



## 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)

### PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.004091/2019-08

Reg. Col. nº 1851/2020

**Acusado:** Eduardo Nassutti Andriotti

**Assunto:** Infração ao item I c/c item II, letra “b”, da Instrução CVM nº 08/1979 – Manipulação de preços – *Layering*.

**Diretor Relator:** Gustavo Machado Gonzalez

### VOTO

#### I. INTRODUÇÃO

1. Trata-se de PAS<sup>1</sup> instaurado pela SMI em face de Eduardo Andriotti, em razão da prática de manipulação de preços por meio da inserção de ordens artificiais de compra e venda, na modalidade *layering*, entre 08.01.2013 e 22.03.2018, configurando a infração administrativa definida no item II, letra “b”, da Instrução CVM nº 08/1979 e vedada pelo item I daquela mesma Instrução.

#### II. PRELIMINARES

2. Em sede preliminar, Eduardo Andriotti alega (i) prescrição da pretensão punitiva com respeito aos negócios realizados há mais de 5 (cinco) anos de 02.04.2018, data em que teve ciência do Termo de Acusação; e (ii) cerceamento de defesa e violação ao contraditório pela não apresentação integral dos livros de negociação dos ativos indicados, contendo toda a atividade do mercado nos pregões e ativos em que atuou.

##### II.1. Prescrição

3. O Acusado sustenta a ocorrência de prescrição, pois só teve conhecimento acerca dos fatos deste PAS após ser intimado em 02.04.2018. Dessa forma, aplicando-se retroativamente a

---

<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.



## 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)

prescrição quinquenal a partir desta data, todos os negócios realizados antes de 02.04.2013 estariam prescritos.

4. A ação punitiva da CVM prescreve em cinco anos e é regulada pela Lei nº 9.873/1999. Nos casos de infração continuada, a contagem do prazo se inicia do dia em que ela tiver cessado (artigo 1º, parte final). Por analogia com a previsão contida no artigo 71 do Código Penal<sup>2</sup>, considera-se como infração administrativa continuada duas ou mais infrações da mesma espécie que, pelas condições de tempo, lugar, maneira de execução e outras semelhantes, devem ser havidas como continuação da primeira.

5. No caso dos autos, verifico que houve continuidade em todas as operações apontadas pela Acusação como irregulares, entre 08.01.2013 e 22.03.2018. Assim, o prazo de prescrição começaria a fluir apenas em março de 2018, pelo que concluo que a Acusação agiu dentro do prazo legal de cinco anos.

6. Ante o exposto, rejeito a preliminar de prescrição quinquenal, prevista no artigo 1º, caput, da Lei nº 9.873/1999.

### II.2. Cerceamento de defesa

7. Com respeito à preliminar de cerceamento de defesa e violação ao contraditório, o Acusado declara que sem acesso aos referidos livros não há como determinar se houve manipulação de preços por ação exclusivamente sua, visto que não possui meios de verificar “se foram publicadas notícias, fatos relevantes, boatos ou eventos diversos que poderiam ter atuado como eventos externos ao mercado, que pudessem alterar os valores e ordens dos ativos, seja de venda ou de compra”.

8. Entendo que caberia ao Acusado apresentar informações alheias ao sistema de negociação tais como as indicadas – notícias e fatos relevantes, por exemplo – aptas a afastar a possibilidade de as ofertas e os negócios realizados por ele não terem o condão de influenciar os demais investidores e alterar o fluxo de ofertas e o *spread* do livro, com base nos dados fornecidos pela Acusação.

---

<sup>2</sup> Artigo 71 - Quando o agente, mediante mais de uma ação ou omissão, pratica dois ou mais crimes da mesma espécie e, pelas condições de tempo, lugar, maneira de execução e outras semelhantes, devem os subsequentes ser havidos como continuação do primeiro, aplica-se-lhe a pena de um só dos crimes, se idênticas, ou a mais grave, se diversas, aumentada, em qualquer caso, de um sexto a dois terços.



## 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)

9. Em minha avaliação, os documentos presentes nos autos são mais que suficientes para demonstrar o *modus operandi* ilícito adotado pelo Acusado por período de quase cinco anos, sempre com o mesmo padrão de atuação. Ressalto, ainda, que a SMI disponibilizou informações<sup>3</sup> acerca de cada uma das estratégias apontadas com irregulares, indicando as datas, horários e ativos nos quais ocorreram, bem como os intermediários por meio dos quais se deu a negociação.

10. Portanto, rejeito a preliminar suscitada, pois entendo que todos os documentos fornecidos à Acusação pela BSM e utilizados para embasar o Termo de Acusação também foram disponibilizados ao Acusado, não havendo, portanto, cerceamento de defesa nem violação ao contraditório.

### III. CONSIDERAÇÕES INICIAIS. A MANIPULAÇÃO BASEADA EM OFERTAS: *LAYERING* E *SPOOFING*

11. Este caso envolve mais uma acusação de manipulação baseada no apregoamento de ofertas fictícias no livro de ofertas – aqui, uma acusação de *layering*. A jurisprudência da CVM acerca da matéria é recente, mas rapidamente ganhou corpo com uma série de decisões em casos envolvendo *layering*<sup>4</sup> ou sua prática manipuladora congênere, *spoofing*<sup>5</sup>. Com o objetivo de contextualizar as discussões que serão enfrentadas quando do exame do mérito, começo recapitulando algumas considerações gerais a respeito do assunto que fiz nos precedentes de minha relatoria<sup>6</sup>.

