



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 N° 19957.013886/2022-02

Reg. Col. 2866/23

Acusados: Cortel Holding S.A.; Marcio Coutinho Schumann; Priscila Oliveira Gomes; Roberto Coutinho Schumann

Assunto: Apurar supostas práticas de manipulação de preços, de operação fraudulenta e de uso de práticas não equitativas

Relatora: Diretora Marina Copola

VOTO

I. INTRODUÇÃO

1. Como descrito no relatório¹, trata-se de PAS instaurado pela SMI com o objetivo de apurar a responsabilidade dos acusados por supostas práticas de manipulação de preços, uso de prática não equitativa e operação fraudulenta, em infração ao art. 3º c/c art. 2º, incisos II, IV e III, da Resolução CVM nº 62/2022, respectivamente.
2. Quanto à imputação de manipulação de preços, atribuída a Cortel e Roberto Schumann, a Acusação sustenta que as operações de cotas de CARE11 da Cortel entre março e maio de 2022 teriam por objetivo influenciar a formação de preço do ativo. Segundo a SMI, esse objetivo se evidenciaria, entre outros elementos, pelo padrão adotado para a execução das ordens, marcado por compras volumosas e concentradas, capazes de “limpar” o livro de ofertas, em valores significativamente superiores aos de mercado.
3. Já em relação à alegada prática não equitativa, atribuída a Roberto Schumann, Marcio Schumann e Priscila Gomes, sua companheira e seu irmão, respectivamente, a Acusação sustenta que esses acusados teriam atuado em posição de vantagem indevida ao negociarem com cotas de CARE11 na mesma época das operações da Cortel, com base nas informações detidas por

¹ Os termos iniciados em letras maiúsculas que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes é atribuído no relatório deste 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

Roberto Schumann a respeito de tais operações por conta de seu cargo. Segundo a SMI, ele teria utilizado tais informações em benefício próprio, além de as ter repassado a Marcio Schumann e Priscila Gomes, o que teria lhes possibilitado obter ganhos indevidos.

4. Além disso, no que diz respeito à imputação de operação fraudulenta, atribuída apenas a Roberto Schumann, a Acusação alega que esta teria restado caracterizada pela utilização, por ele, de conta de investimento em nome de sua companheira, Priscila Gomes, para operar com cotas de CARE11, o que caracterizaria expediente ardiloso destinado a ocultar sua identidade e dificultar o rastreamento das transações realizadas pelas autoridades competentes.

II. PRELIMINAR

5. Antes de adentrar o mérito, trato de um pedido formulado por Roberto Schumann e seu irmão em sede de defesa: o pedido de realização de oitivas de J.E.F.J. e V.C.N., membros do conselho de administração da Cortel. Tal pedido teria o intuito de comprovar que a estratégia de aumento da posição da companhia em CARE11 não teria sido sugerida por Roberto Schumann, e foi formulado pela defesa ainda antes da manifestação específica que cuidava do mesmo tema, apresentada por Roberto e Marcio Schumann em 05/09/2023.

6. Com fundamento no art. 43, §3º, da Resolução CVM nº 45/2021, repto a produção dessa prova testemunhal desnecessária para o deslinde deste PAS, e afasto aquele pedido pelas razões que exponho a seguir.

7. A primeira razão está ligada ao fato de que, neste PAS, **a participação de Roberto Schumann na execução da referida estratégia de aquisição de cotas de CARE11 está mais do que suficientemente demonstrada para fins de uma eventual configuração do ilícito de manipulação de preços pelo acusado.**

8. Ainda que Roberto Schumann tivesse sido apenas a *longa manus* de terceiros, não estamos falando, aqui, de um indivíduo que não dispõe de quaisquer condições para avaliar se está ou não diante da comissão de um ilícito de natureza manipulativa – situação que, ao menos teoricamente, poderia afastar se não a acusação que sobre ele recai, ao menos a sanção pelo ilícito diante da análise dos elementos concretos do caso.



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

9. Neste processo ocorre justamente o contrário: na qualidade de diretor financeiro da Cortel, ainda que se admitisse o pedido da defesa, o acusado era o sujeito melhor posicionado para determinar se sua atuação como executor produziria ou não um efeito manipulativo vedado sobre a cotação de CARE11. **Nesse contexto, definir quem participou da concepção da estratégia não alteraria o ponto nuclear da análise engendrada por este Colegiado** – a participação de Roberto Schumann na execução das operações questionadas – **a qual, como já destaquei, foi mais do que suficientemente evidenciada pela Acusação.**

10. Adicionalmente, no que diz respeito aos demais ilícitos objeto deste PAS, nem a concepção da estratégia da Cortel, nem a definição dos termos das operações realizadas nesse contexto, constituem elementos minimamente relevantes para a configuração das condutas vedadas.

11. Mas para além dessas considerações que cuidam da conexão entre o que se quer provar e a pertinência da informação para fins da caracterização dos ilícitos, ressalto que esse ponto foi **definitivamente superado pelo próprio acusado** no curso do processo.

12. Embora a defesa argumente que Roberto Schumann não teria sido o responsável por definir os preços e o *timing* das compras realizadas pela Cortel, todos os acusados dispuseram de amplas oportunidades para se manifestar sobre a execução de tais ordens e para produzir provas a esse respeito. Com efeito, afora as ocasiões de manifestação prévia e apresentação de defesa, após o protocolo desta, Roberto Schumann e seu irmão **efetivamente apresentaram manifestação específica trazendo esclarecimentos e elementos de prova adicionais sobre os atos que culminaram na definição dos parâmetros de execução dos investimentos da Cortel.**

13. Nesses termos, **a questão do papel exercido pelo acusado na concepção das operações questionadas já foi objeto de produção probatória complementar, em virtude da petição apresentada pelo próprio Roberto e por Marcio Schumann em 05/09/2023².**

14. Como consta do relatório, a referida petição continha uma série de registros de conversas extraídas de aplicativo de mensagens, que supostamente demonstrariam que “Roberto [seria] mero executor de instruções da gestora do Fundo, com o aval do Conselho de Administração da

² Doc. 1891957.



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

Cortel”³. Com vistas a dar o melhor aproveitamento possível a tais registros, proferi despacho em 17/04/2025 admitindo a juntada desse material, e concedi prazo para que Priscila Gomes se manifestasse sobre o seu conteúdo, bem como para que os demais acusados, caso entendessem necessário, apresentassem considerações adicionais a respeito⁴.

15. Em suma, entendo que a prova testemunhal é desnecessária na medida em que já foi superada pelas provas juntadas aos autos deste processo após o protocolo da defesa, por meio da petição apresentada por Roberto e Marcio Schumann em 05/09/2023, as quais cuidavam do mesmo argumento levantado em sede de defesa, e em relação às quais foi aberto novo prazo de manifestação a todos os acusados.

16. E, como se verá, além de juntadas, as informações pertinentes foram examinadas e os respectivos contraindícios ali contidos devidamente considerados na avaliação das condutas afetadas. Daí porque declaro a perda do objeto do pedido de produção de provas formulado por Roberto e Marcio Schumann.

