



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 SEI Nº 19957.000511/2018-98

Reg. Col. 1104/18

Acusado: Antônio Carlos Pinto da Rocha Rodrigues

Assunto: Manipulação de Preços, consoante definida no Item II, “b”, da Instrução CVM nº 8/1979 e vedada pelo item I da mesma Instrução.

Diretora Relatora: Flávia Perlingeiro

VOTO

I. INTRODUÇÃO

1. Trata-se neste PAS¹ de acusação em face de Antônio Carlos Rodrigues por alegada manipulação do preço das ações ordinárias de emissão da Indústrias WLM – Indústria e Comércio S.A.², em conduta definida no Item II, “b”, da ICVM nº 8/1979 e vedada pelo Item I da Instrução³.

2. A investigação teve início com o recebimento pela SMI de Comunicado da BSM sobre operações de mesmo comitente (“OMCs”) realizadas pelo Acusado com ações de código WLMM3⁴, por meio de duas corretoras, cada uma intermediando uma ponta das operações, ora na compra, ora na venda. Adicionalmente, foram analisados os extratos de todas operações realizadas com o ativo WLMM3 entre 01.07 e 01.12.2017⁵ e de operações do Acusado conduzidas no mercado bursátil entre os anos de 2015 e 2017⁶.

3. A Acusação identificou que, no período de **01.07 a 27.10.2017**, as únicas operações com WLMM3 foram as 19 OMCs realizadas pelo Acusado por meio das duas corretoras, em 19 pregões distintos, que elevaram artificialmente a cotação do ativo em 210%, que teria passado de R\$ 4,80 para R\$ 14,90, e proporcionado, assim, um incremento de **R\$ 367.640,00** no valor das 36.400

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

² Código WLMM3, atualmente denominada WLM Participações e Comércio de Máquinas e Veículos SA.

³ I - É vedada aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários, a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a manipulação de preço, a realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não equitativas.

II - Para os efeitos desta Instrução conceitua-se como: (...) b) manipulação de preços no mercado de valores mobiliários, a utilização de qualquer processo ou artifício destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo, terceiros à sua compra e venda;

⁴ O Comunicado informou a detecção de outras 15 OMCs pelo Acusado com SGAS3 e SGAS4, que eram os códigos de negociação das ações de emissão da WLM Indústria e Comércio S.A. até 30.06.2017 (Doc. SEI 0423541, fls. 03).

⁵ Doc. SEI 0423551.

⁶ Doc. SEI 0423552.



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

ações que o Acusado tinha em custódia. Além disso, consoante aduz a SMI, negócios com o mesmo ativo subsequentemente realizados por terceiros⁷, ainda que não tenham ocorrido no nível máximo de preço atingido nas OMCs realizadas pelo Acusado, foram indevidamente influenciados por suas operações.

4. Por fim, a Acusação concluiu que a conduta de Antônio Carlos Rodrigues foi dolosa, pois o próprio Acusado, em sua manifestação prévia⁸, reconheceu que suas operações tinham como objetivo gerar liquidez, atraindo compradores para que ele pudesse sair da posição.

5. Para infirmar a tese acusatória, o Acusado, em sua manifestação prévia, aduziu que: (i) não é um profissional de mercado e não sabia da ilicitude das OMCs; (ii) assim que foi informado pelas corretoras, não mais operou dessa forma; (iii) não obteve resultados com as OMCs; (iv) fez oferta de venda com valores inferiores para posteriormente tentar reduzir a cotação, sem sucesso; (v) o volume financeiro e quantitativo das operações foi sempre insignificante; e (vi) não houve prejuízo ao mercado, pois as operações do período foram todas fechadas com ele próprio.

6. Em sede de defesa, além de repisar seu desconhecimento sobre a ilicitude das OMCs, argumentou, em síntese, que: (i) naquele período, a Bolsa tinha forte alta, recuperando-se do “*Joasley’s Day*”⁹, dando como exemplos o incremento do índice Bovespa e, mais especificamente, de outras cinco ações cotadas na Bolsa; e (ii) as quantidades de ações de suas operações e por ele detidas eram irrelevantes frente ao total de ações de emissão da Companhia.

7. Antes de analisar o mérito, cumpre enfrentar as preliminares suscitadas pelo Acusado.

II. PRELIMINARES

8. O Acusado arguiu a nulidade deste PAS em razão de: (i) cerceamento de seu direito de defesa; e (ii) existência de erros materiais em datas e cotações utilizadas pela Acusação.

9. De acordo com o Acusado, seu direito de defesa foi desrespeitado à luz do que, a seu ver, constitui causa de invalidade da manifestação prévia prevista no art. 5º da ICVM nº 607/2019¹⁰,

⁷ Para tanto, a Acusação aponta dois negócios, retratados nas quatro últimas linhas da tabela reproduzida no item 4 do Relatório. De acordo com a Acusação, tais negócios foram fechados em cotação (R\$ 8,61) 79% superior àquela verificada antes da ação de Antônio Carlos Rodrigues (R\$ 4,80).

⁸ A Acusação destacou o seguinte trecho: “*Na intenção de sair da posição colocava ofertas de compra e venda em corretoras diferentes tentando dar liquidez ao mercado. Quando fui informado pelas Corretoras que isso não é permitido. (...) Assim que fui informado abortei minha estratégia e não operei mais assim. Mesmo porque não obtive resultados em função da baixa liquidez; fiz oferta de venda com valores inferiores para trazer de volta ao preço. Também sem comprador.*” (Doc. SEI 0423750, item 13).

⁹ Doc. SEI 1086510, fls. 05.

¹⁰ Art. 5º Previamente à formulação da acusação, as superintendências deverão diligenciar no sentido de obter diretamente do investigado esclarecimentos sobre os fatos que podem ser a ele imputados.



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

tendo em vista que:

- i) tanto a intimação enviada pelo Gerente de Acompanhamento de Mercado, quanto a manifestação do Acusado ocorreram por email, apesar de a intimação conter orientação para que a resposta fosse protocolada no site da CVM, sendo que “o *Processo Administrativo é pautado pela estrita legalidade*”¹¹;
- ii) a manifestação “*foi realizada de forma precária, uma vez que o acusado responde a intimação, por email, em menos de 24 (vinte e quatro) horas*”¹²;
- iii) a SMI não se manifestou acerca de pedido de dilação de prazo para apresentação de documentos feito pelo Acusado em sua manifestação. Caso o tivesse feito, não teria formulado qualquer acusação “*ante a insignificância da conduta do acusado*”¹³.