12. A manipulação é um dos ilícitos típicos do mercado de capitais. O termo designa um conjunto bastante heterogêneo de práticas, como, por exemplo, a divulgação de informações falsas e a realização de operações fictícias. Na regulamentação editada pela CVM, o gênero manipulação compreende dois tipos administrativos: a manipulação de preços e a criação de condições artificiais de demanda.

---

<sup>3</sup> Doc. SEI nº 0723243.

<sup>4</sup> Cf. PAS CVM nº 19957.006019/2018-26, Pres. Rel. Marcelo Barbosa, j. em 01.10.2019; PAS CVM nº 19957.007543/2019-03, PAS CVM nº 19957.005452/2016-82, PAS CVM nº 19957.000592/2019-15, PAS CVM nº 19957.007809/2018-29, Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez, j. em 02.06.2020.

<sup>5</sup> Cf. PAS CVM nº 19957.005977/2016-18, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 13.03.2018; PAS CVM nº 19957.009864/2019-34, Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez, j. em 04.08.2020.

<sup>6</sup> Para uma discussão mais aprofundada, faço referência aos votos proferidos nos casos julgados em 02.06.2020 e referidos na nota 4 acima. O trecho a seguir se baseia em uma versão mais condensada, inicialmente apresentada no PAS CVM 19957.009864/2019-34, já referido na nota 5 acima.



## 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)

13. Segundo a Instrução CVM nº 08/1979, a manipulação de preços caracteriza-se pela “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”.

14. O artifício utilizado no intuito de falsear o mercado pode consistir na realização de atos que, a princípio, são perfeitamente regulares, como a realização de negócios no mercado de valores mobiliários e mesmo a apreçoação de uma oferta no livro de ofertas limitadas. As informações disponíveis no livro de ofertas são um elemento de extrema relevância para a decisão de investimento de diversos participantes do mercado, nomeadamente daqueles que negociam ações buscando obter ganhos com variações na cotação no curto prazo, incluindo os negociadores de alta frequência, que hoje respondem por parte significativa do volume negociado, e, sobretudo, das ofertas colocadas.

15. Se as informações constantes do livro de ofertas influenciam nas decisões de investimento, a colocação de ofertas no livro pode consistir em meio apto para falsear o mercado. *Layering* e *spoofing* são espécies de manipulação de mercado que consistem na criação de liquidez aparente, por meio da inserção, em um curto intervalo de tempo, de ofertas que, isoladamente (*spoofing*) ou agregadas (*layering*), representam quantidade expressiva em um dos lados do livro, atraindo contrapartes de modo a mover os preços em um sentido que venha a permitir a execução de uma ou mais ofertas limitadas inseridas na ponta oposta pelo manipulador.

16. Como já ressaltai em outras oportunidades, um dos principais desafios para a acusação em casos de manipulação baseada em negócio ou em ofertas reside em demonstrar o caráter artificioso dos negócios realizados ou das ofertas apreçoadas. Nos casos de *layering* e *spoofing*, a apreçoação de ofertas configura o artifício a que se refere a Instrução CVM nº 08/1979 quando se demonstra que aquelas ofertas não foram colocadas com a intenção de serem executadas, mas apenas com o propósito de alterar o processo de formação de preço e viabilizar, assim, a execução de um negócio na ponta oposta. Em última instância, é a intenção do investidor que distingue as manipulações baseadas em ofertas ou em negócios de padrões legítimos de negociação.

17. Ao longo dos últimos anos, o Colegiado já analisou diversos casos envolvendo acusações de *layering* e *spoofing*. O assunto é relativamente novo não porque as práticas sejam verdadeiramente novas – estamos, ao fim e ao cabo, tratando de um tipo administrativo previsto desde 1979 – mas porque, com a eletrônica do mercado, todo negócio executado e oferta apreçoada é documentado, e a tecnologia hoje permite que quantidades massivas de dados sejam



## 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)

analisadas. Ou seja, com o passar dos anos, foi possível ter registro não só dos negócios realizados, como também de todas as ofertas apregoadas; em paralelo, desenvolveram-se ferramentas para analisar criticamente esses enormes conjuntos de dados para identificar possíveis ilícitos. Vê-se, portanto, que o ilícito não é novo; novos são os meios de detectá-lo.

18. Os meios de detecção consistem em filtros estatísticos, que buscam, no meio da infinidade de dados registrados pelos sistemas de negociação, identificar conjuntos de ofertas e negócios (as “estratégias”) que, a princípio, podem caracterizar uma prática ilícita. A configuração do ilícito, é importante dizer, dependerá, necessariamente, da subsunção da conduta aos elementos do tipo. Ou seja, embora os filtros estatísticos utilizados pela supervisão naturalmente sejam ajustados com base em critérios objetivos (afinal de contas, são programas de computador), não se pode definir os tipos administrativos da Instrução CVM nº 08/1979, em especial a manipulação de preços, com base exclusivamente em parâmetros dessa natureza. Não se pode, portanto, interpretar os filtros de detecção como filtros de ilicitude.

