



## 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  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
www.cvm.gov.br

### PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº SEI 19957.006019/2018-26

Reg. Col. nº 1368/19

**Acusados:** Heitor Viotti Dezan

**Assunto:** Apurar prática de manipulação de preços no mercado de valores mobiliários por meio da criação de camadas artificiais de ofertas de compra e venda no livro de ofertas (*layering*), em infração ao item I c/c item II, letra “b” da Instrução CVM nº 8/1979.

**Relator:** Presidente Marcelo Barbosa

### VOTO

1. O presente processo foi instaurado pela SMI<sup>1</sup> para apurar suposta responsabilidade de Heitor Dezan pela realização de operações com o intuito de criar camadas artificiais de ofertas de compra e venda de diversos ativos no livro (*layering*) no período compreendido entre 07.01.2013 e 31.08.2017, caracterizando infração ao item I c/c o item II, letra “b”, da Instrução CVM nº 8/1979.
2. Conforme descrito no relatório, as investigações da SMI tiveram origem em comunicação enviada pela BSM à CVM, apontando a existência de indícios de *layering* em operações realizadas por alguns investidores, entre eles o Acusado.
3. A área técnica encaminhou, então, o Ofício 25 a Heitor Dezan, solicitando informações sobre algumas operações realizadas pelo Acusado no período de 07.01.2013 a 31.08.2017<sup>2</sup>. Em seguida, foi encaminhado novo ofício ao Acusado em que se listava as operações objeto de análise pela SMI.
4. De acordo com a Acusação, as operações realizadas pelo Acusado criavam uma falsa pressão compradora ou vendedora, que favoreciam o encerramento ou a abertura de

---

<sup>1</sup> Os termos iniciados em letras maiúsculas e que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes é atribuído no relatório deste voto.

<sup>2</sup> Cf. doc. SEI 0539239.



## 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  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
www.cvm.gov.br

posições em patamares de preço que lhe fossem mais convenientes<sup>3</sup>, gerando um benefício financeiro de R\$1.379.163,02<sup>4</sup>.

5. Diante disso, a SMI sustenta a existência de indícios suficientes para responsabilizar Heitor Dezan pela prática de manipulação de preço de diversos ativos por meio da colocação de ofertas artificiais no livro, uma vez que estariam presentes todos os elementos do tipo previsto na letra “b” do inciso II da Instrução CVM nº 8/1979<sup>5</sup>.

### I. Nova proposta de termo de compromisso

6. Inicialmente, passo à análise da nova proposta de termo de compromisso apresentada pelo Acusado em 20.09.2019, na qual propôs (i) pagar a quantia de R\$305.000,00, a ser devidamente atualizada de acordo com a variação do IPCA, e (ii) não realizar operações no mercado pelo prazo de 2 anos consecutivos<sup>6</sup>.

7. Embora dirigida ao CTC, a proposta foi por mim recebida, em consonância com o procedimento aplicável, dado que, na data de apresentação da proposta, o processo já havia sido distribuído a mim, analisado e pautado. Assim, nos termos do art. 84 da Instrução CVM nº 607/2019, recebo a proposta e a submeto à apreciação do Colegiado<sup>7</sup>.

8. No meu entendimento, a despeito do aprimoramento da proposta em relação à que foi rejeitada pelo Colegiado em reunião realizada em 09.04.2019, as obrigações que o Acusado se comprometeu a assumir estão aquém daquelas que a CVM considera adequadas

---

<sup>3</sup> Como descrito no relatório, estas operações seguiam as seguintes etapas: (i) criação de falsa liquidez, com a inserção de ofertas artificiais no lado oposto do livro em relação àquelas verdadeiramente pretendidas, formando camadas de ofertas sem o real propósito de serem executadas e, assim, alterando o *spread* do livro de ofertas, com a intenção de atrair investidores para incluir ou melhorar suas ofertas; (ii) registro, pelo investidor, da oferta de compra ou de venda desejada em um lado do livro (antes ou depois da criação de falsa liquidez); (iii) execução do negócio desejado em condições propiciadas pela falsa liquidez; e (iv) após a realização da operação pretendida, as ofertas artificiais são canceladas.

<sup>4</sup> Os critérios utilizados pela área técnica para identificar operações desta natureza foram os seguintes: (i) a inserção de, no mínimo, 4 ofertas artificiais no intervalo de 10 minutos com o propósito de influenciar investidores; (ii) antes ou depois do posicionamento do Acusado; (iii) seguido da execução do negócio pretendido e (iv) do cancelamento de todas as ofertas artificiais após a etapa (iii).

<sup>5</sup> “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.*”

<sup>6</sup> Doc. SEI 0846122.

<sup>7</sup> Quando a primeira proposta de termo de compromisso foi apresentada pelo Acusado, a PFE-CVM analisou sua legalidade e concluiu pela impossibilidade de celebração do termo, dado que o valor oferecido não se aproximaria do benefício financeiro obtido (doc. SEI 0666126). Como a nova proposta não altera esta premissa, a fundamentação do parecer permanece o mesmo, o que torna desnecessária nova manifestação da PFE-CVM neste 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  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
www.cvm.gov.br

para a celebração de termos de compromisso em casos envolvendo potenciais infrações à Instrução CVM nº 8/1979.

9. Neste sentido, no PAS CVM nº 19957.005504/2017-00, que tratava de suposta manipulação de preço por meio de uma estratégia bastante semelhante àquela imputada ao Acusado, o Colegiado, em 25.09.2018, aceitou a celebração do termo por um valor equivalente a duas vezes e meia o benefício que os acusados teriam auferido. Seguindo este parâmetro (como, vale lembrar, fez o CTC)<sup>8</sup>, a contraprestação pecuniária a ser assumida em eventual termo de compromisso corresponderia a um montante bastante superior ao que foi recentemente aventado (ainda que se considere a obrigação de deixar de operar no mercado por 2 anos).

10. Além disso, considerando o momento em que a proposta foi apresentada (após o processo ser pautado para julgamento), entendo que os pressupostos que evidenciam o interesse público na celebração do termo para o encerramento deste processo estariam demasiadamente enfraquecidos<sup>9</sup>.

11. Por fim, embora a CVM já tenha analisado acusações de manipulação de preços diversas vezes, parece-me que este caso merece um pronunciamento norteador por parte do regulador, pois envolve (ao menos em tese) um tipo de estratégia que ainda não foi objeto de um exame mais profundo por este Colegiado em sede de processo administrativo sancionador: o *layering*.

12. Por estes motivos, não me parece que seja conveniente nem oportuna a aceitação do termo de compromisso pela CVM. Voto, portanto, pela **rejeição** da proposta apresentada.

## II. Contextualização: *layering* e manipulação de mercado

13. Superada a questão do termo de compromisso, gostaria de fazer breves considerações sobre a estratégia que a SMI alega ter sido utilizada pelo Acusado em diversas operações realizadas entre 07.01.2013 e 31.08.2017.

14. A premissa acusatória é de que as operações realizadas por Heitor Dezan caracterizariam aquilo que, no jargão do mercado, ficou conhecido como *layering*. Com os

---

<sup>8</sup> Cf. doc. SEI 0727270.

<sup>9</sup> Cf., no mesmo sentido, o PAS CV nº RJ2015/13127, relatora diretora Flávia Perlingeiro, j. em 20.08.2019.



## 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  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
www.cvm.gov.br

ambientes de negociação cada vez mais eletronicados, condutas como essa acabaram ganhando destaque no debate regulatório internacional<sup>10</sup>.

15. O tema ganhou relevância especialmente após maio de 2010, por conta de um evento conhecido como *Flash Crash*: uma desvalorização abrupta de valores mobiliários negociados nos Estados Unidos, seguida de uma rápida recuperação, ambos sem um motivo aparente. Segundo os reguladores norte-americanos, a atuação dos operadores de alta frequência (os *high-frequency traders* – HFTs)<sup>11</sup> contribuiu para esse evento – o que levantou preocupações quanto aos riscos relacionados à sua atuação no mercado de capitais<sup>12</sup>.