10. A meu ver, tais alegações não merecem prosperar.

11. Conforme entendimento consolidado deste Colegiado¹⁴, a manifestação prévia a que o Acusado se referiu não configura uma defesa antecipada, mas medida que tem por objetivo aprimorar a instrução processual. Nesse sentido, sua inobservância, o que sequer é o caso neste PAS, não implica na nulidade do feito (e isso tanto antes ou após o advento da ICVM nº 607/2019).

12. Ademais, inexistente vício em manifestações prévias solicitadas e/ou enviadas por email. Pelo contrário, trata-se de prática usual no trâmite dos PAS da CVM, o que de forma alguma afronta o princípio da legalidade¹⁵, e, ainda, se coaduna com outros princípios que regem a atuação da Administração Pública e a condução de seus processos sancionadores, como o da eficiência¹⁶ e a celeridade processual¹⁷.

Parágrafo único. Considera-se atendido o disposto no **caput** sempre que o investigado: I – tenha prestado depoimento pessoal ou se manifestado voluntariamente acerca dos fatos que podem ser a ele imputados; ou II – tenha sido oficiado para prestar esclarecimentos sobre os fatos que podem ser a ele imputados, ainda que não o faça.

¹¹ Doc. SEI 1086510, fls. 02.

¹² Idem.

¹³ Idem, fls. 04.

¹⁴ Conforme precisamente exposto pelo então Diretor Otávio Yazbek em seu voto no PAS CVM nº RJ2006/8572, j. em 16.03.2010: “*aqui vale, novamente, esclarecer com que finalidade foi concebido o art. 11 da Deliberação CVM nº 538/08, qual seja, proteger e viabilizar o exercício do poder de polícia pela CVM. Com efeito, a oitiva preliminar tem por objetivo tão somente dar suporte à formação da convicção da área técnica quanto à materialidade e a autoria das infrações e auxiliar na boa instrução do processo, durante a etapa investigativa de que trata o art. 9º, §2º, da Lei nº 6.385, de 7.12.1976. O dispositivo não confere, portanto, um direito subjetivo aos investigados, nem deve ser confundido com defesa prévia*”. Esse entendimento se consolidou no Colegiado com o passar do tempo, como bem ilustra a seguinte passagem do voto do Presidente Marcelo Barbosa no PAS CVM nº 19957.006019/2018-26, j. em 01.10.2019: “*Conforme entendimento consolidado do Colegiado da CVM, nem sequer a completa falta de manifestação prévia do investigado macularia o processo, uma vez que o art. 11, da Deliberação CVM nº 538/2008, não confere direito subjetivo aos investigados nem pode ser confundido com previsão de uma defesa prévia*”.

¹⁵ Nesse sentido, o art. 22, *caput*, da Lei nº 9.873, de 29.01.1999, é elucidativo: Art. 22. Os atos do processo administrativo não dependem de forma determinada senão quando a lei expressamente a exigir.

¹⁶ Art. 37, *caput*, da Constituição Federal e art. 2º, *caput*, da Lei nº 9.874, de 29.01.1999.

¹⁷ Art. 5º, LXXVII, da Constituição 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

13. Com efeito, a SMI utilizou o endereço de email fornecido pelo Acusado às corretoras¹⁸ por meio das quais realizou as operações. Sua pronta resposta demonstra a efetividade da medida. Noto, ademais, que a intimação para apresentação de defesa enviada ao endereço físico vinculado ao número de inscrição do Acusado no CPF na base de dados da Receita Federal do Brasil não teve êxito¹⁹, ao passo que, posteriormente, o uso do endereço de email cumpriu seu objetivo²⁰.

14. Além disso, o fato de o Acusado ter se manifestado em menos de 24 horas do recebimento da solicitação de manifestação prévia não torna, por si só, sua resposta *precária*, como afirmou a defesa, pois o próprio Acusado tomou a iniciativa de responder naquele momento, o que também não é de causar estranhamento, uma vez que ele estava prestando esclarecimentos acerca de operações por ele próprio realizadas poucos meses antes²¹.

15. Da leitura da parte final da referida manifestação prévia, não alcanço a mesma conclusão da defesa de que teria existido um pedido de dilação de prazo para apresentação de documentos, ignorado pela Acusação. Vejamos:

Informo ainda que **caso precisem de maiores esclarecimentos**, estarei à disposição, solicito apenas um prazo maior para eu poder estar em meu escritório **caso precise juntar algum documento**.²²

(grifos aditados)

16. Com efeito, o Acusado mencionou a necessidade de “um prazo maior”, mas o fez sob duas condicionantes: (i) que a SMI precisasse de maiores esclarecimentos; e (ii) que esses novos esclarecimentos demandassem respaldo em documentos, que ele somente pudesse acessar quando retornasse a seu escritório. Como a SMI não entendeu necessários novos esclarecimentos, inexistia qualquer prazo a ser dilatado.

17. Ressalto, por fim, que o Acusado apresentou suas razões de defesa acompanhadas de todas as informações e documentos que entendeu pertinentes, inexistindo, portanto, neste PAS, qualquer obstáculo ou restrição ao pleno exercício de seu direito de defesa.

18. Com relação à alegação de que o PAS seria nulo em razão da existência de erros materiais na peça acusatória, também entendo ser improcedente.

19. Segundo o Acusado, a Acusação se equivocou quanto a duas informações:

¹⁸ Conforme as respectivas fichas cadastrais, juntadas aos autos nos Docs. SEI 0423544 e 0423547.

¹⁹ Doc. SEI 0527307.

²⁰ Doc. SEI 1051827.

²¹ A manifestação prévia ocorreu em 09.01.2018 e a última OMC apontada pela Acusação em 27.10.2017.

²² Doc. SEI 0423550, fls. 02.



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) a data de início da realização de OMCs, que seria em 07.07.2017 e não 01.07.2017; e
- (ii) a cotação de WMMM3 antes de iniciadas as OMC seria de R\$ 6,20 e não de R\$ 4,80.

20. Com efeito, são informações importantes e atinentes ao contexto fático das operações em exame, mas a defesa não esclareceu, objetivamente, por que razão tais erros implicariam na nulidade do PAS²³ e, como se verá pela análise de mérito a seguir, não vislumbro qualquer alteração no exame da materialidade e autoria neste caso que pudesse se dar em razão desses pontos suscitados pelo Acusado, razão pela qual entendo que deva restar afastada a preliminar.