19. De modo geral, o dolo do agente e o caráter artificioso das ofertas apregoadas, elementos indispensáveis para a caracterização da manipulação de preços, decorrem de um conjunto convergente de fatores: **(i)** a apregoação contemporânea de ofertas em ambos os lados do livro; **(ii)** as características das ofertas colocadas em cada um dos lados do livro; e **(iii)** o cancelamento das ofertas colocadas em um dos lados do livro pouco após a realização de um negócio na ponta oposta, especialmente **(iv)** quando observadas de modo reiterado<sup>7</sup>.

20. A ilicitude das práticas de *layering* e *spoofing*, que as diferencia de estratégias legítimas como as realizadas por *market makers* voluntários, advém do fato de que o investidor coloca oferta(s) em determinado lado do livro sem a intenção de executá-la(s), com o propósito de alterar o processo de formação de preço e viabilizar, assim, a execução de um negócio na ponta oposta. É a intenção do investidor que, em última instância, distingue a manipulação de padrões legítimos de negociação.

21. É indispensável, portanto, que os parâmetros utilizados nos filtros estatísticos sejam cuidadosamente pensados, considerando, inclusive, as características do ativo. Há o risco de que a parametrização inadequada dos filtros resulte na seleção de falsos positivos: estratégias apontadas como irregulares, mas que não preenchem os elementos do tipo administrativo ou, mais

---

<sup>7</sup> Cf. PAS CVM nº 19957.009864/2019-34, de minha relatoria, j. em 04.08.2020.



## 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)

comum, para as quais não se pode concluir, com a segurança necessária para uma condenação pela prática do ilícito.

### IV. MÉRITO

#### III.1. Autoria

22. O Acusado reconhece, em suas razões de defesa, que realizou as operações apontadas como irregulares neste PAS. Logo, não há controvérsia quanto à autoria da infração administrativa indicada.

#### III.2. Materialidade da infração

23. Assim como nos outros casos envolvendo acusações de manipulação nas modalidades de *layering* e *spoofing* já analisados por esse Colegiado, o processo foi construído a partir da identificação, dentro do monumental conjunto de ofertas apregoadas, inclusive as canceladas, e negócios realizados em bolsa, de conjuntos de ofertas e negócios (as “estratégias”) que, a princípio, se enquadram nos parâmetros que caracterizam as referidas práticas.

24. Nesse contexto, a identificação de determinadas estratégias a partir dos filtros estatísticos deve ser considerada uma prova indireta, de natureza indiciária, que pode, portanto, ser contraditada por contra-indícios ou outras provas em sentido contrário.

25. Os critérios adotados pela SMI e pela BSM para a detecção dos ciclos de *layering* neste PAS foram: (i) inserção de, no mínimo, 4 ofertas manipuladoras no intervalo de 10 minutos com propósito de influenciar investidores; (ii) posicionamento do lado oposto das ofertas artificiais; (iii) execução do negócio-alvo; e (iv) cancelamento ou alteração para preços piores das ofertas manipuladoras após o negócio. Também foram considerados como prática de *layering* os casos em que o ato (ii) foi realizado antes do ato (i).

26. Em outros casos semelhantes de minha relatoria<sup>8</sup>, apresentei algumas críticas a alguns dos parâmetros utilizados pela BSM e pela Acusação em casos de *layering* e *spoofing*, incluindo a janela temporal de 10 minutos, que me parece excessiva. Naqueles casos, pontuei que critérios de seleção excessivamente amplos, especialmente quando vistos isoladamente, podem levar a seleção

---

<sup>8</sup> PAS CVM nº 19957.007543/2019-03, PAS CVM nº 19957.000592/2019-15, PAS CVM nº 19957.007809/2018-29, todos de minha relatoria, j. em 02.06.2020.



## 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)

de uma amostra que inclui “falsos positivos”, isto é, estratégias que, embora indicadas no filtro de detecção, não constituem manipulação de preço após uma análise mais detida do padrão de atuação, ou, o que é mais comum, sobre as quais não se pode firmar convicção, com a segurança que se requer em processo sancionador (e vale pontuar que se imputa, nesses casos, a prática de um ilícito administrativo que também configura crime) acerca da configuração do tipo.

27. Sem prejuízo das ponderações feitas naqueles processos, que aqui reitero, entendo que as estratégias apontadas pela SMI nesse caso<sup>9</sup> não contêm falsos positivos, posto que o tempo de cancelamento na totalidade dos eventos indicados foi consideravelmente reduzido, da ordem de poucos segundos após a execução da(s) oferta(s)-alvo. Nesse ponto, o caso se assemelha bastante ao tratado no PAS CVM nº 19957.005452/2016-82, no qual concluímos que as fragilidades na parametrização dos filtros estatísticos não contaminaram a amostra selecionada.

28. Desse modo, concluo que a Acusação logrou reunir um conjunto suficientemente robusto a demonstrar que, por pouco mais de cinco anos, Eduardo Andriotti reiteradamente implementou estratégias no mercado de valores mobiliários com intuito de manipular a formação de preços no livro de ofertas.

29. Destaco, a seguir, dois exemplos de estratégias que, na minha visão, claramente configuraram a prática do ilícito de manipulação de mercado mediante *layering*.

### ***Exemplo 1 – Estratégia nº 148***

30. As Tabelas de 1 a 3 demonstram exemplo da prática de *layering* executada por Eduardo Andriotti, com horários, preços e quantidade de ações ordinárias de Tractebel Energia S.A. (TBLE3) negociadas em 25.03.2013.