16. Em meio a esses riscos, estão as estratégias que procuram se beneficiar da velocidade na negociação de ativos para a prática de condutas ilícitas (em geral, enviando e cancelando ordens rapidamente e, com isso, induzindo os HFTs a erro). Dentre elas, vale citar o *layering*, objeto do presente processo, e o *spoofing*, analisado pelo Colegiado da CVM ao julgar o PAS CVM nº RJ 2016-7192 (SEI 19957.005977/2016-18), de relatoria do diretor Henrique Machado, em 13.03.2018<sup>13</sup>.

17. Nos dois casos, cria-se uma liquidez aparente com o envio de ordens sem a intenção de executá-las, com o intuito de induzir investidores a negociar determinados ativos e,

---

<sup>10</sup> Cf., por exemplo, o “*SEC, CFTC Announce Creation Of Joint CFTC-SEC Advisory Committee On Emerging Regulatory Issues*”, disponível em: <https://www.sec.gov/news/press/2010/2010-75.htm>.

<sup>11</sup> Os HFTs, por meio de algoritmos e mecanismos tecnológicos sofisticados, processam informações em grande velocidade e operam no mercado na ordem de milissegundos, não raro assumindo posições e nas pontas vendedoras e compradoras, com o intuito de auferir ganhos com as flutuações de mercado. Sobre o assunto, cf. COSTA, Isac Silveira da. *High frequency trading (HFT) em câmera lenta: compreender para regular*. Dissertação de mestrado apresentada à Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2018.

<sup>12</sup> Cf. o documento elaborado pela *U.S. Securities & Exchange Commission* em conjunto com a *U.S. Commodity Futures Trading Commission* (“*Findings Regarding the Market Events of May 6, 2010 (Sep 30th 2010)*”), disponível em: <https://www.sec.gov/news/studies/2010/marketevents-report.pdf>. Por outro lado, vale destacar que a atuação dos HFTs no mercado pode trazer benefícios relevantes aos participantes, especialmente no provimento de liquidez, a diminuição de *spreads* e a aceleração na disseminação de informações (cf., exemplificativamente, o relatório elaborado pela *International Organization of Securities Commissions* – IOSCO em 2011 sobre o assunto: “*Regulatory Issues Raised by the Impact of Technological Changes on Market Integrity and Efficiency – Final Report*”, disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD361.pdf>, pp. 25 e seg).

<sup>13</sup> De acordo com Isac Silveira da Costa: “*Layering e spoofing são espécies de estratégias do gênero momentum ignition, definido pela SEC como um artifício pelo qual, por meio de uma sequência de ofertas ou de negócios, é possível criar um movimento direcional de curto prazo no preço de determinado instrumento financeiro, movimento este que favorece o investidor que detinha uma posição prévia e que conseguiu efetivamente provocá-lo*” (op. cit., p. 215).



## 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  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
www.cvm.gov.br

assim, provocando uma alteração no seu preço<sup>14</sup> e comprometendo a integridade das informações constantes no livro de ofertas. Em resumo, a diferença está em que, no *layering*, as ordens são enviadas de modo a criar faixas ilusórias de preços, ao passo que, no *spoofing*, a distorção no preço decorre de ofertas com quantidades desproporcionais àquelas existentes no livro.

18. Nos últimos anos, a BSM procurou criar rotinas para o monitoramento de práticas abusivas como o *layering* e o *spoofing*, emitindo alertas a investidores e corretoras cujas operações apresentassem indícios de irregularidades recorrentes<sup>15</sup>. Além disso, em 2014, a BSM começou a realizar treinamentos relacionados a práticas de *layering* e *spoofing* e, em 2015, alterou a regra de acesso do mercado de bolsa, de modo a prever que o participante deve “*monitorar todas as operações e ofertas por ele intermediadas, com o propósito de identificar, avaliar, registrar, coibir e comunicar, pelo menos ao diretor responsável, as situações definidas na regulamentação vigente como Práticas Abusivas, de que são exemplos: (...) Layering; e Spoofing*” (destacou-se)<sup>16</sup>.

19. Ainda assim, no primeiro trimestre de 2017, a BSM enviou milhares de alertas para clientes e corretoras, indicando operações com indícios de irregularidades, sendo que a grande maioria voltou a receber alertas na primeira quinzena de abril daquele ano<sup>17</sup>.

20. De acordo com a BSM, o *layering* seria:

*“Prática abusiva que cria liquidez artificial no livro do ativo via camadas de ofertas em níveis sucessivos de preços com o objetivo de influenciar investidores a*

---

<sup>14</sup> Nesse sentido, Nelson Eizirik aponta que, diferentemente do que ocorre na especulação, a conduta de manipulação indica alteração das regras do jogo e indução dos investidores a erro, pois “*o manipulador objetiva eliminar os riscos da operação, transformando em certeza a esperança de obter lucros; para tanto, modifica as regras de funcionamento do mercado e da transformação de preços, enganando os investidores, que desconhecem o caráter artificial das cotações dos títulos*” (EIZIRIK, Nelson, *et. al.*, *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*, 3ª ed., Renovar: Rio de Janeiro, 2011, p. 540).

<sup>15</sup> Os indícios são identificados com o auxílio do *software SMARTS Market Surveillance*, um sistema que reproduz de forma digital as informações sobre a dinâmica de ofertas e identifica, por meio de parâmetros pré-estabelecidos pela BSM e pela B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão. Para se emitir o alerta, aplica-se um critério de **recorrência** para detectar os investidores que realizam operações com estas características forma **sistemática** (cf. “Rotina de Compartilhamento de Alertas de *Layering* e *Spoofing*”, disponível em: <https://www.bsmsupervisao.com.br/assets/file/Rotina-Layering-Spoofing.pdf>).

<sup>16</sup> Item 126 do Programa de Qualificação Operacional – Roteiro Básico, disponível em: <http://www.b3.com.br/data/files/40/43/D7/46/38DA3610DF40D936790D8AA8/Novo%20Roteiro%20Basi%20-%20JAN%202019.pdf>.

<sup>17</sup> Apresentação realizada pela BSM denominada “*Monitoração de Práticas Abusivas com ofertas: Spoofing e Layering*” (slide 10).



## 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  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
www.cvm.gov.br

*superar a barreira criada pela camada e gerar negócios do lado oposto do livro. Após [o] negócio, a liquidez artificial na forma de camadas é cancelada”<sup>18</sup>.*

21. Ou seja, embora crie uma pressão compradora ou vendedora de um lado do livro, a real intenção do investidor é executar um negócio no lado oposto do livro em condições mais vantajosas àquelas inicialmente existentes.

22. Ocorre que a colocação de ordens em ambos os lados do livro nem sempre tem o intuito de manipular preços. Da mesma forma, o cancelamento destas ordens pelo investidor pode se dar por motivos legítimos.

23. O desafio do regulador, diante do caso concreto, é determinar se o conjunto probatório apresentado pela acusação é suficiente para a configuração dos tipos administrativos previstos na legislação e na regulamentação. Não sendo este o caso, a proposta da acusação não poderá ser aceita. É esta a análise que passo a fazer na sequência.

### **III. Os ofícios encaminhados ao Acusado e a alegação de cerceamento de defesa**

24. Antes de enfrentar as questões mais diretamente relacionadas às operações questionadas pela SMI, cabe analisar a alegação de que, dado o caráter genérico dos ofícios que foram encaminhados ao Acusado antes da formulação do termo de acusação, ele não teria exercido o seu direito de defesa de forma plena. Heitor Dezan também sustenta que o processo foi instaurado vários anos após a realização das operações, *“inviabilizando a localização de documentos comprobatórios para a realização de adequada defesa”<sup>19</sup>.*

25. Esses argumentos, a meu ver, não merecem acolhida.

26. 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

---

<sup>18</sup> Workshop *“Monitoramento de Práticas Abusivas com ofertas: Spoofing e Layering”* (slide 14), disponível em: <https://www.bsmsupervisao.com.br/Noticias/2017-04-17-Workshop-Monitoramento-de-Ofertas-em-Spoofing-e-Layering>. O Programa de Qualificação Operacional – Roteiro Básico, por sua vez, define *layering* como a *“[i]nserção de ofertas de compra e/ou de venda de um valor mobiliário, em conluio com outra(s) pessoa(s) ou não, por preços e volumes diferentes, em intervalos reduzidos de tempo e com altas taxas de cancelamento, visando alterar as condições de demanda, oferta ou preço do valor mobiliário”* (p. 51).

