



## 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 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 Mário Machado, em razão da prática de manipulação de preços de BDRs DAGB33 entre 02.01.2015 a 24.11.2016, 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. CONSIDERAÇÕES INICIAIS. A MANIPULAÇÃO BASEADA EM OFERTAS: *LAYERING* E *SPOOFING*

2. Este caso envolve mais uma acusação de manipulação baseada na apreçoção 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>2</sup> ou sua prática manipuladora congênere, *spoofing*<sup>3</sup>. Com o objetivo de contextualizar as

---

<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. PAS CVM nº 19957.006019/2018-26, Rel. Pres. 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, Rel. Dir. Gustavo Machado Gonzalez, j. em 02.06.2020.

<sup>3</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, Rel. Dir. Gustavo Machado Gonzalez, 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)

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>4</sup>.

3. 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.

4. 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”.

5. 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.

6. 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.

7. 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

---

<sup>4</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)

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.

8. 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 apregoada é documentado, e a tecnologia hoje permite que quantidades massivas de dados sejam 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.

9. 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.

10. 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>5</sup>.

---

<sup>5</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)

11. 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.

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

### III. MÉRITO

#### III.1. Autoria

13. 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

14. 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 apreoadas, 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.

15. 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.

16. 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;



## 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)

(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).

17. Em outros casos semelhantes de minha relatoria<sup>6</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 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. Transcrevo abaixo algumas considerações que fiz naqueles precedentes:

“A toda evidência, não é qualquer oferta que é apta a falsear o mercado. Uma coisa é concluir que uma oferta expressiva colocada em determinado nível do livro, ou que um conjunto de ofertas colocadas nos primeiros níveis, pode consistir em um sinal enganoso para os demais participantes do mercado, apto a gerar uma distorção temporária no spread e, assim, viabilizar a realização de um negócio pequeno do outro lado do livro em condições mais favoráveis ao manipulador. Outra coisa, bem diferente, é dizer que uma oferta pequena, ou mesmo que um conjunto pouco expressivo de ofertas, pode distorcer o preço do outro lado do livro de modo a melhorar as condições de execução de uma ordem substancialmente a maior. Do modo como o filtro de detecção foi parametrizado, todos os exemplos indicados poderiam, potencialmente, estar compreendidos pela amostra selecionada pela Acusação.”

“A questão é que os parâmetros, da forma como estabelecidos para este caso, tiram parte da força probatória da amostra colhida. Por exemplo, (i) quando se aumenta ou se retira o intervalo de permanência da oferta artificial, perde força o argumento de que aquela oferta foi colocada sem a intenção de ser executada; (ii) na medida em que se aumenta o intervalo entre a realização da oferta-alvo e o cancelamento da oferta artificial, fica menos claro que a dita oferta artificial tinha como objetivo alterar o outro livro; (iii) na medida em que o tempo passa – e estamos falando de um mercado em que as vezes se compete por milissegundos – fica mais difícil concluir que uma oferta colocada em um dos lados do livro é idônea para alterar o comportamento do lado oposto, e ainda

---

<sup>6</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)

mais difícil concluir que um eventual movimento do outro lado do livro pode ser creditado àquela oferta que há muito consta do livro; e (iv) quando se retiram os qualificadores da oferta artificial, seja em tamanho da oferta (ou do conjunto de ofertas), seja pela sua localização nos diferentes níveis de preço, menos claro fica a idoneidade daquelas ofertas para alterar o regular funcionamento do mercado. Esses aspectos me parecem especialmente relevantes quando se entende que a configuração da “manipulação de preços”, nos termos da Instrução CVM nº 08/1979, exige a produção de resultado (o falseamento da cotação em razão do artifício).”

18. Ao analisar a relação de estratégias<sup>7</sup>, vemos que há muitas delas nas quais o tempo de cancelamento da oferta artificial após a execução da oferta-alvo foi de alguns minutos (em alguns casos até mesmo dez minutos). Quanto maior a permanência da oferta no livro, menor a probabilidade de ser considerada uma oferta artificial. Por outro lado, quanto menos líquido o ativo, menor é a probabilidade de que uma oferta nele presente seja agredida.

19. Ou seja, parece-me que os parâmetros utilizados nesse caso recomendam redobrado cuidado, a fim de eliminar os efeitos de possíveis “falsos positivos”. Noto que, recentemente, a BSM passou a incorporar um parâmetro adicional nos filtros de detecção para casos mais recentes de *layering* e *spoofing*, desconsiderando as ofertas que foram canceladas após o tempo médio entre dois negócios com o papel no pregão anterior – adotando, assim, um parâmetro variável e calculado por ativo, o que responde a muitas das críticas feitas acima.