21. Em 17.05.2021, por meio da entrega de memoriais, a defesa arguiu, ainda, a nulidade deste PAS por alegado “excesso de prazo para conclusão do presente processo administrativo”²⁴, o que, em seu entender, teria desrespeitado o disposto no art. 10 da ICVM nº 607/2019²⁵.

22. Tal alegação também não merece acolhida. Olvidou-se a defesa que neste PAS tem-se a imputação ao Acusado realizada por meio de termo de acusação e o prazo mencionado pelo Acusado se aplica exclusivamente ao rito dos inquéritos administrativos, como deixam claro a própria redação do dispositivo citado²⁶ e a seção da Instrução na qual ele está inserido²⁷⁻²⁸.

23. Pelo exposto, voto pelo não acolhimento de todas as preliminares, mas analisarei as divergências quanto ao início das operações e à cotação anterior a elas mais adiante neste voto.

III. MANIPULAÇÃO DE PREÇOS E OPERAÇÕES DE MESMO COMITENTE (OMCs)

24. O tipo administrativo pertinente à infração de manipulação de preços encontra-se definido

²³ Os exatos termos utilizados pela defesa foram: “Ou seja, além da data, o valor de cotação também está equivocado de forma que macula o relatório elaborado em 29/08/2017, assinado pelo Analista: [R.A.F.] maculando toda sua conclusão e resultados, motivo pelo qual pugna-se pela nulidade do presente processo.”, Doc. SEI 1086510, fls. 06.

²⁴ Doc. SEI 1264376, fls. 05.

²⁵ Art. 10. Os trabalhos de investigação deverão ser concluídos em 120 (cento e vinte) dias contados da data de instauração do inquérito administrativo, podendo tal prazo ser prorrogado, mais de uma vez, por meio de pedido motivado encaminhado à Superintendência Geral, com indicação de novo prazo.

Parágrafo único. Caberá à Superintendência Geral, com base na motivação que lhe for apresentada, apreciar o pedido de prorrogação de prazo, podendo, em sendo o caso, fixar prazo inferior ao solicitado.

²⁶ Art. 10. Os trabalhos de investigação deverão ser concluídos em 120 (cento e vinte) dias contados da data de instauração do **inquérito administrativo** (...) (grifos adotados).

²⁷ Seção IV – Inquérito Administrativo.

²⁸ Releva destacar que à época dos fatos, a ICVM nº 607/2019 ainda não havia sido editada, mas o rito dos processos sancionadores da CVM então vigente também impunha a observância de prazo correlato para os trabalhos de investigação apenas com relação aos inquéritos administrativos, a teor do disposto na Deliberação CVM nº 538/2002 então vigente: “**Seção II – Inquérito Administrativo** (...) Art. 4º Os trabalhos de investigação devem ser concluídos em 90 (noventa) dias contados da data de instauração do **inquérito administrativo**, podendo tal prazo ser prorrogado, mediante pedido motivado encaminhado ao Superintendente Geral, por período que este julgue adequado para a conclusão das investigações.” (grifos adotados).



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

no Item II, “b”, da ICVM nº 8/1979, de cuja redação depreendem-se três de seus requisitos²⁹: (i) utilização de qualquer processo ou artifício; (ii) destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário; e (iii) induzindo terceiros à sua compra e venda.

25. Trata-se, assim como as demais condutas tipificadas na mesma Instrução, de infração de natureza grave³⁰ e que, em tese, também constitui crime, previsto no art. 27-C da Lei nº 6.385/1976³¹. A fiscalização e punição de tais ilícitos é de tal modo relevante para a higidez e integridade do mercado, que o legislador houve por bem elencar a matéria expressamente, dentre as atribuições do Conselho Monetário Nacional e da CVM, no art. 4º da Lei nº 6.385/1976³².

26. O destaque normativo e o rigor com que a CVM sempre tratou a manipulação de preços e a criação de condições artificiais de oferta e demanda se mostram proporcionais para a proteção (i) da regular formação dos preços dos valores mobiliários, tendo em vista que um dos alicerces para o bom funcionamento e, conseqüentemente, 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 transacionem ativos, celebrem contratos ou tomem decisões de investimento ou desinvestimento tendo em conta preços e volumes de negócios enganosos.

27. Embora não tenha sido essa a capitulação utilizada neste PAS, faço também menção à infração de criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários³³, por se tratar de ilícito administrativo correlato³⁴ e, por vezes, de sutil distinção³⁵ com relação à

²⁹ Aos quais se soma o dolo específico, elemento essencial para a caracterização de todas as infrações capituladas na ICVM nº 8/1979.

³⁰ ICVM nº 8/1979, Item III: Considera-se falta grave passível de aplicação das penalidades previstas no art. II, Incisos I a VI da LEI Nº 6.385/76, o descumprimento das disposições constantes desta Instrução.

³¹ Art. 27-C. Realizar operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas destinadas a elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário, com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros: Pena – reclusão, de 1 (um) a 8 (oito) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.

³² Art. 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de: (...) V - evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado;

³³ ICVM nº 8/1976, Item II, a) condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários aquelas criadas em decorrência de negociações pelas quais seus participantes ou intermediários, por ação ou omissão dolosa provocarem, direta ou indiretamente, alterações no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários;

³⁴ A esse respeito, o ex-Diretor Henrique Balduino Machado fez pertinente relato sobre a origem comum desses dois ilícitos administrativos (condutas tipificadas como um único crime no art. 27-C da Lei nº 6.385/1976) em seu voto no PAS CVM nº RJ2013/8880, j. em 11.06.2019.

³⁵ Conforme bem destaca Nelson Eizirik: “Nos dois ilícitos administrativos – criação de condições artificiais e manipulação – o bem jurídico protegido é o mesmo: a regularidade e transparência do mercado de valores mobiliários, assegurando que o processo de formação de preços seja regido pela oferta e demanda”. EIZIRIK, Nelson et al. Mercado de Capitais Regime Jurídico. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 547-548.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

manipulação de preços, por conta da interdependência dos fatores envolvidos. Se há a criação de condições artificiais de oferta ou de demanda é previsível um reflexo no preço do valor mobiliário. Ao mesmo tempo, como o preço é informação basilar para a tomada de decisões de investimento e desinvestimento, sua alteração também poderá repercutir no fluxo de ordens subsequente.