<sup>19</sup> Doc. SEI 0625721, p. 4996.



## 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  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
www.cvm.gov.br

nem pode ser confundido com previsão de uma defesa prévia<sup>20</sup>. Não me parece, portanto, que o alegado caráter genérico dos ofícios encaminhados ao Acusado antes da instauração do processo administrativo sancionador possa configurar um efetivo cerceamento do seu direito de defesa.

27. Ademais, após a instauração do processo administrativo sancionador e a intimação do Acusado para apresentação da defesa, Heitor Dezan teve acesso integral aos autos deste processo<sup>21</sup> e a oportunidade de exercer seu direito de defesa de forma plena.

28. Vale ainda destacar que o termo de acusação preencheu os requisitos previstos nos incisos I a VI do art. 6º da Deliberação CVM nº 538/2008<sup>22</sup>, vigente à época, de modo que o Acusado teve amplo espaço para o exercício de seu direito ao contraditório.

29. Por fim, não se pode confundir a alegada dificuldade de localizar documentos comprobatórios com cerceamento de defesa<sup>23</sup>. Este poderia ser configurado caso houvesse alguma limitação para a produção de provas, o que não foi demonstrado. Em suas manifestações, o Acusado fez menção às informações e elementos probatórios apresentados nos autos, o que indica, ao contrário do que alega, que teve adequadas condições de exercer seu direito de defesa.

30. De toda forma, e embora isso não altere as minhas conclusões neste caso, é importante ressaltar que o exercício de supervisão do mercado de capitais demanda certos cuidados, sobretudo quando gera implicações na esfera sancionadora.

---

<sup>20</sup> Ainda durante a vigência do art. 6º-B, da Deliberação CVM nº 457/2002, o Colegiado firmou seu posicionamento no sentido de que a prévia manifestação do investigado “*não confere um direito subjetivo aos indiciados nem se consubstancia em uma defesa prévia, sendo medida única e exclusiva de eficiência administrativa, com o objetivo de evitar acusações descabidas e melhorar o nível probatório dos processos administrativos, buscando, ao final, a instauração apenas de processos sancionadores justificados e que sejam instruídos com qualidade*” (PAS CVM nº RJ2006/4665, relator diretor Pedro Marcílio, j. em 09.01.2007). Este entendimento se manteve com a entrada em vigor da Deliberação CVM nº 538/2008, que revogou a citada Deliberação CVM nº 457/2002. Cf., neste sentido, o PAS CVM nº RJ2006/8572, relator diretor Otávio Yazbek, julgado em 16.03.2010, o PAS CVM nº RJ2012/10069, relator diretor Pablo Renteria, j. em 31.03.2015 e o PAS CVM nº RJ2013/13355, relator diretor Henrique Machado, j. em 24.11.2016.

<sup>21</sup> Cf. doc. SEI 0613929.

<sup>22</sup> A PFE manifestou-se no mesmo sentido por meio do Parecer n. 00091/2018/GJU-4/PFE-CVM/PGF/AGU (doc. SEI 0559723).

<sup>23</sup> Neste sentido, o então diretor Alexandro Broedel, no âmbito do PAS CVM nº 18/08, j. em 14/12/2010, foi acertivo ao afirmar que “*a dificuldade encontrada pelo acusado para produzir provas em sua defesa, [ ] não se confunde com o alegado cerceamento de defesa. Cerceamento ocorreria, no presente processo administrativo, caso a CVM limitasse ou impusesse obstáculos para que o acusado produzisse provas no processo. Não foi, absolutamente, o que ocorreu, pois o acusado teve a plena oportunidade de se manifestar aos autos*”. No mesmo sentido, cf. o PAS CVM nº 06/2012, diretor-relator Gustavo Borba, j. em 20/08/2018.



## 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  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
www.cvm.gov.br

31. Nesse sentido, é importante que os ofícios encaminhados durante a fase instrutória sejam claros e específicos, proporcionando aos investigados a oportunidade de prestar seus esclarecimentos da forma mais completa possível, para que a área técnica tenha condições de formar sua convicção com base em elementos informacionais adequados. Ofícios genéricos, que não fazem a devida subsunção dos fatos sob investigação às normas potencialmente infringidas, resultam, na maioria das vezes, em respostas que não trazem os esclarecimentos necessários<sup>24</sup>.

### IV. Materialidade do ilícito

#### IV.A. Considerações iniciais

32. Em suas razões de defesa, o Acusado sustenta que não tinha a intenção de manipular preços e que as operações ora analisadas tinham fundamento econômico legítimo. Alega, ainda, que o “*relatório*” que suporta a acusação baseia-se em apenas três variáveis e não levaria em consideração elementos que seriam relevantes para fundamentar suas operações<sup>25</sup>. Assim, ante a inexistência desses elementos nos autos, não seria possível caracterizar a suposta “*estratégia manipuladora*”.

33. Em seguida, e após discorrer sobre a motivações de algumas das operações que realizou, o Acusado afirma que (i) “*toda oferta inserida por um participante e posteriormente cancelada teve influência sobre a decisão de outros investidores, não podendo, assim, ser considerada[s] apenas as do DEFENDENTE*”; (ii) o que ocorreu foi apenas uma disputa para permanecer como melhor comprador ou vendedor; e (iii) houve prejuízo ao exercício do seu contraditório por conta da “*ausência de todos elementos de um quadro efetivamente completo em termos de operações lançadas no ‘livro de ofertas’*”<sup>26</sup>.

---

<sup>24</sup> O já citado PAS CVM nº RJ2006/4665, diretor-relator Pedro Marcílio, j. em 09.01.2007, é esclarecedor neste sentido.

<sup>25</sup> De acordo a defesa, a SMI deveria ter apurado também: “*a) se as ofertas foram executadas por uma estratégia oculta inserida por outro participante ou investidor; b) se a oferta foi agredida ou agressora; c) se havia outra oferta e esta foi cancelada anteriormente alterando a análise de compra ou venda do ativo no momento; d) se houve o aparecimento de uma grande oferta ou um algoritmo invertendo a tendência ou estratégia; e) se essas ofertas canceladas foram substituídas por outra logo em seguida (estratégia utilizada para evitar erro operacional); f) se no momento do cancelamento ou inserção das ofertas houve algum fato relevante no ativo ou no mercado, dentre outros tantos fatores que interferem ao longo da duração de um pregão*” (doc. SEI 0625721, p. 4998).

<sup>26</sup> Doc. SEI 0625721.



## 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  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
www.cvm.gov.br

34. Tendo em vista esses argumentos, gostaria de fazer algumas considerações de cunho introdutório quanto ao ilícito imputado ao Acusado, dado que a defesa procura, essencialmente, colocar em xeque sua materialidade – “[i]sto é, a certeza da ocorrência de um fato da natureza que se subsuma a um determinado tipo”<sup>27</sup>.

35. No presente processo, a comprovação da materialidade do ilícito passa pela demonstração de que (i) a estratégia descrita pela Acusação (o *layering*) configura um determinado tipo administrativo (manipulação de preços, conforme descrito na letra “b” do item II da Instrução CVM nº 8/1979); e (ii) a manipulação de preços de fato ocorreu – ou seja, ficou comprovado que a estratégia, nos contornos descritos pela Acusação, preencheu os requisitos para a configuração do tipo no caso concreto.