III. MÉRITO

III.A. Manipulação de preços

17. Nos termos do art. 2º, inciso II, da Resolução CVM nº 62/2022, o ilícito de manipulação de preços consiste na “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”.

18. A redação do referido dispositivo reproduz aquela originalmente prevista na Instrução CVM nº 8/1979, a qual, conforme esclarecido na Nota Explicativa nº 14/1979, foi intencionalmente redigida de maneira mais ampla, com o propósito de conferir à CVM maior flexibilidade para sancionar as diversas condutas que possam, em tese, configurar o ilícito em questão⁵.

³ Doc. 1891957, §5.

⁴ Doc. nº 2305579.

⁵ “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



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. O bem jurídico tutelado por esse tipo administrativo é a transparência e a integridade no processo de formação de preços dos ativos negociados no mercado de capitais e, por conseguinte, a confiança dos investidores na autenticidade das cotações, as quais devem refletir, de forma verdadeira e espontânea, a contraposição das forças de oferta e demanda⁶.

20. Diferentemente da especulação legítima, em que o investidor assume riscos apostando em variações futuras na cotação do papel ou em diferenças de preços de determinados ativos, a manipulação de preços caracteriza-se pela atuação deliberada e intencional do agente voltada a produzir artificialmente tais variações, desvirtuando o regular funcionamento do mercado de capitais⁷.

21. Conforme entendimento consolidado do Colegiado da CVM, a caracterização do ilícito administrativo de manipulação de preços requer a comprovação cumulativa dos seguintes elementos⁸: **(i)** o emprego de processo ou artifício; **(ii)** destinado a promover cotações artificiais; **(iii)** induzindo terceiros a negociar com base em tais cotações; e **(iv)** com a intenção de alterar as cotações e induzir terceiros a negociar nesses termos.

da Resolução nº 39, e conceituando de forma propositadamente genérica, situações que configuram operações ou práticas incompatíveis com a regularidade que se pretende assegurar ao mercado de valores mobiliários. Dentro dessa ótica é baixada pela CVM a INSTRUÇÃO Nº 08/79, que explicita serem vedadas a todos os participantes do mercado a criação de condições artificiais na negociação de valores mobiliários, a manipulação de preço, as operações fraudulentas e o uso de práticas não equitativas”.

⁶ “O rigor com que a CVM trata a manipulação de preços tem se mostrado proporcional para assegurar a proteção (i) da regular formação dos preços dos valores mobiliários, tendo em vista que um dos alicerces para o bom funcionamento e, consequentemente, para a confiabilidade, do mercado de valores mobiliários, é que, a qualquer tempo, a cotação de um valor mobiliário reflita a relação entre a oferta e demanda pelo ativo, livres de interferências indevidas; e (ii) dos investidores de boa-fé, para que não negoiciem ativos, celebrem contratos ou tomem decisões de investimento ou desinvestimento tendo em conta preços e volumes de negócios enganosos.” (PAS CVM nº 19957.006511/2019-82, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 14/06/2022).

⁷ Naturalmente, operações voltadas à correção de ineficiências de mercado ou à exploração de fundamentos econômicos legítimos inserem-se no âmbito da livre formação de preços e são, portanto, lícitas. Por outro lado, aquelas destinadas a criar percepção artificial ou enganosa sobre a cotação de um valor mobiliário configuram manipulação de preços, nos termos do art. 2º, inciso II, da Resolução CVM nº 62/2022. Nesse sentido, cf.: “Se as operações lícitas e ilícitas buscam o lucro e têm o potencial de impactar o mercado, é a intenção do investidor que distingue a manipulação da especulação legítima. Na manipulação, o impacto nas variáveis de mercado é o meio escolhido pelo investidor para atingir seu objetivo. Há, então, lesão àquilo que a norma busca proteger: a formação adequada dos preços, que devem refletir o encontro desimpedido da oferta e demanda e, não o interesse particular de determinados investidores [...].” (PAS CVM nº RJ2016/2348, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 26/11/2019). No mesmo sentido: Marcelo Costenaro Cavali, *Manipulação do Mercado de Capitais - Fundamento e Limites da Repressão Penal e Administrativa*, São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 296.

⁸ PAS CVM nº 19957.009452/2018-13, Dir. Rel. Otto Lobo, j. em 31/06/2022; Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 18/05/2021; PAS CVM nº 19957.006019/2018-26, Rel. Pres. Marcelo Barbosa, j. em 01/10/2019; PAS CVM nº RJ2013/5194, Dir. Rel. Ana Novaes, j. em 19/12/2014.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

22. A verificação desses elementos demanda a avaliação da totalidade dos indícios constantes dos autos, uma vez que nem sempre é possível reunir provas diretas do ilícito – sobretudo no que diz respeito à caracterização do elemento subjetivo do tipo administrativo. Por essa razão, o emprego de provas indiretas é possível e pode se fazer necessário, observado que a condenação em sede administrativa exige a reunião de indícios sérios, consistentes e convergentes aptos a permitir uma conclusão robusta acerca dos fatos analisados, em linha com o entendimento pacífico da CVM⁹.

23. À luz dessas considerações, e com base nos elementos constantes dos autos, entendo que Roberto Schumann e Cortel devem ser absolvidos dessa imputação, pelas razões que exponho a seguir.

Roberto Schumann

24. Embora haja indícios que poderiam sugerir que Roberto Schumann teria atuado para elevar artificialmente o preço das cotas do Fundo, os autos apresentam contraindícios capazes de colocar em dúvida a tese acusatória.

25. Reconheço que a Acusação reuniu indícios do emprego de um processo apto a elevar a cotação do Fundo e a indução de terceiros à negociação.

26. O primeiro desses elementos pode se materializar das mais diversas maneiras, variando conforme instrumento, estrutura ou forma empregada pelo agente para induzir uma alteração artificial das cotações de determinado valor mobiliário. Este PAS em particular versa sobre a modalidade de manipulação de preços do tipo negocial (*trade-based*), uma vez que o impacto na cotação de CARE¹¹ teria decorrido diretamente da forma pela qual as operações da Cortel foram executadas¹⁰.

⁹ Cf., nesse sentido: PAS CVM nº 19957.004791/2020-28, de minha relatoria, j. em 18/06/2024; PAS CVM nº 19957.011140/2018-70, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 09/2/2021; PAS CVM nº RJ2014/7352, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 16/01/2018; PAS CVM nº 11/2008, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 21/08/2012; o voto do Dir. Otavio Yazbek no âmbito do julgamento do PAS CVM nº 13/2009, Dir. Rel. Eli Loria, j. em 13/12/2011; PAS CVM nº 15/2004, Dir. Rel. Marcos Pinto, j. em 04/08/2009.