31. As tabelas representam o livro de ofertas do ativo, contendo horários de registro, preços e quantidades ofertadas da ação. As ofertas estão classificadas segundo o princípio de prioridade de melhor preço: no caso de compra, quanto maior o preço melhor a oferta. No caso de venda, quanto menor o preço melhor a oferta. As ofertas com preços iguais são classificadas de acordo com a ordem cronológica de seu registro, ou seja, aquelas inseridas primeiro têm prioridade no fechamento do negócio.

---

<sup>9</sup> A lista de estratégias encontra-se no doc. SEI nº 0723243.



## 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)

32. A Tabela 1 demonstra o livro de ofertas de TBLE3 no pregão 25.03.2013, antes da interferência de Eduardo Andriotti, quando o preço da melhor oferta de compra estava em R\$34,32 e o preço da melhor oferta de venda estava em R\$34,49, ou seja, *spread* de R\$0,17.

**Tabela 1 - Livro de ofertas de TBLE3 em 25.03.2013 às 11h21min49s000ms, antes da interferência de EDUARDO**

Ofertas de Compra					Ofertas de Venda				
Hora	Part	Investidor	Qtde	Preço (R\$)	Preço (R\$)	Qtde	Investidor	Part	Hora
<b>11:21:45.000</b>	<b>8</b>		<b>200</b>	<b>34,32</b>	<b>34,49</b>	<b>200</b>		<b>40</b>	<b>11:21:45.000</b>
11:21:45.000	735		200	34,32	34,50	300		3	11:21:40.000
11:21:45.000	40		200	34,32	34,51	800		86	11:09:37.000
11:21:46.000	8		100	34,32	34,53	100		735	10:44:18.000
11:21:48.000	40		1.000	34,32	34,56	200		735	10:41:15.000
11:20:47.000	114		300	34,31	34,58	700		8	11:10:10.000
10:41:15.000	735		200	34,30	34,58	400		8	11:14:41.000
11:21:33.000	16		3.400	34,26	34,60	1.000		3	10:18:34.000

Fonte: B3

33. A Tabela 2 demonstra a execução da primeira etapa do ciclo de *layering* (criação da camada de ofertas manipuladoras). Entre 11h21min50s000ms e 11h21min52s000ms, Eduardo Andriotti inseriu 7 ofertas de compra de ações TBLE3. As ofertas de compra ocuparam o topo do livro de TBLE3 no momento de seus registros e reduziram o *spread* de R\$0,17 para R\$0,05.

**Tabela 2 - Livro de ofertas de TBLE3 em 25.03.2013 às 11h21min52s000ms, com destaque para as ofertas de compra inseridas por Eduardo Andriotti.**

Ofertas de Compra					Ofertas de Venda				
Hora	Part	Investidor	Qtde	Preço (R\$)	Preço (R\$)	Qtde	Investidor	Part	Hora
<b>11:21:52.000</b>	<b>82</b>	<b>EDUARDO</b>	<b>100</b>	<b>34,41</b>	<b>34,46</b>	<b>500</b>		<b>85</b>	<b>11:21:51.000</b>
11:21:45.000	8		200	34,40	34,47	200		40	11:21:52.000
11:21:45.000	735		200	34,40	34,50	300		3	11:21:40.000
11:21:52.000	40		200	34,40	34,51	800		86	11:09:37.000
11:21:51.000	82	EDUARDO	100	34,39	34,53	100		735	10:44:18.000
11:21:51.000	40		1.000	34,38	34,56	200		735	10:41:15.000
11:21:51.000	82	EDUARDO	100	34,37	34,58	700		8	11:10:10.000
11:21:50.000	82	EDUARDO	100	34,35	34,58	400		8	11:14:41.000
11:21:50.000	82	EDUARDO	100	34,35	34,60	1.000		3	10:18:34.000
11:21:51.000	82	EDUARDO	100	34,35	34,62	100		735	10:44:18.000
11:21:50.000	82	EDUARDO	100	34,33	34,62	3.400		16	11:21:32.000
11:20:47.000	114		300	34,31	34,63	1.000		735	11:01:41.000
10:41:15.000	735		200	34,30	34,63	800		8	11:21:22.000
11:21:33.000	16		3.400	34,26	34,63	700		40	11:21:22.000





## 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)

Fonte: B3

34. A Tabela 3 demonstra a execução da segunda etapa (reação do mercado às ofertas manipuladoras) e da terceira etapa do ciclo de *layering* (execução do negócio).

35. Às 11h21min57s000ms, o foram inseridas duas ofertas de compra, totalizando 1.200 ações, ao preço de R\$34,44.

36. Instantes depois, às 11h22min00s000ms, Eduardo Andriotti inseriu oferta-alvo de venda de 1.200 ações também ao preço de R\$34,44 e agrediu as ofertas de compra no livro, conforme destacado na Tabela 3.

37. Então, Eduardo Andriotti realizou a quarta etapa do ciclo de *layering* (cancelamento da oferta manipuladora) e excluiu, entre 11h22min11s000ms e 11h22min47s000ms, as sete ofertas de compra constantes no livro de ofertas de TBLE3.