### IV.B. A tipificação de *layering* como manipulação de preços

36. Nos últimos anos, as regras de alguns mercados foram aprimoradas, com o objetivo de tipificar práticas como o *spoofing* e o *layering*<sup>28</sup>. O mesmo não ocorreu no Brasil, possivelmente em razão de o nosso marco regulatório refletir abordagem distinta no que toca ao tratamento de práticas como essas. Afinal, a Instrução CVM nº 8/1979, ao tratar de ilícitos no mercado de capitais, adotou tipos abertos e, com isso, “*emprest[ou] maior flexibilidade à atuação disciplinadora da CVM, sobre o mercado, fazendo possível a paulatina adaptação das definições adotadas às necessidades demonstradas pela prática*”<sup>29</sup>.

37. Não ignoro as conhecidas críticas ao caráter mais amplo das previsões constantes da Instrução CVM nº 8/1979. Entretanto, acredito que sua inteligência reside precisamente no fato de que suas disposições não se tornaram obsoletas frente às transformações inerentes ao mercado de capitais, possibilitando que a CVM tutele o seu regular

<sup>27</sup> BADARÓ, Gustavo Henrique. *Processo Penal*, 3ª ed., São Paulo: Revista dos Tribunais, 2015, p. 164.

<sup>28</sup> Vale citar (i) nos Estados Unidos, a *Section 747* do *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, que prevê a prática de *spoofing*; (ii) no Reino Unido, o *Financial Services and Markets Act 2000*, que trata de práticas abusivas no mercado no item 118 do *Chapter 8*, e o item 1.6.2 (*Descriptions of behaviour that amount to market abuse (manipulating transactions): false or misleading impressions*) do *Market Abuse Regulation Handbook*, da *Financial Conduct Authority*; e (iii) na União Europeia, a Diretiva 2014/57/UE, que trata da definição de manipulação de mercado em seu art. 5º.

<sup>29</sup> Nota Explicativa nº 14/1979. Os próprios precedentes da CVM, cabe destacar, ajudam a estabelecer critérios de identificação dos elementos de cada um dos ilícitos administrativos listados na Instrução CVM nº 8/1979 a partir dos elementos dos casos concretos.



## 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  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
www.cvm.gov.br

funcionamento, mesmo em meio às intensas mudanças que o desenvolvimento tecnológico nos impõe.

38. Como se sabe, o direito aplicável se forma também, em alguma medida, pelas interpretações que o julgador faz das normas vigentes. Assim, os tipos abertos previstos na Instrução CVM nº 8/1979 permitem que determinadas estratégias que, à época, não eram utilizadas ou sequer existiam, possam ser enquadradas como ilícitos administrativos – desde que, é claro, estejam preenchidos os seus requisitos e tenham o condão de prejudicar o bem jurídico tutelado pela norma (isto é, “*o funcionamento regular do mercado*”<sup>30</sup>).

39. É o que ocorre no caso do *layering*<sup>31</sup>, uma conduta reprovável na medida em que as ordens artificiais criadas por conta da implementação da estratégia geram informações falsas no livro de ofertas, tornando-o menos hígido, prejudicando as tomadas de decisões dos investidores e impactando o preço do ativo.

40. Da leitura da letra “b” do item II da Instrução CVM nº 8/1979, depreende-se que a manipulação de preços pressupõe uma conduta comissiva (a utilização de um artifício) com a finalidade de “*elevantar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário*”, induzindo terceiros à sua compra e venda.

41. Entendo que o *layering* é uma estratégia que, a princípio, se encaixa na estrutura do tipo administrativo imputado ao Acusado. Isso porque ao criar uma liquidez aparente, o investidor manipula os preços dos ativos, tornando-os mais vantajosos para si<sup>32</sup>. A estratégia preenche, assim, os requisitos teóricos para configuração da prática de

---

<sup>30</sup> Nota Explicativa nº 14/1979.

<sup>31</sup> A CVM, inclusive, já analisou condutas assemelhadas ao *layering*, guardadas as devidas diferenças decorrentes de um mercado ainda sem as inovações tecnológicas presentes nos dias de hoje. Nesse sentido, vale citar o PAS CVM nº RJ2005/7389, j. em 10.10.2006, instaurado por conta de operações conjuntas, em que “*as corretoras, como intermediárias e contrapartes, e seus clientes, como contrapartes, negociaram quantidades relativamente modestas de ações de certas companhias de baixa liquidez, no mercado de balcão organizado (SOMA), visando a aumentar paulatinamente sua cotação, permitindo posterior alienação das ações a terceiros, em melhores condições que aquelas que resultariam da atuação das forças de mercado*”. O Colegiado da CVM, acompanhando o voto do então presidente Marcelo Trindade, entendeu pela configuração de manipulação de preços de determinados ativos.

<sup>32</sup> Isso ocorre, de forma muito semelhante, no caso do *spoofing*. Nesse sentido, vale destacar a manifestação de voto do então diretor Gustavo Borba no PAS CVM nº RJ 2016-7192: “*O objetivo principal, nesses casos, parece ser a manipulação de preços, mas esse desiderato final é atingido por meio da criação de condições artificiais de demanda. Nesse contexto, e buscando subsídios no direito penal, entendo ser aplicável ao caso o princípio da consunção ou da absorção, segundo o qual a infração principal, que define o objetivo do infrator, absorve as outras infrações que constituem meios para atingir o propósito final. 7 - No caso, o objetivo final seria a manipulação de preços (com o que se permitiria a realização da operação nas condições desejadas), o que seria realizado por meio de criação de condições artificiais de demanda (ordem artificial no outro lado do 'livro')*”.



## 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  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
www.cvm.gov.br

manipulação de preços, pois (i) utiliza um artifício (a inserção de ofertas artificiais no livro); (ii) para promover cotações artificiais (por meio da criação de camadas artificiais que exerce uma pressão compradora ou vendedora); (iii) induzindo terceiros a negociar os ativos cujas cotações foram afetadas (que tomam suas decisões de comprar ou vender um ativo com base em informações falsas colocadas no livro de ofertas); e (iv) com a presença de dolo (isto é, o investidor tem a intenção de causar a pressão compradora ou vendedora no ativo para viabilizar o negócio pretendido com preço distinto daquele existente no mercado).

42. Estes elementos estão, em grande medida, indicados nos §§49/50 do termo de acusação, nos quais a área técnica, baseada no PAS CVM nº RJ2013/5194, procura demonstrar que eles estariam presentes no caso concreto. É esta a análise que farei na sequência.

### IV.C. A comprovação do ilícito no caso concreto

#### A presença do artifício

43. No presente caso, entendo que o Acusado fez da inserção de ordens sem a intenção de executá-las um artifício. Esse era o meio utilizado para se criar uma falsa impressão de oferta e demanda por determinado ativo.

44. Nesse sentido, a SMI identificou, com o auxílio da BSM, critérios<sup>33</sup> que me parecem razoáveis para a configuração do artifício utilizado por Heitor Dezan no presente caso.

45. Evidentemente, a inserção de 4 ofertas no intervalo de 10 minutos não é, por si só, uma irregularidade, tampouco o cancelamento de ordens em um curto espaço de tempo ou mesmo a realização de negócios em ambos os lados do livro.

46. No entanto, ao serem considerados **em conjunto**, estes movimentos orquestrados para, de um lado, criar camadas artificiais de liquidez e, de outro lado, executar o negócio verdadeiramente pretendido (e em condições mais vantajosas do que aquelas inicialmente possíveis), indicam a existência de uma estratégia irregular (e não de uma “*disputa pelo melhor preço*”, como alega o Acusado em alguns momentos) – especialmente quando realizados de forma reiterada.

---

<sup>33</sup> Refiro-me aos critérios indicados na nota de rodapé nº 4 deste voto.



## 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  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
www.cvm.gov.br

47. A defesa chega a questionar a adequação dos critérios adotados pela SMI. Os argumentos, no entanto, não me convencem.

48. Embora acredite que haja espaço para o aprimoramento dos parâmetros utilizados para o monitoramento das novas práticas de manipulação de mercado, não é de hoje que a BSM vem analisando e testando formas de identificá-las. Com o passar do tempo, seus sistemas de supervisão foram calibrados e ajustados, tornando-se mais eficientes para a averiguação de práticas potencialmente irregulares. Não à toa a área técnica considerou adequado utilizar os parâmetros constantes do termo de acusação<sup>34</sup>.