¹⁰ Vale destacar, a esse respeito, que, enquanto nas manipulações baseadas em informação (*information-based*) a variação da cotação decorre da reação do mercado a notícias falsas ou boatos sobre determinado emissor ou valor mobiliário, nas manipulações *trade-based* a alteração do preço do ativo é resultado direto da conduta do agente, que independe da resposta dos demais participantes do mercado. Cf., nesse sentido, a manifestação de voto proferida pela Diretora Flávia Perlingeiro no PAS CVM nº 19957.005390/2017-90, Dir. Rel. Otto Lobo, 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

27. Mais precisamente, esse padrão envolveria uma sequência coordenada de ordens transmitidas pela Cortel que teria sido capaz de suprimir a espontaneidade do mercado e, dessa forma, interferido na formação natural dos preços das cotas do Fundo e criado uma percepção enganosa de valorização.

28. A Acusação também apresentou indícios da indução de terceiros a negociar com cotas de CARE11, uma vez que, nos dias em que houve atuação da Cortel na ponta compradora, outros investidores negociaram o ativo a partir de preços que poderiam ter sido artificialmente alterados, sob a crença de que estariam diante de um movimento genuíno de valorização e liquidez.

29. No entanto, entendo que foram apresentados contraindícios que suscitam dúvida razoável quanto à tese acusatória de que Roberto Schumann teria atuado especificamente com a intenção de elevar o preço das cotas do Fundo.

30. Em primeiro lugar, reconheço, como alegado pela defesa do acusado, que a estratégia adotada pela Cortel na compra de cotas de CARE11, aprovada pelo conselho de administração da companhia e a qual cabia a ele executar, se baseava, essencialmente, na aquisição de cotas do Fundo abaixo de seu valor patrimonial, referencial que sempre foi observado. Com efeito, enquanto o valor patrimonial da cota em janeiro de 2022 era de aproximadamente R\$7,94¹¹, os preços-alvo das ordens de compra da Cortel chegaram, no máximo, a R\$5,79¹².

31. Muito embora, por si só, esse elemento não bastaria para afastar a caracterização do elemento volitivo do acusado, ele é um indicativo de que as ordens foram executadas com um grau de consonância aparentemente razoável com a tese econômica que motivou o investimento, o que sugere uma potencial atuação aderente à avaliação de valor realizada pela Cortel.

32. E apesar de eu reconhecer que, mesmo dentro dos parâmetros definidos dentro da governança da Cortel, poderia haver espaço para o acusado atuar de modo a elevar artificialmente a cotação do Fundo, as provas documentais juntadas aos autos após a apresentação das defesas

¹¹ Conforme a primeira versão do informe mensal referente a este mês (doc. nº 1754058, Anexo 3). Em 18/04/2022, o informe foi substituído por uma nova versão, na qual o valor patrimonial passou a ser registrado em aproximadamente R\$ 8,16 (disponível em: <https://fnet.bmfbovespa.com.br/fnet/publico/visualizarDocumento?id=291211&cvm=true>).

¹² Cf. Tabela 1 do Termo de Acusação.



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

constituem contraindícios capazes de suscitar dúvida razoável também quanto a essa possibilidade.

33. Nesse sentido, alguns registros de conversas entre o acusado e F.G., pessoa vinculada à Zion Invest, com quem Roberto Schumann interagia sobre a emissão de ordens em nome da Cortel, são sugestivos da atuação do acusado no sentido de adquirir cotas do Fundo a preços favoráveis. No excerto abaixo, ante o comentário de F.G. sobre as ofertas de venda disponíveis, o acusado dá a entender que sua atuação estava ancorada na busca de preços mais baixos:

F.G.: Eu acho que amanhã [sic] passa de 4, sei lá.. as vezes é bom aproveitar a oferta

Roberto Schumann: amanhã não [sic] vou operar[,] tem que voltar para 3,7[.]
[N]ada dos lotes grandes

34. Um outro registro de conversa enfraquece a premissa adotada pela Acusação de que a Cortel teria evitado agredir ordens de venda da P.C.V.S.A. com o objetivo de elevar artificialmente a cotação dos valores mobiliários. As mensagens indicam que a razão para a Cortel evitar agredir as ordens da referida corretora poderia ser justamente o intuito de adquirir o ativo ao menor preço possível. Nesse sentido:

F.G.: vai ficar quieto hoje? [V]olume alto né

Roberto Schumann: Esse [P.C.V.S.A.] a 3,90 está atrapalhando a estratégia

F.G.: está[,] mas eu não [sic] tomaria ela hoje não[,] ela vai abaixar esse lote se ninguém [sic] tomar hoje e amanhã [sic][.] [E]la vendeu nos 3,80 ontem lembra?

Roberto Schumann: Sim

35. Da leitura do registro acima, depreende-se que o preço de venda ofertado pela P.C.V.S.A. estaria acima do desejado pelo acusado, razão pela qual, conforme orientação de F.G., seria recomendável aguardar até que a referida corretora reduzisse o preço ofertado.

36. Por fim, gostaria de fazer duas ordens de comentários. Primeiro, que o simples fato de que as aquisições teriam sido realizadas com o objetivo de agredir todas as ofertas existentes até determinado preço-alvo, por si só, não é suficiente para demonstrar a intenção de manipular a cotação do ativo. Isso porque, a depender das circunstâncias em que são implementadas, operações dessa natureza podem, inclusive, ser legítimas. Da mesma forma, a mera intenção de



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

adquirir rapidamente as cotas do Fundo, com vistas a executar a estratégia de investimentos da Cortel da forma mais célere possível, não constitui, isoladamente, elemento apto a caracterizar manipulação de preços.

37. Tais aspectos somente demonstrariam a caracterização da manipulação de preços se apreciados **em conjunto com outros indícios capazes de demonstrar que Roberto Schumann buscou alterar artificialmente a cotação de CARE11.**

38. Ante o exposto, entendo que, **mesmo diante de sinais que permitem cogitar a consumação do ilícito de manipulação de preços por parte de Roberto Schumann**, há também elementos nos autos que relativizam essa interpretação e, ao cabo, enfraquecem a conclusão de que ele teria atuado especificamente com a intenção de elevar a cotação de CARE11. Havendo dúvida quanto a isso, tal dúvida deve operar em favor do acusado.

Cortel

39. No que diz respeito à Cortel, os indícios constantes dos autos tampouco permitem concluir que a sua administração tenha atuado com o propósito de executar ou permitir operações destinadas a afetar artificialmente a cotação de CARE11. Não há, portanto, elementos para concluir que a vontade social da Cortel tenha sido orientada a realizar ou mesmo a tolerar práticas que pudessem configurar o ilícito de manipulação de preços.

40. Essa conclusão decorre, em primeiro lugar, do exame das diligências implementadas durante o processo de análise, aprovação e subsequente execução da estratégia de investimento ora analisada. O conjunto fático-probatório evidencia uma atuação suficientemente cuidadosa, apoiada em efetivos mecanismos de controle e supervisão, que se adequavam ao porte e estrutura da Cortel, uma sociedade anônima fechada.

