

**ILUSTRÍSSIMO(A) SENHOR(A) CONSELHEIRO(A) DO PLENO DO CONSELHO  
DE SUPERVISÃO DA BSM - BM&FBOVESPA SUPERVISÃO DE MERCADOS**



**Objeto: RECURSO ADMINISTRATIVO**

**Processo Administrativo Ordinário nº 22/2015**

**Recorrente: Ari Rui Moraes Mattos**

**Emérito(a) Julgador(a):**

**DO RECEBIMENTO DO PRESENTE RECURSO**

Em respeito aos arts. 14 e 16 do Regulamento Processual da BSM, o Recorrente interpõe o presente Recurso Administrativo, a fim de que seja recebido no seu regular efeito devolutivo e com a concessão do efeito suspensivo, conforme §5º do art. 16 do Regulamento Processual da BSM.

**DA SUPOSTA INFRAÇÃO**

A Turma do Conselho de Supervisão, composta pelos(a) Ilmos(a). Conselheiros(a) Aline de Menezes Santos (Relatora), Henrique de Rezende Vergara e Pedro Luiz Guerra, assim decidiu acerca da suposta infração ao inciso I da Instrução CVM nº 8/79, considerando o conceito constante do inciso II, alínea "b" da referida norma:

Encerrados os debates, e já com todos os presentes à sessão na sala de julgamento, a Relatora, Aline de Menezes Santos, informou que entendeu configurada a infração ao inciso I da Instrução CVM nº 8, de 8 de outubro de 1979, considerando o conceito constante do inciso II, alínea b da mesma

Av. Augusto Meyer 163, sala 1304/1307, Bairro Auxiliadora, Cep 90550-110, Porto Alegre/RS Brasil  
Fone +55 51 3085.8553

A large, stylized handwritten mark or signature in blue ink at the bottom right of the page.

norma, conforme constante do termo de acusação, votando pela condenação do Defendente à pena de multa no valor de R\$ 25.000,00 (vinte e cinco mil reais). A Relatora explicou, resumidamente, os fundamentos de sua decisão, a qual será formalmente transcrita. Em seguida, os demais membros da Turma se manifestaram e acompanharam, por unanimidade, o voto da Relatora. Por fim, foi decidido que o voto da Relatora seja anexado à presente ata, para os devidos efeitos regulamentares e legais.

A Relatora em seu voto entendeu que estariam presentes os requisitos para configuração do ilícito de manipulação de preço, conforme segue:

5. A razão, a meu ver, está com a acusação, visto que estão presentes os requisitos previstos na Instrução 8 para configuração do ilícito de manipulação de preços, quais sejam (i) a utilização de qualquer processo ou artifício, (ii) o objetivo, direto ou indireto, de elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário; e (iii) indução de terceiros à compra e venda dos ditos valores mobiliários.

Cumprе destacar de plano, que a manipulação de preço somente pode ser reconhecida se constatado, de forma cristalina, todos os elementos definidos na alínea “b” do inciso II da Instrução CVM nº 8/79, quais sejam: (a) a utilização de processo ou artifício; (b) destinado a promover cotações falsas ou enganosas; (c) induzindo terceiros a comprar ou vender os valores mobiliários cujas cotações foram artificialmente produzidas; (d) estando presente o intuito de alterar as cotações, ou seja, o dolo específico, a vontade de induzir terceiros a negociar com base nas cotações falsas.<sup>1</sup>

No presente caso, porém, não se verificam estes elementos, sequer um deles.

O voto da Relatora acentua que o elemento do processo ou artifício estaria presente a partir da realização das Operações de Mesmo Comitente – OMC, destacando que “o artifício utilizado pelo Defendente foi justamente o disfarce, o fingimento na prática de um ato com a intenção de enganar, de mostrar como verdadeiro algo que era falso”.

<sup>1</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 550.

Primeiramente há que ressaltar que as OMC somente ocorreram de forma involuntária e eventual, ou seja, não houve um “mecanismo engendrado” que consistia em realizar OMC com propósito específico. O Recorrente ao longo de toda a instrução deste processo deixou claro que a implementação do seu *trading system* ocasionou as OMC de forma involuntária.