49. Do mesmo modo, os filtros utilizados pelas corretoras que intermediavam as operações de Heitor Dezan também sinalizavam a existência de potenciais irregularidades<sup>35</sup>, indicando, no mínimo, a consistência dos critérios adotados pela BSM e, conseqüentemente, pela SMI.

50. Por esses motivos, acredito que tais critérios são suficientemente adequados para demonstrar a existência de um artifício no caso concreto.

### A promoção de cotações enganosas

51. Também me parece bem demonstrado pela Acusação que inexistia motivação legítima para as ordens questionadas, as quais não eram movidas por real intenção de execução. Tal constatação permite, a meu ver, a conclusão de que o verdadeiro desiderato era alterar a cotação dos ativos, deturpando o processo natural de formação de preços no mercado.

52. Ou seja, o artifício utilizado pelo Acusado produziu os resultados esperados. E isso é relevante porque a configuração do ilícito de manipulação de preços exige a efetiva produção de cotações enganosas como resultado do artifício utilizado (embora não requeira a comprovação de uma vantagem resultante da atuação do agente), decorrendo daí tanto a

---

<sup>34</sup> No PAS CVM nº RJ 2016-7192, o Colegiado da CVM acatou um argumento semelhante: “*bem andou a Acusação ao avalizar os critérios estabelecidos pela BSM. Primeiro, porque são parâmetros extraídos da prática de mercado observada diretamente nos sistemas de negociação. Segundo, porque resultam da discussão com representantes do próprio mercado regulado. E, terceiro, porque já foram ampla e previamente divulgados aos intermediários e investidores-alvo*”.

<sup>35</sup> Cf., nesse sentido, o doc. SEI 0539256. Vale destacar que, nos autos deste processo, constam pelo menos 3 correspondências de corretoras utilizadas pelo Acusado indicando a existência de potenciais irregularidades.



## 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  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
www.cvm.gov.br

necessidade de se comprovar que as cotações eram artificiais quanto o nexo de causalidade entre o artifício e o resultado pretendido<sup>36</sup>.

53. Tendo em vista a dinâmica atual dos ambientes de negociação, que, não raro, oscila na casa dos centavos e se movimenta na ordem dos milissegundos, parece-me perfeitamente plausível concluir que a inserção e o cancelamento de ofertas, por si só, produzem efeitos sobre o processo de formação de preços<sup>37</sup>. E, a meu ver, tais efeitos tornam-se artificiais na medida em que as ordens não são inseridas no livro de ofertas de boa-fé (isto é, sem a real intenção de serem executadas).

54. Ainda em relação a este ponto, cabe enfrentar os argumentos trazidos pela defesa no sentido de que as informações disponibilizadas nos autos não seriam suficientes para comprovar o nexo de causalidade entre a atuação do Acusado e a cotação das ações – especialmente aqueles relacionados à falta de informações completas sobre as ordens inseridas no livro de ofertas.

---

<sup>36</sup> O voto da então diretora Ana Novaes no PAS CVM nº RJ2013/5194, j. em 19.12.2014, indica que a manipulação de preços é “*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*”. De modo semelhante, o então diretor Otavio Yazbek sinalizou que “*a caracterização da manipulação de mercado não depende, prima facie, da identificação de prejuízos causados a terceiros, bastando que se identifiquem os efeitos, sobre os preços de mercado, dos “processos” ou “artifícios” adotados pelo agente*” (PAS CVM nº 04/07, diretor-relator Otavio Yazbek, j. 09.11.2010). A doutrina, por sua vez, também destaca a necessidade de se comprovar que “*a elevação de preços de determinada ação não resultou das forças normais de mercado, mas da atuação de um único investidor*” (EIZIRIK, Nelson *et. al. Op. cit.*, p. 550). Cf., ainda, SANTOS, Alexandre Pinheiro do, OSÓRIO, Fábio Medina, WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *Mercado de Capitais – regime sancionador*. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 118.

<sup>37</sup> Respeitadas as diferenças entre a dinâmica atual dos ambientes de negociação em relação àquela presente no início na primeira década dos anos 2000, o então diretor Otavio Yazbek já assentava a possibilidade de práticas reiteradas, por si só, produzirem efeitos no processo de formação de preços: “[n]o caso, se está tratando de condutas negociais reiteradas, praticadas em mercado, as quais, por si, produzem efeitos sobre o processo de formação de preços” (PAS CVM nº 04/07, diretor-relator Otavio Yazbek, j. 09.11.2010).

Já no contexto atual, o Diretor Henrique Machado, no PAS CVM nº RJ 2016-7192, rebateu argumentos relacionados à comprovação do nexo de causalidade entre o artifício e o preço do ativo nos seguintes termos: “*inservíveis eventuais alegações de que, no final do pregão, o volume total de contratos negociados ao longo do dia e nas duas “pontas” seria superior à oferta expressiva. Ou ainda de que as cotações de preços, ao longo do dia, “andaram” no mesmo sentido da oferta. Tais argumentos desconsideram a premissa fundamental de que a manipulação em apreço se encerra em curtíssima janela temporal.*” (grifou-se) e, mais à frente, aponta que: “*a identificação da oferta expressiva destinada a ser cancelada pelo Acusados torna absorta a discussão da defesa quanto às ordens serem ou não “reais” ou ainda quanto a existir ou não um movimento de preço previamente à concretização do negócio. Isto porque, se a oferta é qualificada como expressiva, tem-se que ela é suficiente para alterar as condições de liquidez do livro induzindo terceiros à compra do ativo segundo a cotação desejada pelos Acusados, o que se mostrou eficaz em todos os casos representados nos anexos da Acusação*” (grifou-se).



## 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  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
www.cvm.gov.br

55. O Colegiado da CVM já teve a oportunidade de se manifestar sobre argumentos desta natureza no âmbito do já citado PAS CVM nº RJ 2016-7192<sup>38</sup>. Naquela ocasião, foram refutadas as alegações trazidas pela defesa pelo fato de “*os anexos do termo de acusação apresenta[re]m milhares de operações irregulares praticadas pelos Acusados mediante estratégias claras de spoofing*”. Acredito que o mesmo argumento é válido no presente processo, uma vez que os documentos que subsidiaram o termo de acusação apontam a adoção da estratégia de *layering* pelo Acusado milhares de vezes.

56. Além disso, o argumento de que não haveria nos autos informações completas sobre o livro de ofertas, que poderiam demonstrar a inexistência de manipulação de preços, parece-me infundado ou, no mínimo, inoportuno. Noto que o Acusado não solicitou, por meio de pedido de produção de provas, a disponibilização destas informações que, a seu ver, poderiam comprovar sua inocência. Alegar, nesta fase, suposta insuficiência de informações nos autos, sem indicar de forma mais direta e específica quais informações mereceriam ser completadas, não oferece ao julgador elementos mínimos para formar sua convicção.

57. Não se trata, aqui, vale destacar, de uma espécie de inversão do ônus da prova. A Acusação (em conjunto com a BSM) cumpriu o seu papel ao consolidar os dados relativos às operações realizadas pelo Acusado que estavam dentro dos parâmetros estabelecidos para a identificação da estratégia de *layering*. E, ao eleger tais parâmetros, parece-me que há uma premissa a eles subjacente e que deve ser levada em consideração: a inserção de, no mínimo, 4 ofertas artificiais no intervalo de 10 minutos de um lado do livro afeta o processo de formação de preço dos ativos – o que ocorre de maneira artificial, pois, como ressaltai acima, são ofertas inseridas no livro sem a real intenção de execução.

58. O Acusado, por sua vez, não trouxe argumentos ou elementos probatórios suficientes para refutar os critérios utilizados pela SMI (limitando-se a indicar outros fatores que deveriam ser levados em consideração na análise da área técnica sem, contudo, comprovar satisfatoriamente sua influência nas operações questionadas), tampouco demonstrou que as operações indicadas pela Acusação como ilícitas eram, na verdade,

---

<sup>38</sup> Como aponta o Diretor Relator: “[a] defesa alega que a acusação não teria demonstrado a materialidade do delito, já que as informações apresentadas (nos anexos ao termo de acusação) não seriam suficientes para suportar os pressupostos da tese acusatória e, portanto, para corroborá-la. Em seu entender, as tabelas constantes dos anexos não trariam informações indispensáveis a que se chegue às conclusões da acusação, pois não haveria qualquer informação sobre as demais ordens que se encontravam no livro quando cada uma das ordens dos Acusados foi inserida”.