41. Nesse sentido, em reunião do conselho de administração realizada em 04/03/2022, a Cortel deliberou pela contratação de um escritório de advocacia especializado para avaliar a viabilidade e os riscos da operação. O escritório registrou em um memorando suas conclusões sobre os seguintes temas¹³: **(i)** a possibilidade jurídica de participação recíproca entre a Cortel e o CARE11; **(ii)** potenciais riscos regulatórios associados à operação, inclusive quanto ao uso de

¹³ Doc. nº 1642200, Anexo 2.



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

informação privilegiada; e (iii) medidas mitigadoras recomendáveis – como a adoção voluntária de períodos de vedações e políticas internas de negociação –, com vistas a assegurar a plena regularidade das aquisições.

42. Tal iniciativa demonstra a preocupação e o cuidado do conselho de administração de conferir segurança regulatória e aderência jurídica ao investimento pretendido pela Cortel, enfraquecendo a hipótese de que, na sua concepção, a operação tenha sido concebida com viés manipulativo.

43. Verifica-se que, desde as primeiras interações com o escritório responsável, o conselho de administração se manteve diretamente envolvido no acompanhamento da operação, o que se confirma pelo e-mail encaminhado por V.C.N., no qual o referido conselheiro manifesta, dentre outras questões, a necessidade de que fossem adotadas regras para disciplinar a negociação de cotas de CARE11 por parte dos administradores e colaboradores da Cortel. Tal fato reforça que a análise da estratégia estava inserida em um fluxo decisório institucionalizado, com supervisão da alta administração.

44. Destaca-se, ainda, que não apenas a aprovação da operação se deu de modo diligente, mas também sua própria implementação foi acompanhada a partir de controles voltados a monitorar a execução das ordens e a regularidade das operações. Tais controles incluíam, por exemplo, reportes periódicos ao conselho de administração sobre a evolução das aquisições e da posição detida. Nesse sentido, merecem destaque as reuniões do conselho realizadas em 29/03/2022 e 25/04/2022, nas quais foram apresentadas, dentre outras informações, o *status* das negociações realizadas pela Cortel e a evolução do preço das cotas de CARE11. Em particular, a apresentação submetida à reunião de 25/04/2022 registra que a Cortel pretendia alcançar a meta de 25% das cotas do Fundo por meio de aquisições a um preço médio inferior a R\$5,00 e que o seu valor patrimonial estava em R\$8,17¹⁴, o que está em linha com uma estratégia de posicionamento no ativo em patamar abaixo de tal referencial¹⁵.

45. A diligência e o cuidado adotados pela Cortel na implementação da operação também se evidenciam pela aprovação da Política de Negociação, que revela preocupação em estruturar

¹⁴ Valor que também consta do informe mensal do Fundo referente a março de 2022 (disponível em: <https://fnet.bmfbovespa.com.br/fnet/publico/visualizarDocumento?id=290936&cvm=true>).

¹⁵ Doc. nº 1754058, Anexo 9, p. 40.



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

mecanismos destinados a mitigar a ocorrência de eventuais irregularidades decorrentes da atuação de administradores, colaboradores e demais pessoas a eles vinculados, muito embora, na prática, tal política tenha se mostrado insuficiente – na medida em que, conforme será abordado mais adiante, não foi apta a restringir o uso de prática não equitativa por Roberto Schumann em negociações com cotas do Fundo.

46. Soma-se a isso o fato de que a Cortel não obteve qualquer benefício econômico com as operações. Ao contrário, é possível que a sociedade tenha sido prejudicada pela forma como as ordens foram executadas – ainda dentro de parâmetros estabelecidos, mas de maneira que pode, no mínimo, ser descrita como “mais agressiva”. Embora esse aspecto não seja, por si só, suficiente para infirmar a hipótese de manipulação de preços – conforme analisado anteriormente ao tratar da conduta de Roberto Schumann –, ele reforça a ausência de qualquer incentivo para a prática do ilícito pela sociedade e evidencia que a estratégia, tal como implementada, pode ter onerado a Cortel.

47. Por fim, cabe considerar que a decisão da Cortel de investir em CARE11 se fundamentou em premissas econômicas reconhecíveis, vinculadas à percepção de que **(i)** o ativo estava sendo negociado com desconto em relação ao seu valor patrimonial; e **(ii)** a implementação da referida estratégia de investimento acarretaria potenciais ganhos de escala e de sinergia, em razão do alinhamento entre a atividade da Cortel e os ativos que compunham a carteira do Fundo. A estratégia aprovada na instância competente apresentava, portanto, racionalidade compatível com práticas regulares de investimento.

48. Em resumo, no presente processo, os elementos fáticos demonstrados afastam a possibilidade de imposição de sanção à companhia. Daí porque, ante o exposto, entendo que a Cortel deve ser absolvida da imputação de manipulação de preços.

II.B. Prática não equitativa

49. Como já tive a oportunidade de registrar¹⁶, em linha com o entendimento consolidado do Colegiado da CVM, a caracterização do ilícito administrativo de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários exige a comprovação cumulativa dos seguintes elementos:

¹⁶ PAS CVM nº 19957.011657/2019-40, de minha relatoria, j. em 27/08/2024.



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

(i) negociações no âmbito do mercado de valores mobiliários, (ii) uma posição de desequilíbrio ou desigualdade para qualquer das partes das negociações, direta ou indireta, efetiva ou potencial; e (iii) que tal desequilíbrio seja indevido, isto é, ilegal¹⁷. Trata-se, ademais, de conduta dolosa, o que se verifica em relação a todos os ilícitos outrora tipificados na Instrução CVM nº 8/1979 e, agora, na Resolução CVM nº 62/2022.

50. Entendo que a situação ora analisada consubstancia o tipo administrativo de prática não equitativa na sua modalidade mais clássica, que se caracteriza pela conduta de alguém que, tendo conhecimento da intenção de um conjunto de investidores ou de um grande investidor de lançar ordens expressivas, capazes de alterar o preço de determinado ativo, se antecipa e se posiciona no papel antes da execução daquela ordem expressiva, a fim de lucrar com a esperada movimentação do mercado, aproveitando-se da informação que possuía.

51. A meu ver, a Acusação reuniu um conjunto de indícios sólidos, convergentes e consistentes, que permitem concluir pela responsabilidade de Roberto e Marcio Schumann por prática não equitativa, mas não de Priscila Gomes, tendo em vista a ausência de elementos indicativos da participação desta nas ordens realizadas em seu nome. Com efeito, não há qualquer elemento que indique que a acusada tenha executado, autorizado ou sequer tomado ciência da realização dessas ordens.

52. Ao contrário, os elementos constantes dos autos convergem no sentido de que a conta de investimento em nome de Priscila Gomes foi utilizada, na prática, por Roberto Schumann: (i) os dados cadastrais vinculados a essa conta guardavam correspondência direta com informações pessoais do acusado; e (ii) os registros de acesso e conexão das contas de Roberto Schumann e Priscila Gomes indicam que ambas eram acessadas dos mesmos dispositivos, vinculados à estrutura da Cortel, não havendo, contudo, qualquer indício de que Priscila Gomes mantivesse relação funcional ou operacional com a referida sociedade.