20. Pela tabela constante do item 45 do Termo de Acusação, os meses com o menor e o maior número de negócios com DAGB33 foram, respectivamente, novembro de 2015 e março de 2015, com 12.148 e 39.265 negócios. Se uma sessão de negociação tem, aproximadamente, 8 horas (28.800 segundos) e um mês tem cerca de 20 pregões, desconsiderando eventuais negócios concluídos nos leilões de abertura e fechamento, teríamos, nesses meses, um negócio fechado a cada 47,4 segundos e 14,7 segundos, respectivamente.

21. Desse modo, à semelhança dos casos supramencionados, entendo que os critérios que embasaram a Acusação no presente PAS não nos permitem concluir, com a segurança necessária, que **todas** as estratégias destacadas pela operação se enquadram no tipo “manipulação de preço” conforme definido pela Instrução CVM nº 08/1979. A penalidade a ser imposta ao manipulador não deve tomar como referência o valor calculado nos precedentes indicados, mas sim os

---

<sup>7</sup> Doc. SEI nº 0501185.



## 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)

parâmetros fixados nos precedentes que se defrontam com a dificuldade ou mesmo impossibilidade de mensuração precisa do resultado obtido com a manipulação.

22. Tal medida me parece oportuna nos casos em que, se há certeza de que houve manipulação de mercado, não seja possível segregar com precisão as ofertas lícitas das ofertas ilícitas. Se há “falsos positivos” no universo de operações trazido pela Acusação e se não é trivial determinar um critério unívoco e preciso para separar as operações efetivamente manipuladoras, o suposto benefício econômico obtido com a manipulação deve ser desconsiderado.

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

24. Destaco, a seguir, um exemplo de estratégia que, na minha visão, claramente configura a prática do ilícito de manipulação de mercado mediante *layering*.

### ***Exemplo – Estratégia nº 215***

25. As Tabelas de 1 a 3 demonstram exemplo da prática de *layering* executada por Mário Machado, com horários, preços e quantidade de DAGB33 em 20.03.2015.

26. 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.

27. A Tabela 1 demonstra o livro de ofertas de DAGB33 no pregão de 20.03.2015, antes da interferência de Mário Machado, quando o preço da melhor oferta de compra estava em R\$425,56 e o preço da melhor oferta de venda estava em R\$426,43, ou seja, *spread* de R\$0,87.



## 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)

**Tabela 1 - Livro de ofertas de DAGB33 em 20.03.2015, às 14h43min25s944ms, antes da interferência de Mário Machado**

Ofertas de Compra					Ofertas de Venda				
Hora	Corretora	Cliente	Qtde	Preço	Preço	Qtde.	Cliente	Corretora	Hora
14:43:14.632	82	-	1	425,56	426,43	2	-	114	14:43:03.328
14:37:55.112	174	-	2	425,55	426,66	20	-	40	14:41:53.287
14:41:51.952	40	-	1	425,51	426,70	50	Mario	174	14:36:55.965
14:35:00.684	174	-	5	425,3	426,90	40	-	82	14:36:49.914
14:35:59.834	3	-	1	425,11	426,98	88	Mario	174	14:31:06.377
13:41:50.856	734	-	11	425,11	426,99	14	-	3	14:23:12.182
14:31:34.848	174	-	3	425,10	429,90	15	-	227	12:10:51.103
14:33:26.299	174	-	5	425,10	429,95	82	-	174	13:43:52.086
14:30:33.620	3	-	10	425,01	429,96	5	-	3	10:38:43.295
14:28:10.417	174	-	7	425,00	429,99	5	-	174	13:06:35.040
14:21:56.234	227	-	6	424,3	430,59	5	-	174	11:49:48.947
14:21:49.056	227	-	3	424,11	430,90	5	-	174	11:48:11.423
14:12:54.009	3	-	10	424,1	430,95	100	-	3	11:38:08.567
14:21:00.462	174	-	10	424,07	430,98	10	-	174	11:35:14.742
14:20:30.223	227	-	3	424,05	431,65	100	-	3	11:09:55.464
14:02:29.158	174	-	10	424	431,70	5	-	227	11:17:11.570

Fonte: B3

28. A Tabela 2 demonstra a execução da primeira etapa do ciclo de *layering* (criação da camada de ofertas manipuladoras). Entre 14h43min26s857ms e 14h44min21s312ms, Mário Machado inseriu 5 ofertas de venda de DAGB33, preenchendo o livro de ofertas a partir do preço de R\$426,60 a R\$425,50.