## 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  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
www.cvm.gov.br

legítimas. Assim, Heitor Dezan não conseguiu afastar a carga acusatória que lhe foi devidamente imposta pela área técnica.

59. E, aqui, parece-me necessário fazer um esclarecimento.

60. No julgamento do PAS CVM nº RJ 2016-7192, consta que “*ao invés de insurgirem-se contra os critérios e contra o prévio conhecimento ou não deles, deveriam os Acusados ter se preocupado em demonstrar que suas ofertas não eram expressivas nem anormais e que, portanto, não teriam o condão de alterar a cotação de ativos*”. Este tipo de assertiva é particularmente relevante porque pode indicar caminhos possíveis para teses de defesa em casos semelhantes que, se devidamente suportadas por elementos de prova, poderiam levar à absolvição do acusado.

61. Ocorre que, ao analisar o presente processo, cheguei à conclusão de que não se deve afastar a possibilidade de a defesa demonstrar que os critérios utilizados para identificar as práticas de *layering* e *spoofing* não seriam adequados para comprovar a efetiva alteração da cotação dos ativos. Por isso, a meu ver, insurgir-se contra estes critérios pode ser uma estratégia de defesa válida para demonstrar que não estariam presentes todos os elementos do tipo administrativo, vulnerando a acusação.

62. Do contrário, compromete-se a necessária paridade de armas entre acusação e defesa, uma vez que esta estaria limitada a justificar pormenorizadamente cada uma das operações questionadas (e, algumas vezes, como é o caso aqui, são milhares de operações), enquanto a acusação poderia, em tese, fundamentar seus argumentos tanto na adequação e suficiência dos parâmetros adotados para a identificação da manipulação de preços quanto na análise das ofertas inseridas no livro propriamente ditas (isto é, na análise individual das ofertas e na inexistência de fundamentos econômicos legítimos por trás delas).

63. No presente caso, entretanto, o Acusado não demonstrou que os critérios utilizados pela SMI seriam inadequados para os fins a que se destinam, tampouco o racional econômico legítimo por trás de suas operações – exceto em alguns casos, mas sem qualquer tipo de prova que suportasse suas afirmações, o que, a meu ver, não é suficiente para justificar sua absolvição.

64. Tampouco me parece cabível a alegação do Acusado de que “*qualquer oferta inserida e não executada pode vir a ser caracterizada como uma ‘oferta manipuladora’, desde que ela seja analisada indiscriminadamente ou de forma ‘segmentada’*”<sup>39</sup>. Isso

---

<sup>39</sup> Doc. SEI 0625721, p. 4999.



## 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  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
www.cvm.gov.br

porque a Acusação se pautou em um conjunto de fatores que, considerados como um todo, levam à conclusão de que houve manipulação de preços. Ou seja, a tese acusatória não se baseia em uma oferta inserida e não executada ou no “*tempo de permanência de uma oferta inserida no ‘livro de oferta’*”<sup>40</sup>, mas sim na atuação sistemática e reiterada do Acusado e na convergência dos atos por ele praticados.

### A indução de terceiros a erro

65. Destaco, ainda, que a colocação de ordens em níveis crescentes ou decrescentes de preços de um lado do livro gerou uma pressão compradora ou vendedora que, por sua vez, fez com que terceiros negociassem os ativos com base nas condições criadas pelo Acusado – e, mais especificamente, condições *artificialmente* criadas, uma vez que as ordens eram inseridas sem a real intenção de serem executadas (o que fica evidente pelo seu cancelamento logo após a realização do negócio pretendido).

66. Como mencionei anteriormente, o *layering* afeta a integridade das informações constantes no livro de ofertas e o torna menos confiável. A inserção de ordens sem a real intenção de execução gera uma liquidez aparente e distorce o processo de formação de preços no mercado – informações relevantes e essenciais para se tomar a decisão de comprar ou vender um ativo. Os investidores ficam, portanto, sujeitos aos ruídos gerados pelas informações falsas constantes no livro de ofertas, o que, por sua vez, pode induzi-los a erro<sup>41</sup>. Foi o que ocorreu no caso concreto e, ao fim e ao cabo, é o que explica a alteração dos *spreads* no livro que teria beneficiado o Acusado.

### O caráter doloso da conduta

67. O padrão das ofertas inseridas pelo Acusado e sua recorrência revelam o intuito declarado do Acusado de se aproveitar dos patamares mais vantajosos de preços que as camadas artificiais de liquidez, por ele criadas, lhe proporcionavam.

68. Com efeito, não me parece plausível o argumento do Acusado de que suas operações teriam fundamento econômico próprio, dado que Heitor Dezan inseria ordens

---

<sup>40</sup> Idem.

<sup>41</sup> Quanto a este ponto, Isac Silveira da Costa destaca que: “[p]ara a manipulação de informações relativas ao livro de ofertas, a decisão de investidores direcionais ou de investidores de liquidez pode ser afetada pela informação incorreta acerca da demanda pelo ativo, o que pode inserir distorções nos preços. Tais distorções, por seu turno, pode levar investidores informados a erros nas suas avaliações. Os efeitos nos *noise traders* é imprevisível. Se desejamos proteger a eficiência informacional do mercado, com adequado processo de formação de preços, então a conduta de manipulação de informação implícita tal como descrita é reprovável” (op. cit., pp. 221-222).



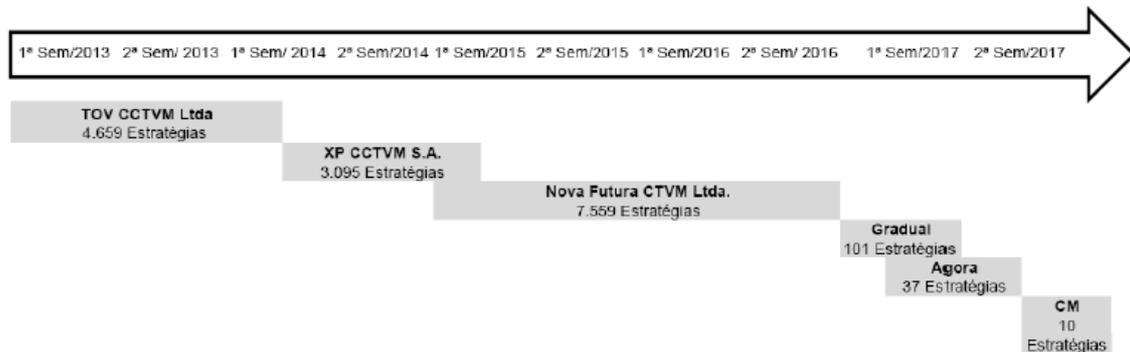
## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
www.cvm.gov.br

em patamares crescentes de preços de um lado do livro e, minutos depois, executava uma nova ordem do outro lado do livro de ofertas e cancelava as demais ofertas. E isso, vale reforçar, repetidamente, e com diferentes ativos.

69. A implementação dessa estratégia em pequenas janelas temporais, de forma sistemática, torna pouco convincente a tese de que a inserção e o cancelamento de ordens se deram por motivos diferentes daqueles suscitados pela SMI.

70. Vale ainda ressaltar que, além de as operações com padrões irregulares terem ocorrido durante anos e de forma reiterada, diversos intermediários questionaram Heitor Dezan sobre suas operações, apontando indícios de irregularidades e, em alguns casos, solicitando que se abstinhasse de realizar operações daquela natureza<sup>42</sup>. Ainda assim, o Acusado manteve-se firme em sua estratégia, o que resultou no bloqueio de sua conta em diversas corretoras<sup>43</sup>. E a cada conta bloqueada, Heitor Dezan passava a atuar – da mesma forma – por meio de outra corretora, como demonstrado pela Acusação.