28. Nesse cenário, o enquadramento de uma conduta como uma ou outra infração é orientado pelo seu aspecto subjetivo, de maneira que configuram manipulação de preços (referida na alínea “b”) os processos ou artifícios implementados com o dolo específico de alterar a cotação do valor mobiliário. Já na referida alínea “a” enquadram-se as condutas que promovem alterações no fluxo de ordens relativo a determinado ativo, mas que não têm como finalidade a alteração do preço em si, ainda que possam ter esse efeito.

29. Ademais, note-se que, mesmo que a manipulação de preços comumente tenha finalidade lucrativa, não se exige a demonstração ou quantificação de resultados ou vantagens indevidamente auferidas para a caracterização do ilícito³⁶, sendo imprescindíveis, no entanto, a identificação do meio ardiloso utilizado, a existência de impacto na cotação (i.e. preço) e a demonstração do nexo de causalidade. Como bem pontuou a ex-Diretora Ana Dolores Novaes, em trecho de voto mencionado pela Acusação e frequentemente citado em precedentes posteriores, por sua precisão:

Nos casos de manipulação de preços são utilizadas manobras artificiais para elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário **com a finalidade de induzir terceiros** a adquirir papéis sobrevalorizados ou alienar papéis subvalorizados. **Caracteriza-se a manipulação de preços se restar comprovado que a elevação dos preços de determinada ação não resultou das forças normais de mercado, mas da atuação de certos investidores.**

O tipo não exige a comprovação de um resultado material efetivo. Trata-se de ilícito administrativo formal ou de perigo abstrato. Contudo, para que seja aplicada a penalidade **é necessário demonstrar o nexo causal entre o artifício e o resultado, a efetiva produção de cotações enganosas.**³⁷ (destaques aditados)

30. Ressalte-se, também, a utilização de termos abrangentes na ICVM nº 8/1976. Embora tal opção regulatória receba certas críticas, é cediço que dela decorre a longevidade da norma, cujos tipos abarcam uma vasta gama de condutas levadas a cabo em um mercado de capitais muito diferente daquele existente à época de sua edição, em especial pelas inúmeras inovações tecnológicas que sucessivamente vêm transformando a forma de operar e de tomar decisões.

³⁶ Sem prejuízo da utilização de tal informação, quando existente, na dosimetria de eventual penalidade.

³⁷ PAS CVM nº RJ2013/5194, Dir. Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de 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

31. Para além da longevidade, a redação abrangente da ICVM nº 8/1976 também permitiu que diferentes expedientes fraudulentos fossem capitulados como algum dos ilícitos nela previstos. Especificamente nas alíneas “a” e “b” do Item II, já foram classificadas, por exemplo, operações conhecidas como “esquenta-esfria”, *money pass*, *layering* e *spoofing*, entre tantas outras.

32. Cabe ressaltar que as OMCs, que, consoante a Acusação, consubstanciaram o meio ardiloso utilizado neste caso, não configuram, de *per se*, operações vedadas, observando-se, inclusive, que podem ocorrer acidentalmente³⁸ em algumas estratégias legítimas de investimento. Porém, quando deliberadamente realizadas, podem caracterizar condições artificiais de oferta e demanda ou manipulação de preços, a depender das peculiaridades de cada caso³⁹.

33. Quando utilizadas com o objetivo de manipulação de preços, as OMCs têm importante diferença com relação a outros meios ardilosos utilizados com o mesmo fim.

34. Nas estratégias que envolvem a disseminação de notícias falsas ou boatos sobre algum emissor ou valor mobiliário específico, classificadas como *information-based manipulation*⁴⁰, e naquelas em que são inseridas no livro de ofertas ordens sem a real intenção de serem executadas (como nos casos de *layering* e *spoofing*), os artifícios são insuficientes para, isoladamente, alterar a cotação do ativo. Para tanto, é preciso que o mercado reaja realizando operações, com base em premissas enganosas, e são essas operações que, por fim, vão alterar as cotações⁴¹.

35. Nas OMCs, por outro lado, a depender da liquidez do ativo e do volume transacionado⁴², consegue-se alterar o preço do ativo diretamente, independentemente da reação de terceiros. Assim, inverte-se a ordem: primeiro há a alteração do preço, o que, como visto, tem evidente potencial para induzir o comportamento de outros investidores.

³⁸ De acordo com a BSM Supervisão de Mercados, também não são consideradas irregulares, as OMC decorrentes de erro operacional e aquelas realizadas nos primeiros 60 segundos de leilão para segmento Bovespa e nos primeiros 30 segundos de leilão para segmento BM&F. Apresentação “Supervisão e Enforcement de Operações de Mesmo Comitente em Leilão”, disponível em https://www.bsmsupervisao.com.br/assets/file/supervisao-omc-webinar-b3-BSM_082020.pdf.

³⁹ Em seu voto no PAS CVM nº 19957.008751/2019-11, j. em 17.11.2020, o Presidente Marcelo Barbosa, que examinou a utilização de OMCs para manipulação de preços, mencionou dois precedentes em que OMCs foram utilizadas com a finalidade de influir na cotação de valores mobiliários (PAS CVM RJ 2015/12130, Dir. Rel. Gustavo Borba, j. em 14.08.2018 e PAS CVM SEI 19957.001361/2017-02, Dir. Rel. Gustavo Borba, j. em 14.08.2018) e outros dois, nos quais o ilícito verificado foi na artificialidade gerada no fluxo de ordens (PAS SP2014/230, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 29.05.2018; e PAS CVM 26/2000, Relator do voto vencedor Eli Loria, j. em 12.12.2002.).

⁴⁰ ALLEN, Franklin; GALE, Douglas. Stock-price manipulation. The review of financial studies. Oxford: Oxford University Press, v. 5, i. 3, 1992. pp. 505.

⁴¹ Por exemplo, espalhar rumores falsos sobre uma possível operação societária em condições vantajosas não altera a cotação das ações de emissão de uma companhia, mas sim as operações de compra realizadas por investidores que acreditam neles. Assim, primeiro há a indução de terceiros a operar, depois, manipula-se o preço.

⁴² Não por outra razão, tais estratégias são mais comumente aplicadas em mercados pouco líquidos.