**Tabela 3 – Livro de ofertas de TBLE3 em 25.03.2013 às 11h22min00s000ms, com destaque para o negócio de venda realizado por Eduardo Andriotti**

Ofertas de Compra					Ofertas de Venda				
Hora	Part	Investidor	Qtde	Preço (R\$)	Preço (R\$)	Qtde	Investidor	Part	Hora
11:21:57.000	40		1.000	34,44	34,44	1.200	EDUARDO	82	11:22:00.000
11:21:57.000	40		200	34,44	34,49	200		40	11:21:53.000
11:21:52.000	82	EDUARDO	100	34,41	34,50	300		3	11:21:40.000
11:21:45.000	735		200	34,40	34,51	800		86	11:09:37.000
11:21:51.000	82	EDUARDO	100	34,39	34,53	100		735	10:44:18.000
11:21:51.000	82	EDUARDO	100	34,37	34,56	200		735	10:41:15.000
11:21:50.000	82	EDUARDO	100	34,35	34,58	700		8	11:10:10.000
11:21:50.000	82	EDUARDO	100	34,35	34,58	400		8	11:14:41.000
11:21:51.000	82	EDUARDO	100	34,35	34,60	1.000		3	10:18:34.000
10:41:15.000	735		200	34,34	34,62	100		735	10:44:18.000
11:21:50.000	82	EDUARDO	100	34,33	34,62	3.400		16	11:21:32.000
11:20:47.000	114		300	34,31	34,63	800		8	11:21:22.000
11:21:33.000	16		3.400	34,26	34,63	700		40	11:21:22.000

Fonte: B3

38. O exemplo demonstra que o objetivo de Eduardo Andriotti com a criação da camada de ofertas de compra e negócio no lado oposto do livro foi induzir outros investidores a melhorarem suas ofertas de compra e agredir as ofertas que reagiram a sua falsa camada. Após a execução do negócio de venda, as ofertas manipuladoras de compra foram canceladas.



## 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)

39. A prática de *layering* demonstrada acima gerou benefício financeiro de R\$144,00, resultado que considerou a diferença de preço do negócio realizado por Eduardo Andriotti com a manipulação (R\$34,44) e o preço entre a melhor oferta de compra antes da atuação do Investidor (R\$34,42), multiplicada pela quantidade envolvida no negócio (1.200 ações).

40. O exemplo acima pode também ser visualizado de outra forma, conforme descrito no item 27 do Termo de Acusação, a partir da síntese de estratégias elaborada pela BSM. Nessa descrição, a dinâmica da estratégia é detalhada por meio das seguintes informações:

- a) **Ocorrência:** indica “Registro” para inserção de oferta e "Negócio" se execução de oferta;
- b) **Compra ou Venda:** conforme a oferta for de “Compra” ou de “Venda”;
- c) **Hora:** momento da ocorrência com precisão de milissegundos;
- d) **Hora Cancelamento:** momento do cancelamento da oferta artificial (*spoofing*);
- e) **Preço:** preço da oferta;
- f) **Quantidade:** quantidade (lotes) relativa ao evento em questão;
- g) **Participante:** Código do Participante de Negociação (corretora) da operação;
- h) **Cliente:** Código de negociação do cliente que realizou a estratégia (investidor);
- i) **Benefício Financeiro:** produto da quantidade de contratos negociada, tamanho/cotação do contrato e pela diferença do *spread* do livro de ofertas.

**Tabela 4 – Ordens realizadas por Eduardo Andriotti em 25.03.2013 em relação ao ativo TBLE3 (Estratégia nº 148)**

Ocorrência	Compra/Venda	Hora do		Preço (R\$)	Quantidade	----- Venda -----		----- Compra -----		Benefício financeiro (R\$)
		Hora	cancelamento			Participante	Cliente	Participante	Cliente	
Registro	Compra	11:21:50.000	11:22:47.000	34,33	100			82	85226	
Registro	Compra	11:21:50.000	11:22:46.000	34,35	100			82	85226	
Registro	Compra	11:21:50.000	11:22:16.000	34,35	100			82	85226	
Registro	Compra	11:21:51.000	11:22:16.000	34,35	100			82	85226	
Registro	Compra	11:21:51.000	11:22:16.000	34,37	100			82	85226	
Registro	Compra	11:21:51.000	11:22:17.000	34,39	100			82	85226	
Registro	Compra	11:21:52.000	11:22:11.000	34,41	100			82	85226	
Registro	Venda	11:22:00.000		34,44	1.200	82	85226			
Negócio	Venda	11:22:00.000		34,44	1.000	82	85226	40	-	120,00
Negócio	Venda	11:22:00.000		34,44	200	82	85226	40	-	24,00



## 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)

Fonte: B3.

### Exemplo 2 – Estratégia nº 10.652

41. As Tabelas 5 a 7 demonstram exemplo da prática de *layering* executada por Eduardo Andriotti, com horários, preços e quantidade de ações ordinárias de Magazine Luiza S.A. (MGLU3), negociadas em 19.07.2017.

42. A Tabela 5 demonstra o livro de ofertas de MGLU3 no pregão 19.07.2017, antes da interferência de Eduardo Andriotti, quando o preço da melhor oferta de compra estava em R\$342,50 e o preço da melhor oferta de venda estava em R\$344,03, ou seja, *spread* de R\$1,53.