¹⁷ PAS CVM nº 19957.008087/2021-25, de minha relatoria, j. em 19/08/2025; PAS CVM nº 19957.006130/2017-31, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 06/07/2021; PAS CVM nº 19957.001813/2020-06, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 22/09/2020; PAS CVM nº 10/2012, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 13/11/2018; PAS CVM nº 04/2010, Dir Rel. Ana Novaes, j. em 23/11/2014.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

53. A utilização da conta de Priscila Gomes é, inclusive, expressamente admitida pelo próprio Roberto Schumann em sua defesa, ao afirmar que, por considerar os investimentos em CARE11 vantajosos, “tomou as providências para realizar o investimento também em favor dela”.

54. A partir da análise do conjunto probatório do PAS, contudo, entendo que Roberto e Marcio Schumann detinham conhecimento prévio dos parâmetros e da lógica de execução da estratégia de investimentos da Cortel e fizeram uso indevido de tal informação.

55. As gravações das ordens transmitidas em 25/03/2022 demonstram que o próprio Roberto Schumann, então diretor financeiro da Cortel, era quem, por intermédio de F.D.U., repassava as informações e parâmetros previamente estabelecidos para a execução das ordens da Cortel para compra de CARE11. Esse acesso direto ao fluxo das negociações, por si só, o colocava em posição privilegiada em relação aos demais participantes do mercado, permitindo-lhe estruturar e ajustar operações com CARE11 de maneira informada e estratégica. E foi exatamente isso que se verificou: o padrão reiterado de atuação de Roberto Schumann nas negociações com CARE11, em nome próprio e no de Priscila Gomes, revela que suas decisões de investimento estavam claramente orientadas pelas informações não públicas que detinha em razão de seu cargo, evidenciando a utilização indevida dessas informações para obtenção de ganhos próprios.

56. Ao agir dessa forma, Roberto Schumann também atuou em detrimento dos interesses da sociedade à qual devia lealdade, pois, em vez de aproveitar para a Cortel os melhores preços de compra disponíveis no mercado, executou ordens de compra para si e para sua companheira nesses mesmos parâmetros, para então depois utilizar os preços-alvo mais elevados obtidos pela Cortel para executar ordens de venda.

57. Além disso, a sincronia entre as operações realizadas pela Cortel e por Roberto Schumann, seja em nome próprio ou no de Priscila Gomes, evidencia que o acusado tinha acesso prévio aos parâmetros de execução das ordens de investimento. Com efeito, dos 32 pregões em que a Cortel negociou CARE11, **Roberto Schumann operou o ativo em nome próprio em 29 deles** – dos quais, **em 25**, também operou em nome de Priscila Gomes.

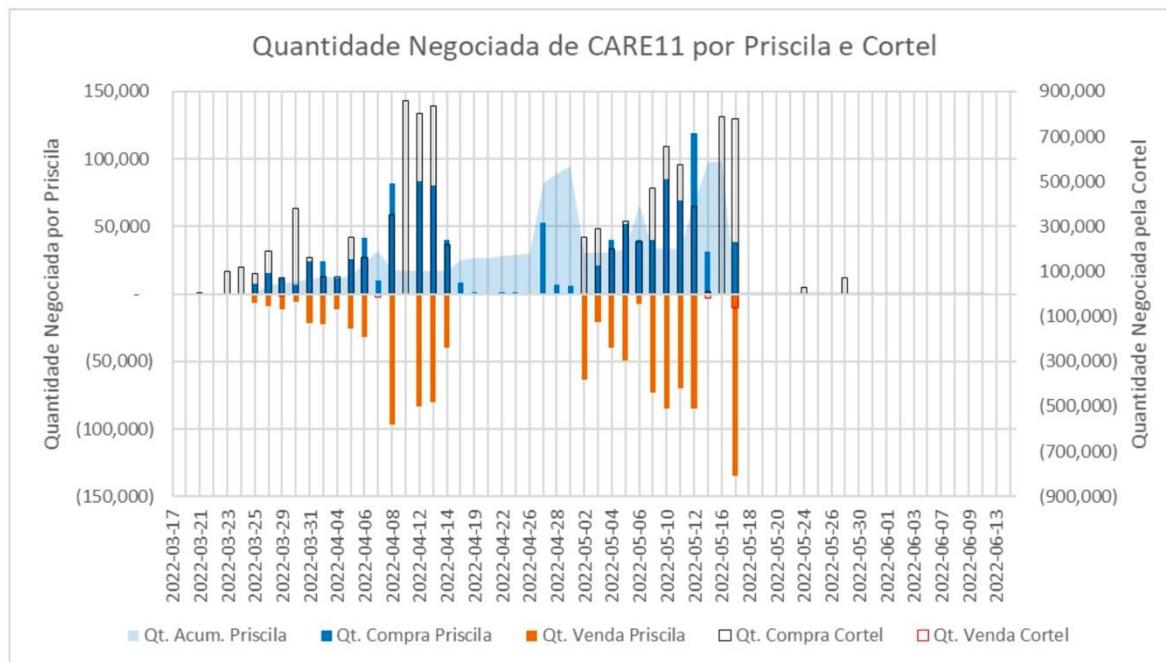
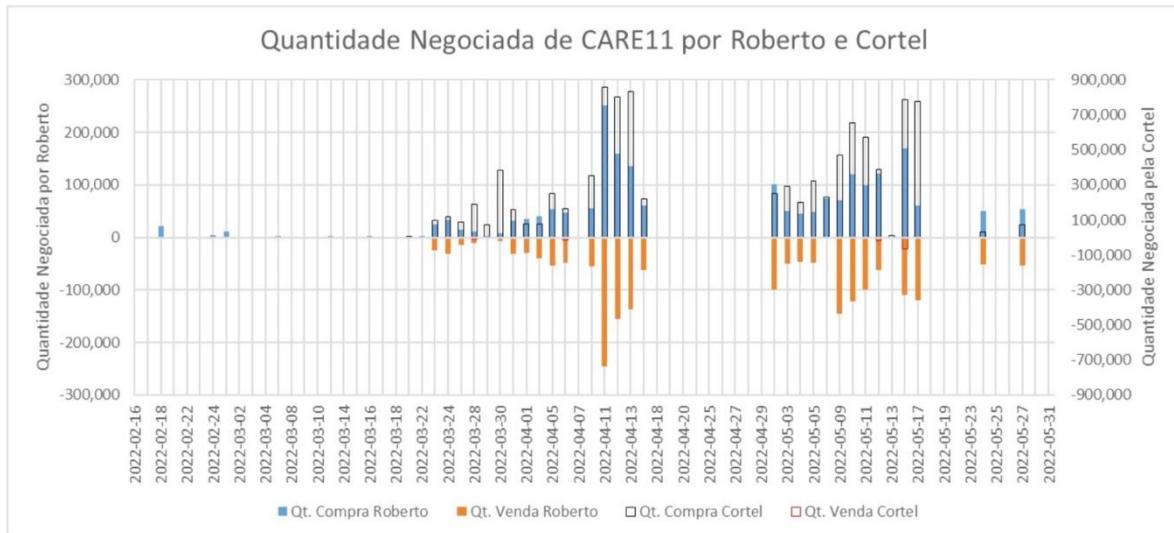
58. Essa sobreposição de operações mostra-se ainda mais evidente nos Gráficos 3 e 6 do Termo de Acusação, que consolidam as quantidades de cotas do Fundo negociadas pela Cortel e,