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

36. Cumpre destacar, ainda, a possibilidade de que uma única pessoa, ou grupo de pessoas, impacte o preço de um valor mobiliário valendo-se da mesma dinâmica verificada nas OMCs, mas por meio de contas com titulares distintos, mas sob controle comum. Nesses casos, a existência de um único desígnio a comandar as duas contas, faz com que as operações se equiparem às OMCs e, portanto, caso presente o dolo de manipulação, também consubstanciem o ilícito.

37. Feitas essas considerações, passo ao exame de mérito deste caso.

IV. MÉRITO

38. De início, cabe examinar os supostos erros materiais que, de acordo com a defesa teriam sido cometidos pela Acusação, atinentes à data de início da irregularidade e ao preço do ativo WLMM3 que prevalecia antes das OMCs realizadas pelo Acusado.

39. Quanto à referida data, assiste razão à defesa, pois, de fato, o dia 01.07.2017 era um sábado. De todo modo, em que pese o termo de acusação⁴³ fazer referência a “período de 01.07.2017 a 27.10.2017” em seus parágrafos 3, 5, 8, 20 e 22, foram listadas todas as OMC em tabela no parágrafo 8, deixando evidente que a primeira delas ocorreu em **07.07.2017** e a última em 27.10.2017. Assim, o referido erro de digitação não teve, na prática, qualquer relevância.

40. Com relação à cotação do ativo WLMM3 anterior ao início da realização das OMCs, a Acusação menciona o preço de R\$ 4,80, reproduzindo informação constante do Comunicado⁴⁴ e do Relatório DOP⁴⁵. Contudo, inexistente nos autos respaldo documental específico a demonstrar a fonte primária da informação acerca desse valor.

41. No histórico das transações com WLMM3⁴⁶ não há nenhuma operação anterior à primeira OMC, de 07.07.2017. No Comunicado e no Relatório DOP são apresentados gráficos mostrando a evolução da cotação, mas os dados se iniciam em 03.07.2017, sendo que o Relatório DOP atesta que naquele mês, bem como no subsequente, apenas Antônio Carlos Rodrigues realizou operações com ações WLMM3⁴⁷.

42. Cumpre ressaltar que não estou aqui a apontar a correção ou incorreção da informação prestada pela BSM, mas, tendo em vista a assertiva trazida pelo Acusado, o fato de que se trataria

⁴³ Doc. SEI 0423750.

⁴⁴ Doc. SEI 0423541.

⁴⁵ Doc. SEI 0423548.

⁴⁶ Doc. SEI 0423551.

⁴⁷ Idem, fls. 03.



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

de dado mencionado em seu desfavor⁴⁸ e que não encontro nos autos informação que elucide essa questão específica, deixo de considerar que o referido valor informado pela BSM fosse, de fato, o à época prevaiente. Contudo, como abordado a seguir, o deslinde dessa questão específica não altera os fundamentos nem as conclusões trazidas neste voto.

43. Feitos esses esclarecimentos, passo ao exame acerca da autoria e da materialidade.

44. Quanto à autoria, inexistente controvérsia. A Acusação demonstrou que as OMCs foram realizadas a partir de duas contas de titularidade de Antônio Carlos Rodrigues em duas corretoras distintas, o que não foi contestado pelo Acusado, o qual, pelo contrário, reputa que o fato de ter feito todas as operações com o uso de sua própria inscrição no CPF sinalizaria sua boa-fé.

45. Assim, resta determinar se efetivamente houve manipulação de preços, a partir dos elementos caracterizadores da infração, descritos em seção anterior deste voto.

46. Ainda que, como já dito, as OMCs não constituam, de *per se*, um ardil, podendo ocorrer a partir de estratégias lícitas de investimento, a meu ver esse, claramente, não é o caso das 19 OMCs realizadas pelo Acusado neste caso, com um ativo de pouquíssima liquidez, em conduta por ele mesmo reconhecida como deliberada.

47. Com efeito, em sua manifestação prévia, o Acusado admitiu ter feito “*pequenas trocas de posição do papel WLMM3 no período informado*”⁴⁹. Além disso, embora não constitua em si elemento que evidencie irregularidade, nas circunstâncias verificadas neste caso, concordo com a SMI que a utilização de duas contas em duas corretoras distintas se alinha ao ardil empregado com as OMCs realizadas, por dificultar a identificação das OMCs pelos referidos intermediários.

48. Ademais, o dolo de alterar artificialmente o preço de WLMM3 também restou evidenciado. Como o extrato de operações⁵⁰ demonstra, em todo o período da infração, de 07.07.2017 a 27.10.2017, as 19 OMCs foram as únicas operações com o ativo WLMM3, de maneira que sua grande valorização nesse período pode ser integralmente atribuída ao Acusado, que aumentava gradativamente o preço a cada OMC.

49. De resto, os argumentos em contrário apresentados pelo Acusado não convencem.

⁴⁸ Com efeito, a valorização das ações que Antônio Carlos Rodrigues detinha em custódia apontada pela Acusação, considerando o preço inicial de R\$4,80, foi de R\$367.640,00. Caso se considere o preço de R\$6,40 da primeira OMC, a valorização reduz-se para R\$309.400,00.

⁴⁹ Doc. SEI 0423550, fls. 01.

⁵⁰ Doc. SEI 0423551.



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

50. Como bem destacado pela Acusação, o suposto desconhecimento do Acusado quanto à ilicitude de suas operações não encontra respaldo no ordenamento jurídico pátrio⁵¹. A interrupção das OMCs pelo Acusado quando alertado pelas corretoras tampouco demonstra inequivocamente sua boa-fé, podendo apenas indicar que cessou a conduta quando teve ciência de que suas OMCs estavam sendo monitoradas. Melhor sorte não assiste à alegação do Acusado de que não obteve lucro com as OMCs, uma vez que esse não é um dos elementos caracterizadores da infração, embora, a meu ver, consubstancie aspecto a ser considerado na dosimetria da pena.

51. Em sua defesa, o Acusado demonstrou que, no período em que realizadas as OMCs, o índice Bovespa e as cotações de outras cinco ações (B3SA3, PETR3, ITUB3, VALE3 e ABEV3) apresentaram consideráveis variações positivas, que teriam sido causadas, segundo ele, pela recuperação econômica que teria se seguido ao chamado *Joiesley's Day*, e que a valorização no preço de WLMM3 foi “*ínfima se comparando com toda a alta de preços da bolsa de valores*” e que “*não saiu fora do contexto existente*”⁵².