O fato de o papel (PNVL3) ter pouca liquidez, apontado pela Relatora em seu voto, somente vem a corroborar que as OMC não foram realizadas de forma premeditada, pois se assim fosse, certamente a maquiagem, o disfarce ou o fingimento somente teria sucesso em um ativo de maior liquidez, ou através de uma liquidez falsa, criada artificialmente, pois assim, tal “mecanismo” teria condições de atingir o propósito sem que pudesse ser percebido, ou ao menos dificultando tal possibilidade. Portanto, não se sustenta a ideia de que teria ocorrido um artifício ou processo para a suposta manipulação de preço, até mesmo porque, não se pode atribuir um processo ou artifício ao simples fato de ocorrer OMC involuntárias.

No entanto, ainda que se pensasse que as OMC foram utilizadas como um instrumento do ilícito de manipulação de preço, as ausências dos demais elementos esvaziam a hipótese de ocorrência, evidenciando a fragilidade quanto à configuração destas quatro operações de OMC, observadas ao longo do dia 22 a 24 de outubro de 2014, como um processo ou artifício para manipular o preço do ativo PNVL3.

Ademais, tal processo ou artifício deve ser destinado à promoção de cotações falsas ou enganosas. Contudo, observa-se que as operações de OMC não alteraram o patamar de preço do ativo PNVL3. Variações percentuais, as quais ocorreram no período examinado, são plenamente normais e indicam a normalidade do mercado de renda variável. Veja que o quadro à fl. 79 indica a variação do preço de PNVL3 no período examinado e não há discrepância na variação do preço naquele período. O percentual mencionado no voto da Relatora, de 3,86%, se aproxima muito da média histórica do *spread* de ofertas do ativo, ou seja, qualquer negócio realizado no ativo poderá apresentar variação percentual nesta magnitude. Portanto, uma elevação ou uma queda de 3,86% no preço do ativo, apenas irá indicar a realização de um negócio em PNVL3. Assim não se pode aceitar que as cotações do ativo PNVL3 “se depreciaram e voltaram ao seu patamar histórico tão

logo encerrada a atuação do Defendente”. Até mesmo porque, a alteração nessa magnitude sequer tem influência no patamar histórico de preço do ativo, que apresenta um intervalo de preço nas últimas 52 semanas de R\$ 184,67 até R\$ 490,00 (variação de 165,34%). Aqui cabem lembrar lição de Eizirik *et al* quando acentuam que: “Se o meio executivo não é apto para provocar a falsa cotação dos valores mobiliários, por envolver, por exemplo, quantidades de papéis incapaz de abalar a formação regular de preços, não se caracteriza o ilícito”<sup>2</sup>.

**Quanto ao elemento da indução de terceiros a comprar ou vender os valores mobiliários cujas cotações foram artificialmente produzidas, este deve ser analisado com um cuidado ainda maior que os demais**, pois como bem lembram Alexandre Pinheiro dos Santos *et al*, no ilícito de manipulação de preço: “a utilização de manobras artificiais destinadas a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário tem a finalidade maior de induzir terceiros a adquirir ou alienar os papéis sobrevalorizados ou subavaliados”<sup>3</sup>.

Veja que no presente caso, o Recorrente jamais pautou sua atuação sob esta perspectiva, no caso a indução de terceiros a adquirir ou alienar o ativo PNVL3 sobrevalorizado ou subavaliado (o que aconteceu foi exatamente o contrário). Isto é plenamente perceptível, primeiramente, a partir das primeiras manifestações apresentadas pelo Recorrente, quando este coloca que:

- a) Dimed/Panvel, é uma das principais empresas do seu segmento, Farmacêutico/Distribuição. É lucrativa a maior parte do seu histórico, com excelente gestão, e temos acompanhado pessoalmente a sua evolução, e nos últimos 3/4 anos com um número recorde de inaugurações de novas lojas, e outras remodeladas, no mercado do RS e SC.
- b) Face a estes elementos, tentamos captar para o clube Davos e outros clientes, esta nova fase da empresa, que poderia mudar de patamar econômico financeiro.

E, posteriormente, em sede de defesa acentua o seguinte:

<sup>2</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 550.

<sup>3</sup> SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *Mercado de capitais: regime sancionador*. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 118.

- Asseguro peremptoriamente que o ocorrido se deu por erros operacionais e que jamais agi contra as regras do mercado e tão pouco cometi procedimento irregulares intencionalmente.
- Após tantos anos no mercado de capitais, orgulho-me da trajetória percorrida e sempre fui defensor das boas práticas operacionais e legais que orientam as negociações e conduta dos profissionais do mercado.
- Atuei como Gestor e como Conselheiro da Apimec Sul em todos estes anos, trabalhando e agindo sempre em concordância com as regras estabelecidas.

