



## 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 19957.004600/2018-11

Reg. Col. nº 1117/2018

**Acusado:** Mário Machado Pires  
**Assunto:** Infração ao inciso I c/c inciso II, letra “b”, da Instrução CVM nº 08/1979 – Manipulação de preços – *Layering*  
**Diretor Relator:** Gustavo Machado Gonzalez

#### Manifestação de voto

1. Embora concorde com as conclusões apresentadas pelo Diretor Relator, farei breves observações sobre a metodologia utilizada pela Acusação<sup>1</sup> para a identificação da prática de *layering* e suas implicações na penalidade proposta, de forma a guardar consistência com meu entendimento no PAS CVM nº 19957.006019/2018-26, de minha relatoria, julgado em 1.10.2019.
2. Em síntese, o Diretor Relator entende que, neste processo, foram preenchidos todos os requisitos do tipo administrativo de manipulação de preços, nos termos da letra “b” do inciso II da Instrução CVM nº 8/1979. Ao mesmo tempo, reconhece a existência de “falsos positivos” no conjunto de operações levantadas pela Acusação, o que o levou à conclusão de que “[a multa] *a ser imposta ao manipulador não deve tomar como referência o valor calculado nos precedentes indicados, mas sim os parâmetros fixados nos precedentes que se defrontam com a dificuldade ou mesmo impossibilidade de mensuração precisa do resultado obtido com a manipulação*”, já que, no caso, não seria “*trivial determinar um critério unívoco e preciso para separar as operações efetivamente manipuladoras*”.
3. Além disso, o voto do Relator aponta a importância de ajustes e aprimoramentos na metodologia empregada para identificar operações de *layering*, levando também em

---

<sup>1</sup> Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto e que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes foi atribuído no relatório apresentado pelo Diretor Relator.



## 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)

consideração critérios como o tempo de permanência da oferta artificial no livro e as características do ativo negociado.

4. A meu ver, tem razão o Diretor Relator ao sustentar a necessidade de constante aprimoramento das ferramentas de supervisão da CVM e da BSM para a detecção de ilícitos no mercado de valores mobiliários. Com efeito, em processo sancionador de minha relatoria, julgado recentemente por este Colegiado, opinei que havia espaço para aperfeiçoamento dos parâmetros utilizados na identificação de operações de *layering*, bem como a possibilidade de os acusados comprovarem, em suas defesas, a inadequação dos critérios adotados<sup>2</sup>.

5. Ainda assim, parece-me importante ressaltar que possíveis melhorias nos filtros utilizados pela área técnica para identificar operações de *layering* não afastam, a princípio, a legitimidade dos parâmetros utilizados em outros casos julgados ou ainda sob análise nesta Autarquia. Como visto, tais filtros são importantes pontos de partida para identificar operações cujo objetivo é a manipulação de mercado e, em determinadas situações, podem servir como base para o cálculo da pena a ser aplicada<sup>3</sup>.

6. No presente caso, como bem demonstrou o Diretor Relator ao analisar as operações acostadas aos autos, os parâmetros utilizados pela Acusação são suficientes para comprovar a infração à Instrução CVM nº 8/1979, mas não para quantificar a vantagem econômica obtida pelo Acusado. Ante a existência desses “falsos positivos” no conjunto de operações identificadas pela Acusação, diferentemente do que ocorreu em outros casos, concordo com as ponderações do Diretor Relator em relação ao critério utilizado para o cálculo da penalidade a ser aplicada neste caso.

7. De toda forma, reforço – mais uma vez – a necessidade de continuarmos a empreender esforços para o aprimoramento dos filtros utilizados na identificação de práticas de manipulação de mercado, visando sobretudo eliminar (ou ao menos diminuir) a existência de operações aparentemente lícitas no espaço amostral utilizado pela área técnica para embasar o termo de acusação.

8. Medidas dessa natureza produzirão amplos impactos positivos sobre processos destinados à apuração de casos semelhantes, pois reduziria o volume de informação a ser

---

<sup>2</sup> PAS CVM nº 19957.006019/2018-26, j. em 1.10.2019.

<sup>3</sup> Cf., neste sentido, o já mencionado PAS CVM nº 19957.006019/2018-26 e o PAS CVM nº 19957.005452/2016-82, relator diretor Gustavo Gonzalez, 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)

processada pelas partes e pelo julgador. Além disso, em algumas situações, viabilizaria a fixação de penalidades, quando comprovada a irregularidade, com base no inciso III do §1º do art. 11 da Lei nº 6.385/1976. Afinal, quando se trata de violações à Instrução CVM nº 8/1979, o valor da multa aplicada pelo regulador deve ser fixado com base no benefício econômico auferido ou prejuízo evitado em decorrência o ilícito, privilegiando a proporcionalidade entre a gravidade da infração cometida e a penalidade imposta.

É como voto.

Rio de Janeiro, 27 de outubro de 2020

**Marcelo Barbosa**

Presidente