br)

### PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.002306/2023-24

Reg. Col. 2912/23

**Acusados:** 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 Lobo

### MANIFESTAÇÃO DE VOTO

1. Acompanho o voto do ilustre Diretor Relator, mas aproveito para destacar um ponto no qual ele toca e que me parece crucial para o deslinde deste caso.
2. Não há, a meu ver, verdadeira controvérsia quanto à subsunção do caso concreto ao item II, alínea “b”, da Instrução CVM nº 8/1979. Isso fica bem demonstrado no voto do Relator, que analisa a conduta do acusado frente a cada um dos elementos constitutivos do tipo. Até o dolo, que se mostra frequentemente elusivo para a acusação, é, aqui, inequívoco, por todas as razões já expostas<sup>1</sup>.
3. O único aspecto que chama a atenção é a justificativa apresentada pelo acusado de que as operações realizadas constituíram uma estratégia transparente de “defesa do preço” de AZEV4, em patamar igual ou superior a R\$1,00. O que a defesa quer fazer crer, no limite, é que a atuação do acusado esteve imbuída de “fundamentação econômica”.
4. Este argumento é comprensível, considerando que, no passado, este Colegiado já reconheceu que a ilicitude poderia ser afastada quando tal fundamentação estivesse presente.

<sup>1</sup> A hipótese é de dolo direto. Como já esclareci, no dolo direto, “o agente efetivamente desejaria o resultado – como a morte da vítima, no homicídio doloso. Além destes casos, ditos de ‘de primeiro grau’, em que há consciência combinada com propósito, Roxin considera que há dolo direto também quando o agente, ainda que não persiga as consequências, prevê que elas certamente se produzirão. Esta espécie de dolo direto é chamada por Roxin como ‘dolo direto de segundo grau’.” (Sem querer querendo: uma discussão sobre o uso do dolo eventual nos ilícitos administrativos do mercado de capitais, *in* Revista Semestral de Direito Empresarial, nº 28, Rio de Janeiro: Renovar, 2021, pp. 68-69).



## 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](http://www.cvm.gov.br)

Vide, por exemplo, o PAS CVM nº 2013/12, j. em 18/08/2015, que teve como relatora a então Diretora Luciana Dias<sup>2</sup>.

5. Não há, contudo, semelhanças entre este processo e a interpretação firmada naquele precedente. Enquanto ali (e em outros casos semelhantes mais recentes) se tratou de operações nascidas com objetivos externos ao mercado e nele cursadas por motivos diversos, aqui, o intuito das operações era justamente atuar *sobre* o preço, mantendo-o em um determinado patamar.

6. Entendo, nesses termos, que é irrelevante se, por trás deste comportamento, havia uma lógica empresarial ou outra motivação de segunda ordem. Não há que se admitir como fundamento econômico legítimo para as operações a própria geração de efeitos expressamente vedados pela regulamentação.

Rio de Janeiro, 26 de novembro de 2024.

**Marina Copola**

Diretora

---

<sup>2</sup>. Por mais que esse processo tivesse por objeto o ilícito de criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço, a meu ver, a mesma lógica pode ser transposta para o exame da manipulação de preços. Cf. os seguintes trechos do voto da diretora relatora no referido processo: “Os acusados se valeram de mecanismo adequado para alcançar, dentro das regras do mercado de valores mobiliários, as finalidades por eles almejadas. Não existe a criação de demanda artificial quando alguém quer, ou precisa, como no caso concreto, adquirir ou alienar uma quantidade grande de ações – a demanda ou a oferta podem legitimamente ser excepcionais sem que sejam artificiais”; “Como argumenta a Acusação, o Leilão se tratou de uma operação na qual duas partes com interesses alinhados conferiram ordens opostas de compra e venda, visando ao fechamento de um negócio. No entanto, observadas as regras de mercado e sujeitando-se ao risco de operações públicas e a motivação econômica legítima da operação”; “os acusados não buscaram realizar uma operação com resultados previamente conhecidos ou alterar artificialmente a demanda ou oferta de valores mobiliários”.