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

respectivamente, em nome de Roberto Schumann e de Priscila Gomes no período analisado, que reproduzo abaixo:



59. Vale também citar as negociações realizadas em 12/05/2022: minutos antes de a Cortel inserir oferta de compra de CARE11 a R\$5,39, Roberto Schumann posicionou previamente ofertas de venda de 62 mil cotas em nome próprio e de 60 mil cotas em nome de Priscila Gomes exatamente no mesmo preço-alvo praticado pela Cortel, as quais foram integralmente executadas.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

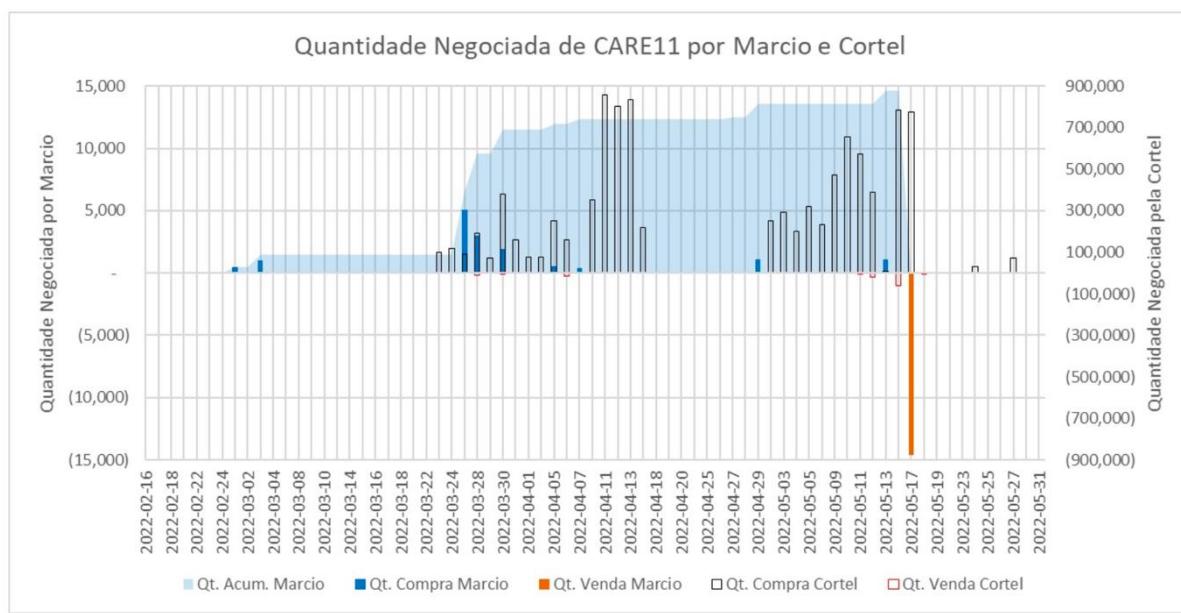
Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
www.cvm.gov.br

60. A meu ver, tais circunstâncias demonstram, com clareza, que Roberto Schumann utilizava das informações de que dispunha sobre os preços-alvo da Cortel para montar posições de compra e venda de curto prazo, além de evidenciar a grande sincronia entre as negociações em seu nome e no de sua companheira e aquelas da Cortel.

61. O mesmo padrão de atuação também se verifica nas operações de Marcio Schumann, que reproduziu – ainda que em menor escala – a estratégia de investimento adotada por seu irmão nas negociações com CARE11.

62. O acusado montou uma pequena posição em CARE11 antes mesmo de a Cortel passar a operar com o ativo, continuou a negociar o ativo durante o período de atuação da Cortel e liquidou a sua posição na data em que o preço do ativo atingiu o maior valor no período analisado no PAS.

63. Esse padrão operacional – especialmente, a coincidência entre a data de liquidação da posição de Marcio Schumann e o último dia de atuação relevante da Cortel – torna-se ainda mais evidente a partir do Gráfico 8 do Termo de Acusação, que consolida todas as operações de compra e venda das cotas do Fundo realizadas por ambos no período analisado:



64. Com efeito, embora os valores envolvidos nas negociações de tal acusado fossem inferiores aos das operações conduzidas por Roberto Schumann, o comportamento de Marcio Schumann revela o mesmo *modus operandi* observado nas operações realizadas por seu irmão.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

65. Conforme identificado pela Acusação, igualmente chama atenção a atipicidade dos investimentos realizados por Marcio Schumann, uma vez que as operações ora analisadas seriam a primeira oportunidade em que o acusado negociou cotas de fundo imobiliário, tendo iniciado as suas compras cerca de um mês antes de a Cortel operar com CARE11 (23/03/2022), e as encerrado no mesmo dia da máxima do ativo, último dia de grande atuação da Cortel (17/05/2022).

66. A referida dinâmica de atuação, somada às justificativas econômicas frágeis apresentadas pelos acusados como forma de legitimar as suas operações com CARE11 – como a suposta expectativa de inclusão do ativo no IFIX, que ocorreu apenas em maio, depois de encerradas suas operações –, é suficiente para demonstrar a participação consciente e dolosa de Marcio Schumann na prática do ilícito de prática não equitativa, ainda que não existam nos autos provas diretas de que o acusado tenha tido acesso às informações detidas por seu irmão. Como já tive a oportunidade de registrar¹⁸, a ausência de prova direta sobre o meio e o momento de transmissão das informações não impede a verificação de tal requisito necessário para a caracterização do ilícito em questão, que pode ocorrer com base em indícios múltiplos, robustos e convergentes, como os que estão presentes aqui.

67. Analisados em conjunto, todos os fatos expostos acima evidenciam a presença dos elementos do tipo administrativo, quais sejam:

- i) a realização de negociações com valores mobiliários no mercado secundário, consubstanciadas nas operações realizadas em nome próprio e, no caso de Roberto Schumann, de sua companheira, com CARE11;
- ii) a posição de desigualdade informacional em relação **(a)** ao mercado, demonstrada pelas evidências de que Roberto Schumann e seu irmão Marcio Schumann se valeram do conhecimento prévio sobre a forma, o momento e os preços das ordens institucionais da Cortel e **(b)** em relação à própria Cortel, tendo em vista a deslealdade de Roberto Schumann perante a companhia, ao se aproveitar dos melhores preços de compra disponíveis para si e seus familiares, não para a sociedade de que era administrador; e

¹⁸ PAS CVM nº 19957.008087/2021-25, de minha relatoria, j. em 19/08/2025.