71. Como se não bastasse, em levantamento realizado pela BSM, Heitor Dezan figurava entre os investidores cujas operações foram objeto de alertas pelo autorregulador durante o primeiro trimestre de 2017<sup>44</sup>, o que denota uma atuação consciente e intencional por parte do Acusado.

<sup>42</sup> Cf. os documentos SEI 0536252, 0539255 e 0539257.

<sup>43</sup> O doc. SEI 0539254, além de tratar do bloqueio da conta do Acusado em uma corretora, indica a realização de uma reunião presencial com Heitor Dezan e outros investidores para reiterar “os possíveis impactos e as infrações à ICVM 08/79 e ao Regulamento de Operações da BM&FBOVESPA”.

<sup>44</sup> Apresentação realizada pela BSM denominada “Monitoração de Práticas Abusivas com ofertas: Spoofing e Layering” (slide 10).



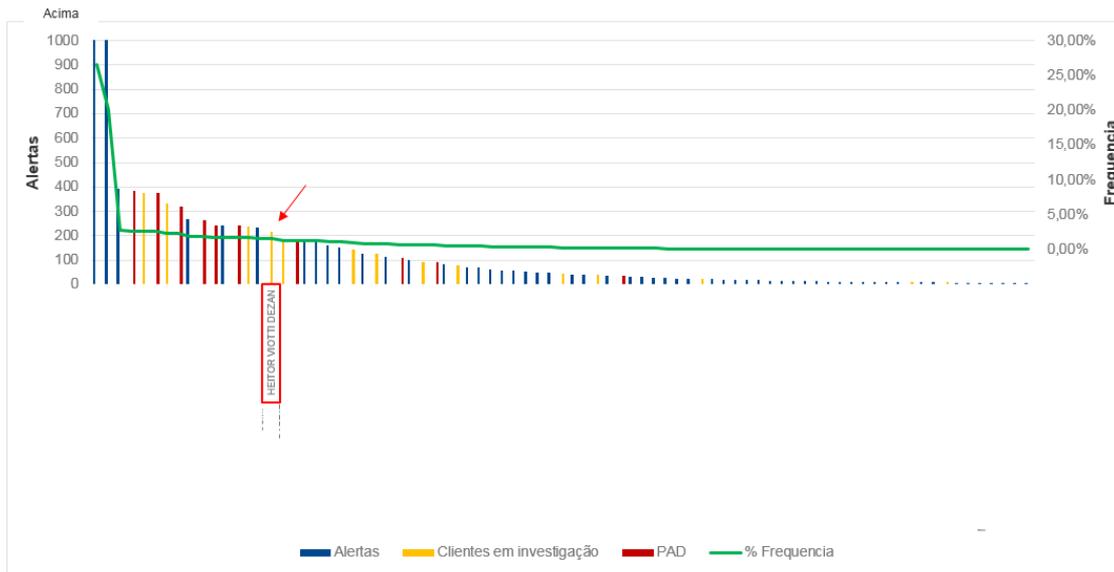
## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
www.cvm.gov.br

### Investidores identificados pela BSM

**BSM**  
SUPERVISÃO DE MERCADOS

#### Alertas por clientes no primeiro trimestre 2017



7

72. Tudo isso me leva a concluir que o Acusado agiu de forma consciente e com propósito claro, mantendo sua estratégia ao longo de anos, mesmo depois de diversas corretoras e a própria BSM terem sinalizado claramente seu caráter irregular.

73. Por todo o exposto, entendo que houve, no presente processo, manipulação de preços por parte do Acusado ao implementar a estratégia de *layering* – os movimentos realizados pelo Acusado (inserção de ordens de um lado de livro e a posterior execução do negócio do outro lado, seguida pelo cancelamento das demais ofertas em um curto espaço de tempo) de forma reiterada e sistemática criam as condições para que todos os elementos do tipo estejam presentes no caso concreto.

#### IV.D. Efeitos no cálculo do benefício financeiro auferido

74. A Acusação identificou que Heitor Dezan implementou a estratégia de *layering* mediante a inserção de ofertas artificiais no livro 15.461 vezes, resultando em 8.982 negócios, entre 2013 e 2017. Com base nestas operações, foi calculado o benefício financeiro que o Acusado teria auferido, considerando a diferença de preços entre a melhor oferta antes de sua atuação e o preço do negócio efetivamente executado (após as distorções



## 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  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
www.cvm.gov.br

decorrentes do *layering*), multiplicada pela quantidade de ativos envolvidos no negócio. A tabela abaixo representa o resultado desta operação matemática nas mais de quinze mil estratégias apontadas pela SMI.

Participante de Negociação	Quantidade de Estratégias de Layering	Período da Prática	Benefício Auferido R\$
TOV CCTVM Ltda	4.659	07.01.2013 a 08.05.2014	375.429,30
XP Investimentos CCTVM S.A.	3.095	14.05.2014 a 02.04.2015	211.363,00
Nova Futura CTVM Ltda.	7.559	02.03.2015 a 20.12.2016	748.311,82
Gradual CCTVM S.A	101	04.01.2017 a 01.03.2017	33.874,90
Agora CTVM S.A	37	15.03.2017 a 08.08.2017	5.315,00
CM Capital Markets CCTVM Ltda.	10	16.08.2017 a 31.08.2017	4.869,00
<b>Total:</b>	<b>15.461</b>	<b>07.01.2013 a 31.08.2017</b>	<b>1.379.163,02</b>

75. A forma de cálculo utilizada pela Acusação seria a mesma empregada no PAS CVM nº RJ 2016-7192. Naquela ocasião, o Diretor Relator Henrique Machado afirmou o seguinte:

*“ao considerarmos a oferta expressiva como instrumento suficiente para alterar as condições de liquidez do livro (liquidez aparente ou fantasma) e promover a realização de negócios por preço diverso daquele que se obteria em condições normais de mercado, a vantagem econômica é, sim, representada pelo diferencial de spread entre o preço da melhor oferta (vendedora ou compradora) antes e depois da estratégia de spoofing, nos termos da Acusação. O benefício econômico é obtido e mensurado, ainda que ele signifique, em cada caso, ampliação de lucros ou redução de perdas”*

76. Por outro lado, o Acusado sustenta que *“algumas operações estavam sendo erroneamente caracterizadas como ‘manipuladoras’”*<sup>45</sup>. Tal fato afetaria, consequentemente, o resultado final do seu eventual benefício financeiro.

77. Ocorre que, como mencionei acima, a fórmula utilizada pela SMI para calcular o benefício auferido pelo Acusado está correta e segue o entendimento do Colegiado da CVM firmado no PAS CVM nº RJ 2016-7192.

<sup>45</sup> Doc. SEI 0625721, p. 5005.



## 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  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
www.cvm.gov.br

78. Além disso, o Acusado não trouxe elementos probatórios suficientes para desqualificar o cálculo feito pela SMI, tampouco indicou quais operações (e os motivos pelos quais) não deveriam compor as contas da SMI.

79. Diante disso, entendo que o benefício auferido pelo Acusado por meio da estratégia de *layering* foi, em valores da época, de R\$ 1.379.163,02.

80. De todo modo, a tabela que consolida a quantidade de estratégias de *layering* durante o período analisado pela Acusação aponta que, em 2017, Heitor Dezan diminuiu o número de ocorrências identificadas pela BSM. Tal fato indica que o Acusado deixou de atuar dentro dos parâmetros que, para a SMI, configurariam o *layering*, o que será levado em consideração na dosimetria da pena.

### V. Ausência de provas

81. O Acusado sustenta, ainda, que a SMI não teria trazido aos autos elementos probatórios suficientes para condená-lo. A Acusação, segundo ele, teria se baseado apenas em indícios incapazes de afastar sua presunção de inocência. Mais do que isso, de acordo com o Acusado, as provas indiciárias utilizadas pela SMI não demonstrariam (i) o caráter doloso de sua atuação; e (ii) o benefício financeiro indicado pela área técnica.