52. Se o Acusado foi o único investidor a transacionar o ativo WLMM3 naquele período, somente a ele pode ser atribuída a acentuada alteração de seu preço. Dito de outra forma: eventual movimento de recuperação de outros ativos negociados na bolsa de valores naquele período não foi o que produziu ou explica qualquer efeito no volume de transações ou no preço de WLMM3.

53. A alegação de que o volume operado seria irrelevante com relação ao total de ações emitidas pela Companhia e que não poderia, portanto, interferir na cotação também é claramente improcedente. É cediço que os ativos de pouca liquidez, como WLMM3, estão mais expostos à manipulação, justamente pelo fato de seu preço poder ser alterado mesmo por operações de pequenos lotes⁵³, como ocorreu neste caso.

54. Em sua manifestação prévia, o Acusado alegou que teria comprado “*uma posição de papéis desta empresa sem saber que os mesmos não tinham nenhuma liquidez*” e que, ao realizar as OMCs, tinha a “*intenção de sair da posição*” e que estava “*tentando dar liquidez ao mercado*”⁵⁴.

55. Em primeiro lugar, informações constantes dos autos contradizem o alegado pelo Acusado, que já investia em ações de emissão da Companhia há algum tempo. Note-se que, como

⁵¹ Decreto-Lei nº 4.657, de 04.09.1942: Art. 3º Ninguém se escusa de cumprir a lei, alegando que não a conhece.

⁵² Doc. SEI 1086510, fls. 5 e 10.

⁵³ Sobre o assunto, destaco pertinente passagem do voto do Diretor Relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes no PAS CVM nº RJ2012/9808, j. 11.12.2012: “E a Acusada, sabedora de que as ações da Sanepar possuíam baixa liquidez, condição propícia para a efetivação da manipulação de preço, facilmente alcançou seu objetivo de melhorar o preço médio das suas aquisições, o que provavelmente não seria possível caso a ação tivesse alta liquidez, pois, nesta hipótese, o preço seria rapidamente restabelecido pelas forças naturais de mercado (...)”.

⁵⁴ Doc. SEI 0423550, fls. 01.



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

bem destacado no Relatório DOP, houve uma mudança nos códigos de negociação. Antes de WLMM3, tais ações eram transacionadas sob os códigos SGAS3 e SGAS4⁵⁵.

56. O histórico de operações de Antônio Carlos Rodrigues⁵⁶ demonstra que ele adquiriu SGAS3 já em 22.04.2015 e SGAS4 em dezembro do mesmo ano. Considerando os dados consolidados das operações do Acusado com as ações sob tais códigos, as compras totalizaram 1.139.400 ações e as vendas 1.171.800, com um expressivo volume total de negociação.

57. Além disso, a alegada ignorância acerca da iliquidez do ativo e a tentativa de sair do papel não explicam o progressivo aumento de preço por ele realizado, circunstância essa que também afasta o argumento de que estaria tentando dar liquidez ao mercado. Nesse sentido, reproduzo excerto de voto do ex-Diretor Gustavo Gonzalez⁵⁷ sobre estratégias legítimas de provimento de liquidez, que bem ilustra que em nada se assemelham com o ocorrido neste caso:

25. Em muitos ativos, parte relevante da liquidez é proveniente *market makers* voluntários – investidores de liquidez que tentam se beneficiar de movimentos de curto prazo, não raro se posicionando nas duas pontas do livro. Sua estratégia de atuação é legítima e não pode ser confundida com a de manipuladores que procuram criar falsa liquidez. Ainda, não devemos nos deixar enganar pela nomenclatura em questão: tais *market makers* voluntários são, na verdade, arbitadores de *spread*, pois, embora atuem de modo semelhante aos formadores de mercado contratados, que são regulados pela CVM, não têm obrigações de prover liquidez, podendo atuar, inclusive, apenas em breves períodos do pregão.

58. Quanto à indução de terceiros a operar, destaco, inicialmente, que restou frágil o argumento da Acusação de que as OMCs realizadas pelo Acusado efetivamente induziram as operações de terceiros que ocorreram subsequentemente. Se, por um lado, os negócios com WLMM3 ocorridos anteriormente foram as OMCs e que as transações realizadas por terceiros se deram a preço superior⁵⁸ àquele verificado antes do início das OMCs, também é verdade que, em comparação com a última OMC, as transações de terceiros ocorreram após transcorrida mais de uma semana e a preço bem inferior, como ilustra a tabela abaixo.

⁵⁵ Doc. SEI 0423548, fls. 05.

⁵⁶ Doc. SEI 0423552.

⁵⁷ PAS CVM nº 19957.007543/2019-03, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 02.06.2020.

⁵⁸ O percentual de 79% calculado com base no preço inicial de R\$ 4,80, como visto, restou controvertido e não devidamente demonstrado. Ainda que desconsiderando o dado trazido pela Acusação, utilizando-se o valor da primeira OMC (R\$ 6,40) temos que as operações de terceiros foram fechadas a preço 34% superior.



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

Data	Investidor	Qtd. Compra	Qtd. Venda	Vol. Compra	Vol. Venda	Cotação	Var.
27/10/2017	ANTONIO CARLOS	100	100	R\$ 1.490,00	R\$ 1.490,00	R\$ 14,90	5%
06/11/2017	I.A.B.	0	100	R\$ 0,00	R\$ 861,00	R\$ 8,61	-42%
06/11/2017	A. T. I. E P. LTDA	100	0	R\$ 861,00	R\$ 0,00	R\$ 8,61	-42%
07/11/2017	E. A. C.	0	100	R\$ 0,00	R\$ 861,00	R\$ 8,61	0%
07/11/2017	A. T. I. E P. LTDA	100	0	R\$ 861,00	R\$ 0,00	R\$ 8,61	0%

59. Assim, ainda que seja razoável considerar que o preço da última OMC tenha sido levado em consideração por I.A.B., A. T.I.E.P. LTDA e E.A.C. em suas decisões e, portanto, tenha tido alguma influência naqueles negócios, o lapso temporal observado e a grande diferença de preço entre as operações me impedem de concluir que ali tenha havido, necessariamente, uma indução com relação aos negócios posteriormente realizados.