**Tabela 5 – Livro de ofertas de MGLU3 em 19.07.2017 às 14h27min31s841ms, antes da interferência de Eduardo Andriotti**

Ofertas de Compra					Ofertas de Venda				
Hora	Part	Investidor	Qtde	Preço (R\$)	Preço (R\$)	Qtde	Investidor	Part	Hora
14:27:31.841	8		100	342,50	344,03	100		8	14:27:29.618
14:26:47.585	3		100	342,49	344,51	100		120	14:27:00.586
14:26:42.232	3		100	342,20	344,52	100		3	13:29:01.553
14:25:52.651	8		100	342,01	344,68	100		3	13:56:43.778
14:27:13.266	3		200	342,01	344,81	100		3	13:29:00.496
14:26:25.805	3		100	341,91	344,89	100		93	13:51:38.331

Fonte: B3

43. A Tabela 6 demonstra a execução simultânea das duas primeiras etapas do ciclo de *layering* (posicionamento em um dos lados do livro e criação da camada de ofertas manipuladoras). Entre 14h27min34s481ms e 14h37min22s862ms Eduardo Andriotti inseriu 11 ofertas de venda de ações MGLU3 e, às 14h37min21s555ms, durante o período de inserção da camada, Eduardo Andriotti posicionou-se no livro com oferta de compra a R\$343,20 (destacadas em cinza).

**Tabela 6 – Livro de ofertas de MGLU3 em 19.07.2017 às 14h37min22s862ms, com destaque para as ofertas de compra inseridas por Eduardo Andriotti**

Ofertas de Compra					Ofertas de Venda				
Hora	Part	Investidor	Qtde	Preço (R\$)	Preço (R\$)	Qtde	Investidor	Part	Hora
14:37:21.555	120	EDUARDO	100	343,20	343,38	100	EDUARDO	120	14:37:22.862
14:37:10.783	735		100	342,60	343,39	100	EDUARDO	120	14:37:22.650
13:43:19.779	27		400	342,50	343,40	100	EDUARDO	120	14:37:19.915
14:36:53.045	45		100	342,50	343,50	100	EDUARDO	120	14:37:14.958
14:37:01.872	3		100	342,49	343,60	100	EDUARDO	120	14:37:12.725
14:37:01.727	3		100	342,20	343,70	100	EDUARDO	120	14:37:10.314



## 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)

Ofertas de Compra					Ofertas de Venda				
Hora	Part	Investidor	Qtde	Preço (R\$)	Preço (R\$)	Qtde	Investidor	Part	Hora
14:25:52.651	8		100	342,01	343,80	100	EDUARDO	120	14:37:08.688
14:27:13.266	3		200	342,01	343,87	100	EDUARDO	120	14:36:04.985
14:26:25.805	3		100	341,91	343,94	100		3	14:34:01.409
14:26:15.833	3		100	341,62	344,02	100	EDUARDO	120	14:27:34.481
14:26:00.393	3		100	341,33	344,03	100		8	14:27:29.618
14:25:52.651	3		100	341,04	344,13	100	EDUARDO	120	14:27:38.508
14:25:07.751	3		100	340,75	344,23	100		3	14:27:43.230
14:24:47.907	8		100	340,74	344,40	100	EDUARDO	120	14:28:04.725
14:24:32.828	3		100	340,46	344,52	100		3	13:29:01.553
14:24:32.829	3		100	340,17	344,81	100		3	13:29:00.496

Fonte: B3

44. As ofertas de venda ocuparam o topo do livro de MGLU3 no momento de seus registros e reduziram o *spread* de R\$1,53 para R\$0,18.

45. A Tabela 7 demonstra a execução da terceira etapa (reação do mercado às ofertas manipuladoras e execução do negócio). Às 14h37min22s863ms, foi inserida oferta de venda de 100 ações, ao preço de R\$343,20, que agrediu a oferta de Eduardo Andriotti, conforme destacado.

**Tabela 7 – Livro de ofertas de MGLU3 em 19.07.2017 às 14h37min22s863ms, com destaque para o negócio de venda realizado por Eduardo Andriotti**

Ofertas de Compra					Ofertas de Venda				
Hora	Part	Investidor	Qtde	Preço (R\$)	Preço (R\$)	Qtde	Investidor	Part	Hora
<b>14:37:21.555</b>	<b>120</b>	<b>EDUARDO</b>	<b>100</b>	<b>343,20</b>	<b>343,20</b>	<b>100</b>		<b>8</b>	<b>14:37:22.863</b>
14:37:10.783	735		100	342,60	343,38	100	EDUARDO	120	14:37:22.862
13:43:19.779	27		400	342,50	343,39	100	EDUARDO	120	14:37:22.650
14:36:53.045	45		100	342,50	343,40	100	EDUARDO	120	14:37:19.915
14:37:01.872	3		100	342,49	343,50	100	EDUARDO	120	14:37:14.958
14:37:01.727	3		100	342,20	343,60	100	EDUARDO	120	14:37:12.725
14:25:52.651	8		100	342,01	343,70	100	EDUARDO	120	14:37:10.314
14:27:13.266	3		200	342,01	343,80	100	EDUARDO	120	14:37:08.688
14:26:25.805	3		100	341,91	343,87	100	EDUARDO	120	14:36:04.985
14:26:15.833	3		100	341,62	343,94	100		3	14:34:01.409
14:26:00.393	3		100	341,33	344,02	100	EDUARDO	120	14:27:34.481
14:25:52.651	3		100	341,04	344,03	100		8	14:27:29.618
14:25:07.751	3		100	340,75	344,13	100	EDUARDO	120	14:27:38.508
14:24:47.907	8		100	340,74	344,23	100		3	14:27:43.230
14:24:32.828	3		100	340,46	344,40	100	EDUARDO	120	14:28:04.725
14:24:32.829	3		100	340,17	344,52	100		3	13:29:01.553
14:16:44.742	3		200	340,04	344,81	100		3	13:29:00.496