82. Antes de mais nada, é preciso distinguir o mero indício da prova indiciária. De fato, uma condenação não pode se fundar em qualquer indício. O mesmo não ser dito quando se trata de prova indiciária, que é, conforme entendimento há muito aceito por este Colegiado, “representada por indícios múltiplos, veementes, convergentes e graves, que autoriza uma conclusão robusta e fundada acerca do fato que se quer provado”<sup>46</sup>. O concurso de indícios comprovados e convergentes pode fundamentar uma condenação – especialmente nos casos em que a prova direta é extremamente improvável ou mesmo impossível<sup>47</sup>.

83. É o que ocorre neste caso. A meu ver, a Acusação trouxe aos autos elementos probatórios suficientes para demonstrar uma conduta dolosa de parte do Acusado, com o intuito de criar uma liquidez aparente no livro de ofertas (por intermédio da inserção de

<sup>46</sup> PAS CVM nº 22/94, diretor-relator Luiz Antonio de Sampaio Campos, julgado em 15.04.2004.

<sup>47</sup> O Colegiado da CVM teve a oportunidade de se manifestar diversas vezes neste sentido: PAS CVM nº 06/95, diretora-relatora Norma Parente, j. em 05.05.2005; PAS CVM nº 24/2000, diretora-relatora Norma Parente, j. em 18.08.2005; PAS CVM nº 03/05, diretor-relator Sergio Weguelin, j. em 02.07.2008; PAS CVM nº RJ 13/2009, diretor-relator Eli Loria, j. 13.12.2011; PAS CVM nº RJ 2011/3665, diretora-relatora Luciana Dias, j. em 03.04.2012; PAS CVM nº 13/2005, diretor-relator Otavio Yazbek, j. em 25.06.2012; PAS CVM nº RJ2012/9808, diretor-relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. em 18.12.2015; PAS CVM nº RJ2012/11002, diretor-relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. em 08.12.2016.



## 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  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
www.cvm.gov.br

ordens posteriormente canceladas) para, com isso, induzir terceiros a comprar e vender ativos em patamares de preços que lhe seriam mais vantajosos – o que se repetiu ao longo de anos<sup>48</sup>.

84. Especificamente em relação ao caráter doloso da conduta do Acusado, ele já foi objeto de análise nos §§67/73 deste voto, nos quais afastei os argumentos de defesa relativos a este ponto. Como mencionei, ficou demonstrada a existência de uma conduta pré-ordenada, consciente e intencional por parte de Heitor Dezan, que agiu de forma reiterada na implementação de estratégias de *layering* ao longo dos anos.

85. Os argumentos relacionados ao cálculo do benefício financeiro, por sua vez, foram examinados nos §§74/80 e, ao final, concluí tanto pela adequação da metodologia utilizada pela área técnica (seguindo o entendimento do Colegiado da CVM no PAS CVM nº RJ 2016-7192), quanto pela suficiência dos elementos probatórios para a formação do meu livre convencimento motivado.

### VI. Dosimetria da pena

86. No que diz respeito à dosimetria da penalidade a ser aplicada ao Acusado, entendo que deve ser levado em consideração como agravante a prática sistemática e reiterada da conduta irregular. Por outro lado, os bons antecedentes do infrator e a indicação de regularização da infração (mediante a diminuição de ocorrências de estratégias de *layering* em 2017) devem ser consideradas circunstâncias atenuantes para a fixação da pena.

87. Também levei em consideração na dosimetria da pena o fato de que os atos questionados pela Acusação são anteriores a qualquer manifestação, pelo Colegiado da CVM, acerca da prática de *layering*.

88. Especificamente quanto a este ponto, parece-me importante fazer um breve esclarecimento a fim de evitar interpretações equivocadas. Este voto não propõe, de forma alguma, uma interpretação inovadora ou retroativa de norma jurídica, o que não seria

---

<sup>48</sup> Vale notar que fatores semelhantes aos mencionados levaram à condenação dos acusados no PAS CVM nº RJ 2016-7192. Neste sentido: “Com efeito, considerando os fatos e as circunstâncias do caso concreto, no qual se inclui o padrão de operação dos Acusados retratado pelas tabelas em anexo ao Termo de Acusação, verifica-se a conduta dolosa e pré-ordenada de registrar ofertas de compra ou venda sem a intenção de executá-las, mas, sim, de promover a realização de negócio em cotação de preço artificial induzindo terceiros à sua compra ou venda. Como já afirmado, o curtíssimo intervalo de permanência da oferta expressiva e a atuação coordenada no outro lado do livro, corroborados pelo alto índice de cancelamento dessa mesma oferta (97% de cancelamento sem execução sequer parcial da oferta) e pelo padrão reiterado de operação, evidenciam a natureza dolosa e ilícita da conduta do participante”.



## 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  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
www.cvm.gov.br

admitido em sede de processo administrativo sancionador, por força do art. 2º, parágrafo único, inciso XIII, da Lei nº 9.784/1999.

89. Com efeito, independentemente da forma que assuma ou do meio pelo qual o artifício seja adotado, ainda estamos lidando com o ilícito de manipulação de preços dentro dos contornos previstos na Instrução CVM nº 8/1979 e cristalizados pelos precedentes da CVM. Além disso, nada na lei autoriza o entendimento no sentido de que a ausência de atuação preventiva da CVM pode dar causa à preclusão administrativa da atividade sancionadora de eventual irregularidade cometida no mercado de valores mobiliários.

90. O fato de a CVM, até então, não ter se manifestado publicamente sobre a estratégia de *layering* e a complexidade que envolve o tema são questões que se refletem muito mais no cuidado que o Colegiado deve ter ao analisar o assunto do que como medida que impeça sua atuação sancionadora, especialmente à luz do que já dispõem a Instrução CVM nº 8/1979 e os precedentes da Autarquia sobre manipulação de preços. De todo modo, repito, não deixei de levar esses pontos em consideração no momento do cálculo da pena.

91. Diante disso, com fundamento no art. 11 da Lei nº 6.385/76, com redação anterior à entrada em vigor da Lei nº 13.506/17, voto pela condenação de Heitor Viotti Dezan à penalidade de **multa pecuniária** no valor de **R\$ 2.233.623,47** (dois milhões duzentos e trinta e três mil seiscentos e vinte e três reais e quarenta e sete centavos), equivalente a uma vez e meia o valor da vantagem econômica obtida (isto é, R\$ 2.068.744,53), pelo descumprimento ao item I c/c item II, “b”, da Instrução CVM nº 8/1979, atualizado pelo IPCA desde a data da última operação questionada pela Acusação até hoje.

### VII. Considerações finais

92. Como os fatos analisados neste processo apresentam indícios de crimes de ação penal pública, determino, ainda, a comunicação do resultado deste julgamento ao Ministério Público Federal do Estado de São Paulo, em complemento ao Ofício nº 157/2018/CVM/SGE (doc. SEI nº 0569580), nos termos do art. 9º da Lei Complementar nº 105/2001 e do art. 12 da Lei nº 6.385/1976.

93. Por fim, e sem desconsiderar os esforços empregados pela SMI (muitas vezes em conjunto com a BSM) na prevenção, orientação e supervisão destas novas práticas de manipulação de mercado, considero importante a discussão e implementação de medidas no sentido de garantir maior previsibilidade e segurança aos regulados quanto à reprovabilidade dessas condutas e quanto aos critérios utilizados pelo regulador para



## 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  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

identificá-las. Parece-me importante que esses critérios e os motivos pelos quais foram escolhidos sejam expostos, justificados e amplamente divulgados ao mercado.

94. Sem dúvida, esta não é uma tarefa trivial – seja porque demanda uma constante avaliação da evolução do mercado (o que vem acontecendo de forma cada vez mais intensa), seja porque ilícitos desta natureza, infelizmente, podem acontecer (e tendem a acontecer) à margem destes critérios (e, é claro, deverão ser apurados pela CVM). Não vejo, contudo, como fugir dos desafios que esta nova realidade nos impõe.

É como voto.

Rio de Janeiro, 1º de outubro de 2019

**Marcelo Barbosa**

Presidente Relator