60. Por outro lado, o Colegiado da CVM já se posicionou no sentido de que o próprio impacto na cotação tem o *potencial* de induzir outros investidores a operar, como se depreende do trecho abaixo extraído de voto do ex-Diretor Gustavo Tavares Borba, que foi acompanhado por unanimidade, e tratava justamente de manipulação de preços por meio de OMCs⁵⁹:

Nesse contexto, o investidor interessado no papel teria que tomar uma decisão de compra, venda ou manutenção do papel embasado em uma cotação influenciada por operações artificiais, resultado de atos realizados por terceiro interessado na queda ou no aumento da cotação do valor mobiliário, o que certamente poderia induzir eventual investidor a realizar uma operação em condições diversas daquelas que ocorreriam caso não houvesse uma intervenção externa dolosa com o objetivo de alterar a formação natural dos preços do ativo em bolsa.⁶⁰ (grifos aditados)

⁵⁹ No PAS CVM nº 26/00, j. em 12.12.2002, a estratégia manipuladora (operações entre pessoas ligadas) tinha o objetivo de manter a cotação do ativo alvo artificialmente elevada durante distribuição pública secundária das ações, conforme descreveu o Diretor Eli Loria em seu voto vencedor. Destaco a ausência de menção a uma indução de investidores a operar, justamente por se tratar de interferência direta na formação do preço. “Entre 13 de março e 16 de abril, data da entrada na CVM do pedido de registro de distribuição pública secundária de ações preferenciais de emissão da São José, as cotações dos papéis mantiveram-se estáveis na faixa de R\$1,80 a R\$2,05, com a continuada atuação dos investidores ligados à (...) DTVM Ltda. No período de meados de abril a 9 de junho a (...) DTVM Ltda. realizou 10 operações de pequena monta, por conta de sua carteira própria, e, em todas elas, a (...) Ltda. atuou na contraparte. Os negócios tiveram preço médio de R\$1,97 por ação, e contribuíram para a manutenção das cotações elevadas no período de distribuição pública.”

⁶⁰ PAS CVM nº RJ2015/12130 e 19957.001316/2017-02, Dir. Rel. Gustavo Tavares Borba, j. em 14.08.2018.



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

61. Neste PAS, restou evidente que o Acusado aumentou, progressivamente, o preço de WLMM3 por meio das OMCs que realizou durante quase três meses e tal informação era disponível para análise pelo mercado, ainda que nenhum investidor tenha efetivamente adquirido as ações enquanto a estratégia das OMCs estava em curso.

62. Trata-se de situação bastante incomum e não identifico precedente em que o Colegiado já tenha se deparado com uma acusação de manipulação de preços em que sua alteração deliberada é inequívoca, mas inexistem operações de terceiros contemporaneamente com o período da manipulação⁶¹. É bem possível que, ao tempo em que o Acusado iria efetivamente conseguir alienar as referidas ações a terceiros, a estratégia tenha sido abortada justamente por ter ele sido alertado pelas corretoras e então percebido que suas operações seriam então monitoradas.

63. De todo modo, o deslinde deste PAS depende, a meu ver, do entendimento sobre se, nas estratégias manipuladoras em que a alteração do preço ocorra independentemente da reação de terceiros, sua caracterização se dá: (i) já quando o processo ou artifício implementado influi na cotação, mostrando-se apto, portanto, a potencialmente induzir operações de terceiros; ou (ii) apenas quando terceiros efetivamente reagem ao resultado do processo ou artifício adotado, emitindo ordens de compra ou venda a se realizar já com o preço artificialmente alterado.

64. Nesse contexto, entendo que é suficiente para caracterização do ilícito administrativo a efetiva alteração irregular do preço do ativo, a demonstrar potencial de indução de terceiros a operar, ainda que esses não tenham efetivamente realizado operações, pois a alteração artificial já se consubstanciava em detrimento da higidez e transparência do mercado.

65. Em primeiro lugar, reitero que o fato de outros investidores reagirem (ou não) da forma como espera o realizador das OMCs poderá impactar⁶² no eventual sucesso financeiro da estratégia

⁶¹ Tal cenário é mais comum, contudo, em acusações de criação de condições artificiais de oferta, demanda e preço, em estratégias conhecidas como *money pass* ou esquentar-esfria, cujas características principais foram assim definidas na Deliberação CVM nº 14/1983: “sejam realizadas com a finalidade de gerar lucro ou prejuízo, previamente ajustados, caracterizando-se tais operações, em geral, pela emissão de ordens de compra e venda com coincidência de intermediário, comitente, preço, horário ou quantidade, envolvendo grandes lotes, em opções de compra, ou em operações a futuro seguidas, em curto lapso de tempo, de operações reversas, ou com outras características que as diferenciem das negociações regulares”.

⁶² Nesse sentido, o manipulador poderá ter a finalidade de alienar ou adquirir o valor mobiliário a preços que ele artificialmente aumentou ou reduziu, mas também pode buscar obter vantagens de outras formas, como foi o caso do PAS CVM nº SP2001/0236, Diretor Relator Eli Loria, j. 19.07.2004, no qual as operações tidas como manipuladoras tinham como efeito imediato a redução na cotação do ativo no fechamento do pregão o que afetava o índice Bovespa, que por sua vez implicava em ajustes no mercado de índice futuro, que proporcionavam ganhos aos manipuladores. Também pode sequer ter a finalidade de obtenção de ganhos, como ocorreu no PAS CVM nº 05/2001, Diretora Relatora Norma Jonssen Parente, j. 19.07.2004, no qual as operações manipuladoras tinham a finalidade de acobertar operação fraudulenta anterior, que estava sob exame de auditoria.



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

ilícita, mas esse não é um dos elementos integrantes do tipo administrativo⁶³.

66. Como bem asseverou a ex-Diretora Ana Dolores Novaes, em trecho de precedente já transcrito neste voto, a caracterização da manipulação de preços prescinde da comprovação de um resultado material efetivo, o que é indispensável é a demonstração do nexo de causalidade entre o processo ou artifício implementado e uma efetiva influência na cotação.

67. Uma vez constatada a existência de cotações enganosas já está materializada a mácula na formação do preço do valor mobiliário, a qual pode ter, em maior ou menor grau, efeitos deletérios na confiança dos investidores na higidez do mercado de capitais, o que justifica e impõe a atuação sancionadora desta Autarquia, ainda que não identificados ganhos pelo manipulador ou prejuízos específicos a terceiros. Vale dizer que pode se desdobrar em danos difusos ao funcionamento regular do mercado, sem que se tenha de apurar terceiros especificamente prejudicados.