29. Às 14h44min25s098ms, quatro segundos depois da última oferta de Mário Machado, a Corretora 40 inseriu uma oferta de venda de 22 BDRs a R\$ 425,50. Um segundo depois, Mário Machado inseriu uma oferta de compra de 23 BDRs a R\$425,50, agredindo sua própria oferta de venda em 1 BDR e a oferta de venda da Corretora 40 em 22 BDRs.

30. Pelo critério de ordem cronológica do registro, a oferta de 1 BDR inserida por Mário Machado tinha prioridade no fechamento do negócio por ter sido inserida antes. Portanto, a quantidade de 23 BDRs da oferta de compra de Mario foi necessária para que fechasse negócio contra sua própria oferta de venda de 1 BDR, o que resultou em uma operação de mesmo comitente e contra o lote de 22 BDRs da Corretora 40.



## 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)

**Tabela 2 - Livro de ofertas de DAGB33 em 20.03.2015, às 14h44min26s109ms, com destaque para as ofertas registradas por Mário Machado**

Ofertas de Compra					Ofertas de Venda				
Hora	Corretora	Cliente	Qtde	Preço	Preço	Qtde	Cliente	Corretora	Hora
14:44:26.109	174	Mario	23	425,50	425,50	1	Mario	174	14:44:21.312
14:31:34.848	174		2	425,10	425,50	22		40	14:44:25.098
14:33:26.299	174		5	425,10	425,80	1	Mario	174	14:44:12.677
14:30:33.620	3		10	425,01	425,90	1	Mario	174	14:44:10.172
13:41:50.856	734		12	425,01	426,00	1	Mario	174	14:43:40.307
14:28:10.417	174		7	425,00	426,60	50	Mario	174	14:43:26.857
14:21:56.234	227		6	424,30	426,90	40		82	14:36:57.914
14:35:59.834	3		1	424,12	426,98	88	Mario	174	14:31:06.377
14:21:49.056	227		3	424,11	426,99	14		3	14:23:12.182

Fonte: B3

31. Em seguida, Mário Machado cancelou, entre 14h44min35s679ms e 14h45min45s152ms, todas as ofertas de venda restantes no livro.

32. O exemplo demonstra que o objetivo de Mário Machado 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.

33. A prática de *layering* demonstrada acima gerou benefício financeiro de R\$20,46, resultado que considerou a diferença de preço do negócio realizado por Mário Machado com a manipulação (R\$425,50) e o preço entre a melhor oferta de compra antes da atuação do Investidor (R\$426,43), multiplicada pela quantidade envolvida no negócio (22 BDRs).

34. O exemplo acima pode também ser visualizado de outra forma, conforme descrito no item 25 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:

- Ocorrência:** indica “Registro” para inserção de oferta e “Negócio” se execução de oferta;
- Compra ou Venda:** conforme a oferta for de “Compra” ou de “Venda”;
- Hora:** momento da ocorrência com precisão de milissegundos;
- Hora Cancelamento:** momento do cancelamento da oferta artificial (*spoofing*);



## 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)

- 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 3 – Ordens realizadas por Mário Machado em 23.05.2015 em relação ao ativo DAGB33 (Estratégia nº 215)**

DAGB33 - 20/03/2015 - Compra - Estratégia 215

Ocorrência	Compra/Venda	Hora do		Preço (R\$)	Quantidade	----- Venda -----		----- Compra -----		Benefício financeiro (R\$)
		Compra	Venda			Participante	Cliente	Participante	Cliente	
Alteração	Venda	14:43:26.857	14:45:45.152	426,60	100	174	371616			
Registro	Venda	14:43:40.307	14:44:39.699	426,00	1	174	371616			
Registro	Venda	14:44:10.172	14:44:38.103	425,90	1	174	371616			
Registro	Venda	14:44:12.677	14:44:35.679	425,80	1	174	371616			
Registro	Compra	14:44:26.109		425,50	22			174	371616	
Negócio	Compra	14:44:26.109		425,50	22	40	-	174	371616	20,46

Fonte: B3.

35. Este exemplo ilustra a prática reiterada e intencional do Acusado, que se utilizou de 3.300 estratégias irregulares, as quais resultaram em 8.982 negócios e geraram benefício de R\$340.582,71 ao longo de 371 pregões.