Da mesma forma, observando a própria tabela apontada pela Relatora no seu voto (Tabela 1 do Termo de Acusação – fl. 8), é plenamente possível verificar que o Clube de Investimento Davos, gerido pelo Recorrente, em momento algum se beneficiou das cotações do ativo PNVL3, pelo contrário, acabou realizando compras em preços mais elevados e vendendo em preços mais reduzidos, explicitando a ausência da suposta indução.

Como exemplo, veja-se o primeiro negócio do dia 24/10/2014, onde o Clube de Investimento Davos vende 100 ações de PNVL3 à cotação de R\$ 206,16, o menor valor referido na tabela. Cabe observar que o primeiro negócio da tabela, realizado em 22/10/2014, o Clube de Investimento Davos compra as mesmas 100 ações ao preço de R\$ 207,00, logo enfrentando tais valores se verifica que não há benefício algum nas operações realizadas, ao contrário, se verifica uma perda percentual de - 0,41%. Posteriormente no terceiro, quarto e quinto negócio realizado, no dia 24/10/2014, o Clube de Investimento Davos faz a rolagem de termo vendendo 1.300 ações de PNVL3 à vista ao valor de R\$ 214,98 e comprando a mesma quantidade de 1.300 ações de PNVL3 ao preço médio de R\$ 221,18. Neste caso, novamente o Clube de Investimento Davos faz uma venda a um valor mais reduzido e uma compra a um valor mais elevado, apresentando uma perda percentual de - 2,80%.

Observa-se, ainda, que o Clube de Investimento Davos manteve a posição comprada a termo, porém com o valor de compra da rolagem a R\$ 221,18. Logo após a rolagem do termo é possível observar que houve dois negócios de compra e venda ao valor de R\$ 207,98, ou seja, a partir daquele negócio realizado logo após a rolagem de termo, o Clube de Investimento Davos já estava

apresentando uma perda na sua posição de termo de - 5,97%. Ainda, o Clube Davos faz uma última venda de 100 ações ao valor de R\$ 207,98.

Observando cuidadosamente a referida Tabela 1 do Termo de Acusação, fica explícito que o Recorrente não induziu terceiros a adquirir ou alienar os papéis sobrevalorizados ou subavaliados, muito pelo contrário, em todas as ocasiões a contraparte do Clube de Investimento Davos se beneficiou do negócio realizado.

Portanto, definitivamente resta claro a ausência do principal elemento caracterizador do ilícito de manipulação de preço, que é justamente a indução de terceiros a comprar ou vender determinado valor mobiliário a um valor subvalorizado ou sobrevalorizado. E aqui, cabe lembrar a necessidade de verificar o dolo específico<sup>4</sup>, ou seja, a vontade de induzir terceiros a comprar ou a vender o ativo em preços fictícios, o que não se vê presente, pois em todas as negociações destacadas as contrapartes do Clube de Investimento Davos se beneficiaram do negócio realizado.

Alexandre Pinheiro dos Santos *et al*, trazem em sua obra exemplos típicos de manipulação de preço, onde o que se sobressai nitidamente é a indução de terceiros a compra ou venda de ativos com preços fictícios, se beneficiando o manipulador, portanto, com o resultado positivo obtido através da variação de preço criada artificialmente. Os autores citam como um exemplo típico o esquema conhecido no mercado como *pump and dump*<sup>5</sup> que:

(...) resumidamente, consiste em adquirir uma significativa quantidade de determinado papel e, posteriormente, disseminar informação falsa de natureza positiva acerca do ativo, com o objetivo de produzir uma elevação do seu preço em mercado e o interesse dos demais investidores, momento em que a posição é alienada.

Em suma, os agentes, além de espalharem notícias falsas a respeito de determinado valor mobiliário, também podem realizar uma série de operações previamente combinadas entre pessoas relacionadas, com a intenção de elevar a cotação do título. Em seguida, e uma vez supervalorizados, os papéis são imediatamente alienados no mercado,

<sup>4</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 550.