68. Com efeito, a meu ver, restou comprovado que o Acusado, dolosamente, utilizou-se de contas em duas corretoras para realizar 19 OMCs com ação de baixa liquidez e que as estruturou de forma a impulsionar artificialmente o preço da ação, corrompendo seu processo de formação. O fato de nenhum outro investidor ter decidido adquirir WLMM3 naquele exato período, por aqueles preços, impediu que o Acusado realizasse os ganhos almejados com o esquema, o que não afasta a ilicitude de sua conduta.

V. CONCLUSÃO E PENALIDADE

69. Pelo exposto, entendo que restou comprovado nos autos deste PAS que Antônio Carlos Rodrigues manipulou o preço da ação WLMM3 entre 07.07.2017 e 27.10.2017, em conduta definida no item II, “b”, da ICVM nº 8/1979 e vedada pelo item I da mesma Instrução.

70. Contudo, mesmo não descaracterizando a ocorrência da infração, entendo que deve se ter em conta, para fins de dosimetria, a ausência de vendas a terceiros de WLMM3 pelo Acusado no período em que realizadas as OMC, razão pela qual a valorização das ações WLMM3 que o Acusado tinha em custódia à época não chegou a se materializar em benefício ou vantagem indevidamente auferida.

⁶³ Destaco, nesse sentido, excerto do voto do ex-Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes no PAS CVM nº RJ2012/9808, acompanhado por unanimidade pelo Colegiado em 11.12.2012: “Ainda que o objetivo do agente seja obter vantagem patrimonial ilícita decorrente do erro dos investidores, que desconhecem o caráter enganoso das cotações, essa vantagem não é elemento do tipo descrito, por constituir ilícito de mera conduta, sendo, assim, desnecessário à Acusação apontar a vantagem patrimonial advinda da conduta vedada ou os prejuízos causados aos investidores.”.



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

71. Note-se que, a Acusação indicou que o Acusado teria auferido, em decorrência do ilícito, vantagem indevida de R\$ 367.640,00, como “incremento” do valor das 36.400 ações de WLMM3 então detidas pelo Acusado⁶⁴. Contudo, como dito, o Acusado não alienou tais ações a terceiros pelos preços manipulados⁶⁵, não tendo realizado o alegado benefício ou vantagem⁶⁶ e a valorização da carteira em tese não se traduz em parâmetro adequado para fixação da penalidade⁶⁷.

72. De todo modo, a ausência da realização de negócios com terceiros no período das OMCs se deveu a circunstâncias de mercado alheias ao controle do Acusado, o que, a meu ver, também não atenua o grau de reprovabilidade de sua conduta.

73. Diante disso e tendo em conta a natureza grave da infração⁶⁸ e seus efeitos deletérios para a integridade do mercado de capitais⁶⁹, bem como considerando, como circunstância agravante, o fato de que a conduta se repetiu ao longo de alguns meses, período em que o preço do ativo WLMM3 foi sendo sucessiva e artificialmente elevado, e, como circunstância atenuante, os bons antecedentes do Acusado⁷⁰, voto, com fundamento no art. 11, II, da Lei nº 6.385/1976, pela condenação de **Antônio Carlos Pinto da Rocha Rodrigues** à penalidade de multa pecuniária no valor de **R\$300.000,00 (trezentos mil reais)**, em razão da prática de manipulação de preços, conduta definida no Item II, “b”, da Instrução CVM nº 8/1979 e vedada pelo disposto no Item I da mesma Instrução.

⁶⁴ Considerando-se a variação de preço entre o último negócio realizado entre terceiros antes da atuação do Acusado, de R\$ 4,80, segundo a Acusação e o preço de R\$ 14,90 da última OMC.

⁶⁵ A Acusação não demonstrou quando e a que valores o Acusado teria alienado suas ações de WLMM3. Já de acordo com a defesa, “(...) o Acusado só desfez dos papéis cerca de QUATRO meses depois, já com valores abaixo das negociações irregulares” (Doc. SEI 1086510, fls. 12).

⁶⁶ Além disso, o referido valor foi calculado com base em preço anterior do ativo, que restou controvertido neste PAS e não esclarecido, não havendo, portanto, sequer a certeza quanto à sua correta mensuração.

⁶⁷ Observe-se, inclusive, que, do parecer do CTC que apreciou a proposta de Termo de Compromisso, consta que “(...) a SMI destacou que a utilização de múltiplo do benefício teoricamente auferido como parâmetro para o valor a ser negociado [pelo CTC] **não seria adequado**, visto que, no caso concreto, o **montante da vantagem obtida foi estimado** pela área, não tendo sido realizado o levantamento histórico, devido ao fato de que o PROPONENTE já apresentava posição quando do início da manipulação” (Item 12 do Parecer do CTC – grifos adotados).

⁶⁸ Consoante o Item III da ICVM nº 8/1979: “III - Considera-se falta grave passível de aplicação das penalidades previstas no art. II, Incisos I a VI da LEI Nº 6.385/76, o descumprimento das disposições constantes desta Instrução”.

⁶⁹ Como bem colocado pelo Diretor Relator Henrique Balduino Machado em seu voto no PAS CVM nº RJ2014/230, j. em 29.05.2018: “Por derradeiro, cabe ressaltar que operações de mesmo comitente prejudicam sobremaneira a confiabilidade das informações contidas no processo de formação justa de preço, pois elas alteram o processo de alocação de operações, tendo influência na percepção dos demais investidores a respeito da real liquidez e preço do ativo negociado. Essa consequência ofende gravemente a integridade do mercado e merece firme reprimenda por esta CVM, especialmente quando envolve ações com baixa liquidez”.

⁷⁰ Consoante consulta ao Sistema INQ, não há outros processos sancionadores instaurados em face do Acusado.



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

74. Por fim, impende comunicar ao Ministério Público Federal no Estado do Rio de Janeiro o resultado deste julgamento, em complemento ao Ofício nº 068/2018/CVM/SGE, de 04.04.2018⁷¹, para as providências que julgar cabíveis no âmbito de suas competências.

É como voto.

Rio de Janeiro, 18 de maio de 2021.

Flávia Sant'Anna Perlingeiro

Diretora Relatora

⁷¹ Doc. SEI 0483492.