## 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)

Fonte: B3

46. Após a execução do negócio, Eduardo Andriotti realizou a quarta etapa do ciclo de *layering* (cancelamento das ofertas manipuladoras) e excluiu, entre 14h37min42s119ms e 14h37min43s873ms, as 11 ofertas de venda constantes no livro de ofertas de MGLU3.

47. O exemplo demonstra que o objetivo de Eduardo Andriotti com a criação da camada de ofertas de venda e negócio no lado oposto do livro foi induzir outros investidores a melhorarem suas ofertas de venda e ser agredido pelas ofertas que reagiram a sua falsa camada. Após a execução do negócio de compra, as ofertas manipuladoras de venda foram canceladas.

48. A prática de *layering* demonstrada acima gerou benefício financeiro de R\$83,00, resultado que considerou a diferença de preço entre a melhor oferta de venda antes da atuação de Eduardo Andriotti (R\$344,03) e o preço do negócio por ele realizado por com a utilização da prática de *layering* (R\$344,20), multiplicada pela quantidade envolvida no negócio (100 ações).

49. A Tabela 8, mostrada a seguir, apresenta uma visualização alternativa da estratégia adotada por Eduardo Andriotti.

**Tabela 8 – Ordens realizadas por Eduardo Andriotti em 19.07.2017 em relação ao ativo MGLU3 (estratégia nº 10.652)**

Ocorrência	Compra/Venda	Hora do		Preço (R\$)	Quantidade	----- Venda -----		----- Compra -----		Benefício financeiro (R\$)
		Hora	cancelamento			Participante	Cliente	Participante	Cliente	
Registro	Venda	14:27:34.481	14:37:43.873	344,02	100	120	85090			
Alteração	Venda	14:35:04.385	14:37:43.744	344,13	100	120	85090			
Alteração	Venda	14:35:29.826	14:37:43.613	344,40	100	120	85090			
Registro	Venda	14:36:04.985	14:37:43.482	343,87	100	120	85090			
Registro	Venda	14:37:08.688	14:37:43.338	343,80	100	120	85090			
Registro	Venda	14:37:10.314	14:37:43.149	343,70	100	120	85090			
Registro	Venda	14:37:12.725	14:37:43.020	343,60	100	120	85090			
Registro	Venda	14:37:14.958	14:37:42.888	343,50	100	120	85090			
Registro	Venda	14:37:19.915	14:37:42.757	343,40	100	120	85090			
Registro	Compra	14:37:21.555		343,20	100			120	85090	
Registro	Venda	14:37:22.650	14:37:42.255	343,39	100	120	85090			
Registro	Venda	14:37:22.862	14:37:42.119	343,38	100	120	85090			
Negócio	Compra	14:37:22.863		343,20	100	8	-	120	85090	83,00

Fonte: B3

50. Os exemplos acima buscam apenas ilustrar a prática reiterada e intencional do Acusado, que se utilizou de estratégias irregulares em 10.767 oportunidades, ao longo de pouco mais de cinco anos.



## 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)

51. Pelo exposto, entendo restarem preenchidos todos os requisitos da infração administrativa de manipulação de preços no mercado de valores mobiliários prevista na Instrução CVM nº 08/1979.

### III.3. Improcedência das alegações de defesa

52. Considerando que já restou caracterizada a autoria e a materialidade da infração, afastando a alegação de que a estratégia de negociação era legítima, passo a analisar detidamente os argumentos de mérito da defesa.

53. Com respeito ao método utilizado pela SMI para o cálculo do benefício auferido, este Colegiado já se posicionou anteriormente em casos como este<sup>10</sup> no sentido de que o cálculo é feito pelo produto da quantidade negociada pela diferença entre o preço do ativo antes da interferência das ofertas manipuladoras e o preço do negócio realizado em condições manipuladas.

54. O critério adotado não é meramente conjectural tampouco prescinde de verificação no caso concreto, pois toma como base a vantagem decorrente da influência das ofertas manipuladoras, em virtude da alteração no fluxo de ordens e do *spread* do livro de ofertas.

55. Ademais, emolumentos, taxas de corretagem e tributos não são excluídos do cálculo de vantagem obtida, pois tais gastos são decorrentes da própria execução das estratégias ilícitas e não há qualquer previsão legal que determine tal exclusão<sup>11</sup>.

56. Portanto, entendo que a fórmula de cálculo adotada pela SMI está correta e se encontra alinhada com os precedentes desta autarquia.

57. No tocante à alegação de irrelevância estatística das operações irregulares, ressalto que a prática manipuladora de *layering* ocorre em uma curta janela temporal, permitindo que um conjunto reduzido de ofertas artificiais influencie o fluxo de ordens no livro de ofertas, a despeito de o ativo negociado ter elevada liquidez.