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

iii) o desequilíbrio indevido, diretamente relacionado à posição que Roberto Schumann ocupava na Cortel à época das negociações, tanto por conta da referida assimetria informacional em relação ao mercado, quanto pela deslealdade com que atuou em relação à sociedade.

68. Ademais, também resta evidente a caracterização do elemento subjetivo do tipo. Isso porque a repetição sistemática das operações, a coincidência temporal exata entre as ordens pessoais e da Cortel e a magnitude dos ganhos auferidos afastam a hipótese de que se tratava de mera coincidência e demonstram o dolo na conduta de Roberto e Marcio Schumann.

69. A execução de padrão sistemático de negociação e o aproveitamento da valorização provocada pelas ordens de investimento da Cortel revela comportamento intencional e coordenado por parte de tais acusados para explorar a posição estratégica ocupada pelo então diretor financeiro da Cortel.

70. Tais conclusões não são afastadas pela alegação dos acusados de que, no caso concreto, não haveria situação de desequilíbrio, uma vez que a Cortel – apontada pela SMI como a principal contraparte das vendas realizadas pelos acusados – não estaria em posição de desvantagem informacional.

71. Tal argumento não procede. De um lado, a conduta de Roberto Schumann no sentido de aproveitar os menores preços de compra disponíveis para si e seus familiares evidentemente se deu em detrimento dos interesses da Cortel, à qual devia lealdade. De outro, considerando que, no contexto analisado neste PAS, a Cortel assumiu a posição de grande compradora de cotas do Fundo, é evidente que o acesso antecipado de Roberto e Marcio Schumann aos parâmetros de negociação da Cortel os colocou em inequívoca posição de desequilíbrio informacional em relação aos demais investidores que, no mesmo período, negociaram cotas de CARE11.

72. Da mesma forma, o fato de Roberto Schumann ter operado em observância à Política de Negociação não tem o condão de afastar sua responsabilidade pelo ilícito de prática não equitativa. Isso porque, o referido documento apenas delimitava que o diretor de relação com os investidores – cargo que, à época dos fatos analisados no PAS, também era ocupado pelo acusado – seria o responsável por estabelecer períodos de vedação à negociação com valores mobiliários,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

não disciplinando outros critérios de conduta¹⁹. Assim, a mera observância dessa política não comprova a regularidade das operações realizadas.

73. Naturalmente, o fato de tal política representar, naquele momento, a única restrição formal imposta pela Cortel às negociações com as cotas do Fundo, não eximia Roberto Schumann, na condição de diretor financeiro da Cortel, do dever de observar as normas de conduta previstas na Resolução CVM nº 62/2022.

74. Ante o exposto, entendo que as condutas de Roberto e Marcio Schumann preenchem integralmente os requisitos do tipo, impondo-se a condenação destes pela infração ao art. 3º, c/c art. 2º, inciso IV, da Resolução CVM nº 62/2022. Por outro lado, diante da inexistência de provas diretas ou de indícios consistentes de participação consciente, não há base fática para sustentar a responsabilização de Priscila Gomes, razão pela qual ela deve ser absolvida de tal imputação.

II.C. Operação fraudulenta

75. Conforme entendimento consolidado do Colegiado²⁰, a caracterização do ilícito administrativo de operação fraudulenta exige a verificação cumulativa dos seguintes elementos: (i) a utilização de ardil ou artifício, (ii) com o objetivo de induzir ou manter terceiros em erro, e (iii) com a intenção de obter vantagem econômica ilícita para si ou para outrem.

76. O primeiro elemento do tipo administrativo, a utilização de ardil ou artifício, pode se materializar das mais diversas maneiras, a depender do instrumento, estrutura ou forma empregada pelo agente de modo a induzir ou manter a potencial vítima em erro. São exemplos de tais ardis ou artifícios, conforme precedentes da CVM, a aquisição de ativos superfaturados²¹,

¹⁹ Conforme o disposto na cláusula 6 da Política de Negociação (doc. nº 1754058, Anexo 10).

²⁰ PAS CVM nº 19957.004791/2020-28, de minha relatoria, j. em 18/06/2024; PAS CVM nº 19957.002026/2019-30, Dir. Rel. Flavia Perlingeiro, j. em 26/09/2023; PAS CVM nº 19957.007133/2017-92, Rel. Pres. Marcelo Barbosa, j. em 13/08/2019; e PAS CVM nº 10/2014, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 18/06/2019.

²¹ PAS CVM nº 02/2013, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 22/01/2019; PAS CVM nº RJ2015/2017, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 02/04/2019; e PAS CVM nº 06/07. Dir. Rel. Marcos 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

a falsificação de documentos²², a utilização de laudos de avaliação sem substrato econômico²³ e o desvio de recursos em relação à utilização ou destinação informada²⁴.

77. Embora seja inegável que a abertura e a utilização de conta de investimento em nome de outra pessoa possa configurar ardil, tenho dúvidas de que, neste caso, tais medidas tenham sido adotadas por Roberto Schumann com o intuito de induzir terceiros a erro.

78. O endereço de e-mail e os números de telefone atrelados à conta de investimento de Priscila Gomes correspondiam àqueles do cadastro do acusado na mesma corretora, o qual, por sua vez, a indicava como sua cônjuge²⁵. A transparência do vínculo dos dois perante o intermediário, e o fato de que o acusado operou concomitantemente em nome de ambos, me levam a considerar dois cenários igualmente possíveis: de um lado, que o acusado tenha “apenas” buscado oportunizar à sua companheira os mesmos ganhos que vinha obtendo com a prática não equitativa; de outro, que tenha, de fato, feito uso de conta em nome dela com intuito ardiloso, de modo a ampliar o volume de negócios irregulares sem chamar atenção – hipótese em que a transparência do vínculo entre ambos não passaria de um descuido.

79. De todo modo, ainda que se admitisse a configuração do ardil, entendo que este teria sido empregado, em concreto, para ocultar parte da atuação reputada como prática não equitativa, funcionando como instrumento acessório à consumação desse outro ilícito administrativo – e não como base de uma fraude independente voltada à geração de ganhos indevidos.

80. Essa conclusão é reforçada pelo próprio rol de terceiros que a Acusação aponta como supostamente mantidos em erro – o intermediário, os autorreguladores, a CVM e a Receita Federal. A menção a esses agentes evidencia que o eventual ardil teria sido manejado com o propósito de dificultar a supervisão e a detecção das operações irregulares, e não para influenciar, enganar ou manipular alguém em função da busca por um lucro ilícito. A vantagem econômica obtida por Roberto Schumann decorreu, segundo a própria narrativa acusatória, exclusivamente

²² PAS CVM nº 19957.003680/2021-85, Dir. Rel. Otto Lobo, j. em 30/11/2023; PAS CVM nº RJ2017/02029, Rel. Pres. Marcelo Barbosa, j. em 17/05/2022; e PAS CVM nº 16/2002, Rel. Pres. Marcelo Trindade, j. em 10/10/2006.