<sup>5</sup> Para o português poderia se dizer "inflar e largar".

fazendo com que os agentes dessa nefasta prática auferam vultuosos lucros.<sup>6</sup>

Cabe lembrar que o manipulador estará sempre no controle da cotação dos preços, justamente para obter um benefício ilicitamente, o que não se vê *in casu*, considerando justamente o fato de que o Recorrente sempre realizou compras nos valores mais elevados e as vendas nos valores mais reduzidos e, ainda, manteve-se comprado a termo no ativo, sem qualquer resultado efetivo para o Clube de Investimentos Davos no período observado. No caso, quem poderia ser considerado o prejudicado é o próprio Clube de Investimento Davos, pois foi quem sempre vendeu no menor preço e comprou no preço mais elevado, nas ocasiões mencionadas.

Assim, resta inaceitável a conclusão exarada no voto da Relatora quando coloca que: “No caso concreto, tanto a ação do acusado, quanto o resultado de sua conduta assumem nível suficiente de reprovabilidade para justificar a persecução estatal, inclusive porque os efeitos do ilícito, induzir terceiros a erro, projetam-se sobre a coletividade do mercado”. Com efeito, todos os negócios que foram destacados, a contraparte do Recorrente sempre se beneficiou e, ao longo do período analisado, o nível de preço se manteve estável, observando uma variação compatível com o *spread* do ativo, de modo que o Recorrente não poderia ter induzido a erro aqueles com quem negociou e tampouco toda a coletividade do mercado.

Recentemente se observou no mercado brasileiro este tipo de ilicitude (manipulação de preço) em um caso que foi amplamente noticiado na mídia<sup>7</sup>, o “caso Mundial”. Observa-se que neste caso, segundo informações divulgadas, os autores da ilicitude sistematizaram um processo de manipulação de preço com todos os requisitos necessários para a configuração do ilícito, no caso: (a) a utilização de processo ou artifício; (b) destinado a promover cotações falsas ou enganosas; (c) induzindo terceiros a comprar ou vender os valores mobiliários cujas cotações foram

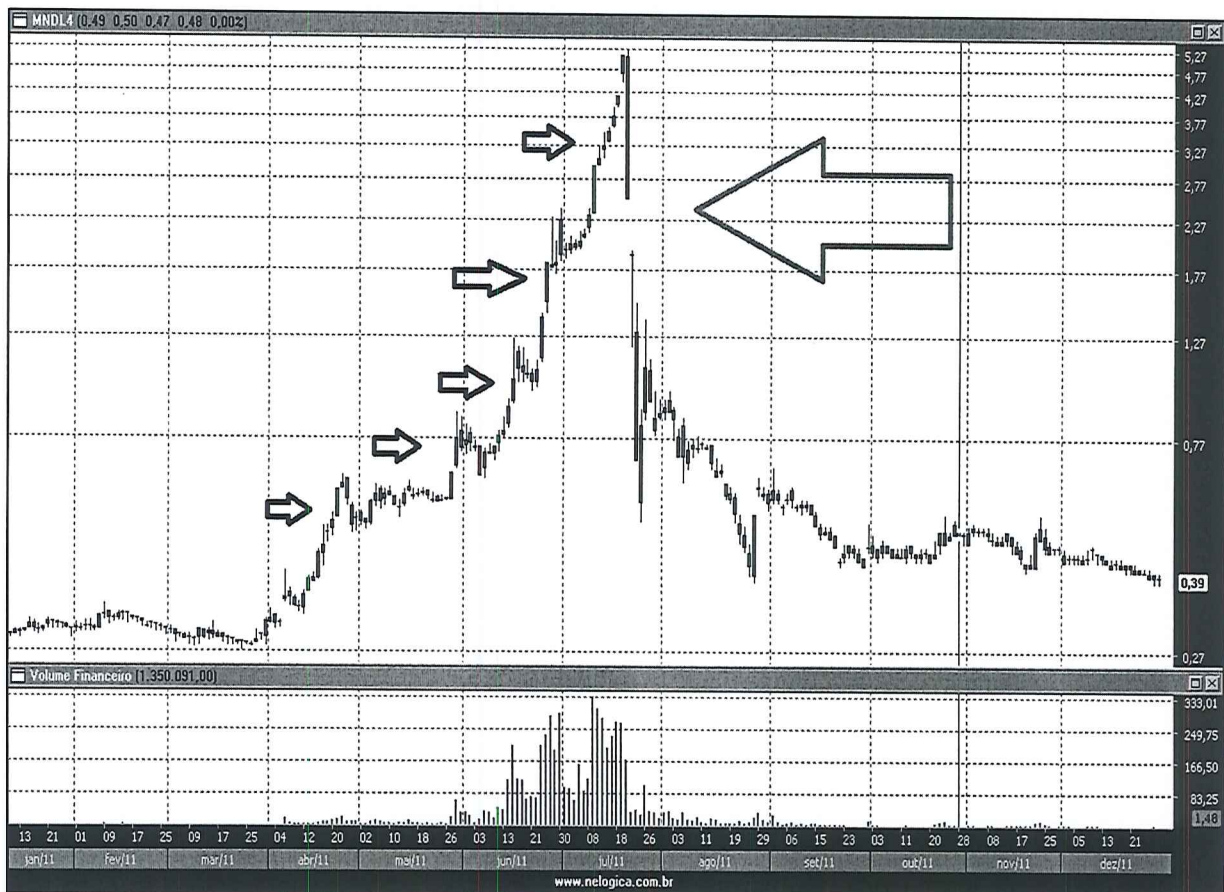
<sup>6</sup> SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *Mercado de capitais: regime sancionador*. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 120.