---

<sup>10</sup> Cf. PAS CVM nº 19957.005977/2016-18, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 13.03.2018; PAS CVM nº 19957.006019/2018-26, Pres. Rel. Marcelo Barbosa, j. em 01.10.2019; PAS CVM nº 19957.007543/2019-03, Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez, j. em 02.06.2020; PAS CVM nº 19957.009864/2019-34, Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez, j. em 04.08.2020.

<sup>11</sup> Cf. PAS CVM nº 19957.005977/2016-18, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 13.03.2018.



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

58. A ilicitude da conduta pode ser verificada, assim, em um conjunto reduzido de ofertas e negócios em comparação com o volume total negociado pelo manipulador ou com o volume total negociado em mercado. A conclusão acerca da ilicitude decorre de características específicas de cada ciclo de manipulação mediante *layering*, em conjunto com os demais indícios – notadamente a reiterada verificação do padrão de inserção e cancelamento de ofertas após a execução da oferta-alvo.

59. Nesse sentido, convém ressaltar já houve precedentes nos quais houve condenação pela prática de *layering*, nos quais a manipulação ocorreu em um único pregão<sup>12</sup>, bem como em ativo com elevada liquidez<sup>13</sup>.

60. Rejeito, portanto, a alegação de que a amostra selecionada pela Acusação era enviesada, “pinçando” ofertas e negócios do Acusado.

61. Finalmente, entendo improcedente o argumento de defesa de que a prática de *layering* não está tipificada no ordenamento jurídico brasileiro. O argumento é falho pois Eduardo Andriotti foi acusado de manipulação de preços, prática descrita e proibida pela CVM desde 1979. Os tipos abertos adotados pela Instrução CVM nº 08/1979 permitem que novas estratégias possam configurar ilícitos administrativos uma vez que sejam preenchidos os requisitos previstos na descrição das condutas proibidas e que seja observada lesão ao regular funcionamento do mercado, bem jurídico tutelado pela norma<sup>14</sup>. Como já me manifestei em outras oportunidades, entendo que a conduta praticada pelo Acusado é apenas de nova forma de praticar de um ilícito administrativo que já contava com previsão normativa.

## V. CONCLUSÃO

62. Passo, por fim, à fixação das penalidades.

63. Quanto à dosimetria, constitui circunstância agravante a prática reiterada e sistemática da conduta irregular pelo prolongado período de cerca de cinco anos. Em contrapartida, bons antecedentes do Acusado constituem circunstância atenuante, de modo que os efeitos da circunstância agravante e atenuante, no caso, se compensam.

---

<sup>12</sup> Cf. PAS CVM nº 19957.005452/2016-82, de minha relatoria, j. em 02.06.2020.

<sup>13</sup> Cf. PAS CVM nº 19957.007543/2019-03, de minha relatoria, j. em 02.06.2020.

<sup>14</sup> Cf. PAS CVM nº 19957.006019/2018-26, Pres. Rel. Marcelo Barbosa, j. em 01.10.2019.



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

64. Nesses termos, voto pela **condenação** do Acusado à penalidade de **multa pecuniária na importância de uma vez e meia o valor da vantagem econômica obtida** mediante o descumprimento ao item II, letra “b”, da Instrução CVM nº 08/1979, e vedado pelo item I desta mesma Instrução. O valor da vantagem indevida mencionada deverá ser atualizado pelo IPCA deste a data da última operação irregular em cada um dos períodos elencados pela Acusação até a presente data, conforme anexo a este voto<sup>15</sup>.

65. A vantagem ilícita obtida totalizou R\$771.338,24 em valores da época e, atualizados correspondem a R\$936.438,25.

66. Ante o exposto, voto pela **condenação** de Eduardo Nassutti Andriotti à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$1.404.657,38.

67. Finalmente, proponho que o resultado desse julgamento seja comunicado ao Ministério Público Federal, por meio da Procuradoria da República no Estado de São Paulo, em complemento ao Ofício nº 158/2019/CVM/SGE<sup>16</sup>.

É como voto.

São Paulo, 27 de outubro de 2020.

**Gustavo Machado Gonzalez**

Diretor Relator

---

<sup>15</sup> A correção monetária pelo IPCA está disponível no site do Banco Central do Brasil, no instrumento “calculadora do cidadão” em <http://www.bcb.gov.br>.

<sup>16</sup> Doc. SEI 0775551.





## 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)

### Anexo Único – Atualização dos valores referentes à vantagem econômica

<b>Participante de Negociação</b>	<b>Data da última operação irregular</b>	<b>Benefício auferido (R\$)</b>	<b>Valor atualizado até set/2020 (R\$)</b>
Corretora A	26.03.2013	9.621,00	14.191,74
Corretora B	12.03.2014	139.107,13	194.165,97
Corretora C	27.11.2015	289.519,92	354.297,40
Corretora D	02.02.2017	303.300,00	341.127,36
Corretora E	25.04.2017	1.699,00	1.899,86
Corretora F	22.03.2018	7.637,19	8.324,62
Corretora G	12.01.2018	20.454,00	22.431,30
	<b>Total</b>	<b>771.338,24</b>	<b>936.438,25</b>

<b>Multa (1,5x)</b>	<b>1.404.657,38</b>
---------------------	---------------------

Obs.: Atualização pelo IPCA, obtido a partir da Calculadora do Cidadão, no site do Banco Central do Brasil.