²³ PAS CVM nº 19957.004791/2020-28, de minha relatoria, j. em 18/06/2024, PAS CVM nº 19957.001921/2020-71, Rel. Pres. Marcelo Barbosa, j. em 12/07/2022; PAS CVM nº RJ2015/2127, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 02/04/2019.

²⁴ PAS CVM nº 19957.000824/2022-22, de minha relatoria, j. em 10/12/2024; PAS CVM nº RJ2014/12081, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 18/06/2019.

²⁵ Doc. nº 1642173, “doc. 01” > “Roberto Coutinho Schumann” > “4025241 - FICHA CADASTRAL”.



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

da prática não equitativa, sendo esta – e não o ardil – a origem direta dos ganhos nas operações com CARE11.

81. Por essa razão, o emprego desse suposto ardil poderia, quando muito, ser considerado uma circunstância agravante no contexto da prática não equitativa, por revelar maior reprovabilidade na forma de execução deste ilícito específico. Todavia, tendo em vista a própria dúvida sobre a caracterização do emprego da conta de Priscila Gomes como efetivo ardil, em concreto, não entendo adequado qualificá-lo como tal.

82. Ante o exposto, concluo que a abertura e utilização da conta de Priscila Gomes – seja qual for a interpretação adotada entre os dois cenários plausíveis – não satisfaz os requisitos necessários à configuração da operação fraudulenta. Tanto no cenário de tentativa de oportunizar ganhos ilícitos à companheira, quanto no emprego de expediente para reduzir a rastreabilidade da prática não equitativa, não se trata de instrumento voltado a manter terceiros em erro para a obtenção de vantagem econômica ilícita autônoma, como exige o tipo infracional.

IV. CONCLUSÃO E PENALIDADES

83. Os fatos objeto deste PAS ocorreram após a entrada em vigor da Lei nº 13.506/2017, que alterou a Lei nº 6.385/1976. Dessa forma, os valores máximos das penas desde então previstos na lei são aplicáveis a este caso, observados os parâmetros introduzidos na regulamentação da CVM pela Instrução CVM nº 607/2019, atualmente refletidos na Resolução CVM nº 45/2021.

84. Na fixação de penalidades por esta CVM, o Colegiado deve atentar para os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, assim como para os motivos que justifiquem sua imposição. Em cada caso, cabe, portanto, avaliar a gravidade do ilícito e das condutas, observadas eventuais circunstâncias agravantes ou atenuantes, à luz da legislação de regência da matéria.

85. Nos termos do art. 4º da Resolução CVM nº 62/2022²⁶, a realização de prática não equitativa configura infração de natureza **grave**.

²⁶ Art. 4º Considera-se infração grave, para efeito do disposto no § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, a infração à norma contida nesta Resolução.



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

86. Sendo assim, com base nas circunstâncias do caso concreto e em linha com precedentes do Colegiado²⁷, voto pela aplicação de pena de multa pecuniária em montante correspondente a duas vezes e meia a vantagem econômica auferida por Roberto Schumann, em nome próprio e de Priscila Gomes, e por Marcio Schumann, em nome próprio, com as operações com CARE11 realizadas no período de atuação da Cortel na compra do mesmo ativo, atualizado monetariamente pela variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA.

87. A meu ver, os valores de R\$471.904,93, R\$265.717,32 e R\$18.734,57, apurados pela SMI em relação aos ganhos das operações realizadas em nome de Roberto Schumann, Priscila Gomes e Marcio Schumann, respectivamente, refletem corretamente os ganhos indevidos obtidos em decorrência da informação que dispunham sobre as operações da Cortel realizadas, de maneira mais relevante, até 17/05/2022. Por essa razão, tais valores mostram-se parâmetros adequados para a fixação de penas nos termos do inciso III do art. 61 da Resolução CVM nº 45/2021²⁸.

88. Referidos montantes, atualizados monetariamente desde maio de 2022 –, o último mês das operações consideradas –²⁹, correspondem a R\$544.566,16 e R\$306.630,96, obtidos por Roberto Schumann com as operações realizadas em nome próprio e no de sua companheira, respectivamente, e a R\$21.619,21 auferidos por Marcio Schumann.

89. Por todo o exposto, com base nas circunstâncias do caso concreto e em precedentes deste Colegiado³⁰, com fundamento no art. 11 da Lei nº 6.385/1976, voto por:

i) **condenar** Roberto Schumann e Marcio Schumann à penalidade de multa pecuniária individual no valor de **R\$2.127.992,80** e **R\$54.048,02**, respectivamente, por infração ao art. 3º c/c art. 2º, inciso IV, da Resolução CVM nº 62/2022;

²⁷ PAS CVM nº 19957.001512/2020-74, Dir. Rel. Alexandre Rangel, j. em 14/12/2021; PAS CVM nº SP2003/0461, Dir. Rel. Maria Helena de Santana, j. 05/12/2006.

²⁸ Art. 61. A penalidade de multa não deverá exceder o maior dos seguintes valores: [...] III – 3 (três) vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito; ou [...].

²⁹ Em linha com metodologia já adotada por este Colegiado. Cf. o PAS CVM nº 19957.005174/2019-14, Rel. Pres. João Pedro Nascimento, j. em 11/10/2022.

³⁰ PAS CVM nº 19957.011657/2019-40, de minha relatoria, j. em 27/08/2024; PAS CVM nº 19957.005174/2019-14, Rel. Pres. João Pedro Nascimento, j. em 11/10/2022; PAS CVM nº 19957.001512/2020-74, Dir. Rel. Alexandre Rangel, j. em 14/12/2021. Em todos esses precedentes, que tiveram como objeto o ilícito de prática não equitativa, aplicou-se a sanção de multa equivalente a duas vezes e meia o valor da vantagem econômica indevidamente obtida.



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

- ii) absolver **Priscila Gomes** da acusação de infração ao art. 3º c/c art. 2º, inciso IV, da Resolução CVM nº 62/2022;
- iii) absolver a **Cortel** e **Roberto Schumann** da acusação de infração ao art. 3º c/c art. 2º, inciso II, da Resolução CVM nº 62/2022; e
- iv) absolver **Roberto Schumann** da acusação de infração ao art. 3º c/c art. 2º, inciso III, da Resolução CVM nº 62/2022.

90. Por fim, nos termos do art. 9º da Lei Complementar nº 105/2001, e do art. 12 da Lei nº 6.385/1976, determino que o resultado deste julgamento seja comunicado ao MPF-RS³¹.

É como voto.

Rio de Janeiro, 25 de novembro de 2025.

Marina Copola
Diretora Relatora

³¹ Em complemento ao Ofício nº 410/2022/CVM/SGE (doc. nº 1671190).