36. A alegação de irrelevância do volume financeiro negociado pelo Acusado para manipular “qualquer papel” se mostra totalmente improcedente em face da baixa liquidez de DAGB33 e da elevada participação do número de negócios de Mário Machado no total de negócios realizados no ativo – 6.353 negócios dentre um total de 9.532 no período (praticamente 2/3 do total), conforme o item 45 do Termo de Acusação.

37. Quanto menos líquido o ativo, menor é o volume financeiro necessário para manipular os preços, a depender da janela de tempo em que se efetiva o artifício destinado a distorcer as cotações.



## 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)

38. Adicionalmente, a elevada incidência de operações de mesmo comitente revela que o ruído causado pela atuação de Mário Machado no livro de ofertas era relevante.

39. 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.

40. Finalmente, entendo improcedente o argumento de defesa de que o Acusado não sabia que sua conduta era ilícita, tendo sempre atuado desta forma. Trata-se de argumento de erro de proibição, reiteradamente rechaçado por este Colegiado em todos os julgados sobre *layering* até o presente<sup>8</sup>.

41. 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>9</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.

#### IV. CONCLUSÃO

42. Passo, por fim, à fixação da penalidade.

43. Quanto à dosimetria, constitui circunstância agravante a prática reiterada e sistemática da conduta irregular, com elevado número de operações de mesmo comitente, que além de induzir terceiros a comprar e vender o ativo, inseriu distorção relevante nas cotações ao longo do tempo. Em contrapartida, bons antecedentes do Acusado constituem circunstância atenuante, de modo que os efeitos da circunstância agravante e atenuante, no caso, se compensam.

44. Como indiquei anteriormente, há estratégias dentre as apontadas pela Acusação como ilícitas, nas quais o padrão de atuação do Acusado se distanciou do que seria uma manipulação de mercado, especialmente pelo maior tempo de permanência das ofertas indicadas como artificiais. Como já ressaltado, não considero adequada a fixação de um limite objetivo e estanque para este

---

<sup>8</sup> PAS CVM nº 19957.006019/2018-26, Rel. Pres. Marcelo Barbosa, j. em 01.10.2019; PAS CVM nº 19957.000592/2019-15, 19957.005452/2016-82, 19957.007543/2019-03 e 19957.007809/2018-29, Rel. Dir. Gustavo Gonzalez, j. em 02.06.2020.

<sup>9</sup> Cf. PAS CVM nº 19957.006019/2018-26, Rel. Pres. 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)

intervalo de tempo, o que não só levaria a um critério que, invariavelmente, acabaria por ser mais abrangente ou mais restritivo do que o que o tipo da Instrução CVM nº 08/1979 quis abarcar, como, também, poderia permitiria aos destinatários da norma burlá-la a partir de pequenas variações a partir desse limite.

45. Em face da insuficiência de indícios trazidos pela Acusação para além do padrão recorrente de atuação do investidor, afasto a possibilidade de analisar, estratégia por estratégia, quais delas seriam lícitas e quais seriam ilícitas, o que permitiria calcular o benefício auferido usando o critério adotado nos precedentes já citados.

46. Logo, a penalidade a ser aplicada deve tomar como referência os casos de manipulação nos quais não se pode mensurar objetivamente a vantagem econômica obtida<sup>10</sup>.

47. Nesses termos, voto, com base no inciso II do art. 11 da Lei nº 6.385/1976, pela **condenação de Mário Machado Pires** à penalidade de **multa pecuniária no valor de R\$450.000,00 (quatrocentos e cinquenta mil reais)** pelo descumprimento ao item II, letra “b”, da Instrução CVM nº 08/1979 e vedado pelo item I desta mesma Instrução.

48. 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 129/2018/CVM/SGE<sup>11</sup>.

É como voto.

São Paulo, 27 de outubro de 2020.

**Gustavo Machado Gonzalez**

Diretor Relator

---

<sup>10</sup> Os seguintes precedentes envolveram a aplicação de multas pecuniárias sem que fosse possível identificar objetivamente a vantagem econômica obtida pela prática de ilícitos da Instrução CVM nº 08/1979: PAS CVM nº SP2001/0236, Rel. Dir. Eli Loria, j. em 19.07.2004; PAS CVM nº SP2003/0445, Rel. Dir. Wladimir Castelo Branco Castro, j. em 21.03.2005; PAS CVM nº 12/2004, Rel. Dir. Alesandro Broedel Lopes, j. em 11.05.2010. PAS CVM nº SP2010/178, Rel. Dir. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. em 25.03.2014; PAS CVM nº 02/2014, Rel. Dir. Carlos Alberto Rebello Sobrinho, j. em 17.12.2019.

<sup>11</sup> Doc. SEI nº 0552608.