<sup>7</sup> <http://exame.abril.com.br/revista-exame/edicoes/1018/noticias/escandalo-na-bolsa>;

<http://exame.abril.com.br/revista-exame/edicoes/1039/noticias/o-crime-compensou>;

<http://oglobo.globo.com/economia/executivo-lucrou-23-milhoes-com-fraude-de-aco-es-da-mundial-6980187>;

artificialmente produzidas; (d) estando presente o intuito de alterar as cotações, ou seja, o dolo específico, a vontade de induzir terceiros a negociar com base nas cotações falsas.<sup>8</sup> Preenchendo todos os requisitos e observado o objetivo maior, que é induzir terceiros a negociar o ativo com preços artificiais, é plenamente aceitável a configuração da manipulação de preço. Observa-se que no “caso Mundial” fica clara a manipulação, haja vista que a cotação de MNDL4 sai de R\$ 0,27 para R\$ 5,27 (variação de 1.851,85%) em um movimento brusco de preço, com uma posterior queda brusca até R\$ 0,39 (variação negativa de 92,60%), onde todo o movimento é nutrido com todos os elementos configuradores do ilícito de manipulação de preço. E, no “caso Mundial” sim há uma alta (com alteração de patamar) no preço, com posterior queda de preço e retorno ao “patamar histórico”, conforme pode se observar no gráfico a seguir:



Nota-se que o presente caso é completamente diferente do que se vê no “caso Mundial”, pelo simples fato de que não há qualquer irregularidade na atuação

<sup>8</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 550.

P



do Recorrente, restando devidamente demonstrada a ausência dos elementos configuradores da manipulação de preço.

Não há dúvidas que uma má prática de mercado de capitais deve ser repreendida de forma veemente, pois somente assim haverá confiabilidade e, por conseguinte, o desenvolvimento que tanto se espera do mercado de capitais. Contudo, não se pode buscar em situações normais a configuração de ilícitos que jamais ocorreram, ocasionando a punição indevida daqueles que dedicaram e ainda dedicam sua vida para o desenvolvimento do mercado de capitais deste país.

Por fim, cabe destacar que o Recorrente além de ser Gestor há mais de 30 anos, sem receber qualquer tipo advertência, penalidade ou condenação, atuou como Conselheiro da Apimec Sul, dedicando-se integralmente e empregando todos os seus esforços para o crescimento e o aprimoramento do mercado de capitais. Jamais realizou ou se coadunou com qualquer ato que fosse de encontro com as normas e regras que protegem e asseguram o mercado brasileiro. Assim, espera-se que os Nobres Conselheiros decidam analisando cuidadosamente todos os elementos presentes neste processo, os quais demonstrarão, de forma cristalina, que jamais correu o ilícito de manipulação de preço.

**DIANTE DE TODO O EXPOSTO**, se impõe, por questão de absoluta justiça, que se acolham os argumentos quanto à inocorrência da infração de manipulação de preço por parte do Recorrente. Na pior e mais remota hipótese, caso o entendimento desta Corte seja de que houve irregularidade por parte do Recorrente na consecução de suas atividades, deve ser observado o princípio da razoabilidade e da proporcionalidade, devendo a pena ser modificada para a pena de advertência.

Nestes termos, espera deferimento.

Porto Alegre, 21 de setembro de 2016.

  
**FERNANDO MARSON SCHUCH SANTOS**  
**OAB/RS 92926**