



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 SEI Nº 19957.008751/2019-11

Reg. Col. nº 1872/20

Acusado: Diogo Nunes Zelkovicz de Carvalho

Assunto: Apurar prática de manipulação de preços no mercado de valores mobiliários por meio de operações de mesmo comitente (OMC), em infração ao item I c/c item II, letra “b”, da Instrução CVM nº 8/1979.

Relator: Presidente Marcelo Barbosa

VOTO

1. Trata-se de Processo Administrativo Sancionador instaurado pela SMI¹, em face de Diogo Carvalho, para apurar suposta prática de manipulação de preços no mercado de valores mobiliários por meio de operações de mesmo comitente (OMC), em infração ao item I c/c item II, letra “b”, da Instrução CVM nº 8/1979, no período compreendido entre 17.05.2016 e 30.04.2018.

2. Conforme descrito no relatório, as investigações da SMI tiveram origem no Processo Administrativo Ordinário nº 18/2017, decorrente de acusação formulada pela BSM, e instaurado em razão da necessidade de apuração de falha na supervisão de operações em relação a Modal DTVM e por R.N.P, o que teria permitido a realização de OMC pelo Acusado.

I. Descrição da conduta apurada

3. De acordo com a Acusação, a estratégia de Diogo Carvalho consistia na realização de OMC com o propósito de criar pressão compradora ou vendedora no livro de ofertas do ativo e, com isso, atrair contrapartes para a execução do saldo remanescente da oferta registrada inicialmente.

¹ Os termos iniciados em letras maiúsculas e que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes é atribuído no Relatório.



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

4. A estratégia do Acusado teria sido repetida 2.843 (duas mil oitocentas e quarenta e três) vezes, com 79 (setenta e nove) ativos diferentes, tendo gerado 5.591 (cinco mil quinhentas e noventa e uma) OMCs, cujo benefício financeiro, segundo a Acusação, teria sido de R\$ 400.934,00 (quatrocentos mil e novecentos e trinta e quatro reais).

5. De acordo com a Acusação, a estratégia do Acusado, cujo objetivo era o de simular liquidez no patamar de preço que lhe fosse conveniente para a abertura ou encerramento de posições, se desenvolvia de acordo com o seguinte ciclo:

- (i) posicionamento de oferta inicial em um dos lados do livro (“Oferta Agredida”); e
- (ii) registro de, pelo menos, uma oferta no lado oposto do livro, de tamanho menor que o da oferta registrada inicialmente para gerar OMC, atraindo contrapartes para o saldo remanescente da oferta (“Oferta Agressora”).

6. Para caracterizar o efeito das OMCs em relação à atração de outros investidores para execução da oferta inicial, foram considerados os negócios realizados por outros investidores contra o saldo remanescente da oferta inicial do Acusado, que ocorreram após a OMC, em intervalo de tempo inferior ao tempo médio entre operações realizadas nos últimos três pregões do ativo (“Benchmark”).

7. O benefício financeiro auferido com a estratégia de OMC foi identificado pela Acusação por meio do cálculo do diferencial de *spread* relativo à diferença de preço entre a melhor oferta de venda e a melhor oferta de compra, identificadas no livro de ofertas da ação no momento anterior ao do negócio realizado contra o mercado após a realização da OMC.

8. Diante disso, a SMI identificou indícios suficientes para responsabilizar Diogo Carvalho pela prática de manipulação de preço de diversos ativos, uma vez que estariam presentes todos os elementos do tipo previsto na letra “b” do inciso II da Instrução CVM nº 8/1979².

II. OPERAÇÕES DE MESMO COMITENTE

9. Em 22.05.2012, o Colegiado da CVM entendeu, ao responder à consulta formulada pela então BM&FBovespa, pela possibilidade de realização de operações de mesmo comitente³. Até então, a realização de tais operações era impedida por procedimentos de

² “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.”

³ Decisão do Colegiado de 22.05.2012, Processo SP2009/0204.



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

cancelamento no segmento Bovespa, e por trava que impedia a especificação do mesmo comitente no segmento BM&F.

10. Para dar suporte a essa modificação no tratamento das OMCs, a BSM desenvolveu uma metodologia que permite distinguir as operações sistemáticas e intencionais daquelas aleatórias e não intencionais, fazendo uso de filtros estatísticos que permitem a classificação dos investidores e dos instrumentos por número de negócios e volume financeiro⁴.

11. Assim, em essência, os filtros estabelecidos pela BSM buscam identificar OMCs intencionais que tenham sido realizadas para criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço ou que tenham sido realizadas com o intuito de manipulação de preços.

12. Partindo desses filtros estatísticos previamente estabelecidos, caberá ao julgador avaliar se a conduta do Acusado se subsume à hipótese prevista nos tipos administrativos em questão.

13. Nesse sentido, vale citar que em alguns precedentes deste Colegiado, a realização de OMC foi capitulada no inciso I c/c item II, “a”, da Instrução CVM nº 8/1979 – criação de condições artificiais de demanda, oferta e preço⁵, e em outros, no tipo administrativo de manipulação de preços⁶.

14. No âmbito do PAS CVM RJ 2015/12130 e do PAS CVM SEI 19957.001361/2017-02, relatados pelo Diretor Gustavo Borba⁷, o acusado foi condenado por manipulação de preços, em razão da prática de OMC, sob o argumento de que por meio da negociação de papéis de baixa liquidez, diretamente com sua mãe, atraía investidores para negociar ações ao preço que lhe fosse favorável, obtendo lucro e encerrando suas posições no ativo que negociava:

“Como os papéis possuíam baixa liquidez, normalmente não havia outra oferta no leilão e o negócio direto entre Marcus e sua mãe era fechado, causando uma

⁴ “O processo de acompanhamento e análise das OMC será feito com base nas coletas de evidências que diferenciam operações de natureza não sistemática e não intencional (decorrentes das estruturas de mercado) daquelas de natureza sistemática e intencional e que criam condições artificiais de mercado (nos termos da ICVM 8/79, inciso II, alínea “a”). (Ofício Circular da B3 n 033/2012-DP, de 15.06.2012).

⁵ PAS SP2014/230, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 29.05.2018; e PAS CVM 26/2000, Relator do voto vencedor Eli Loria, j. em 12.12.2002. Neste último caso a condenação ocorreu por criação de condições artificiais de demanda e por manipulação de preços.

⁶ PAS CVM RJ 2015/12130, Dir. Rel. Gustavo Borba, j. em 14.08.2018 e PAS CVM SEI 19957.001361/2017-02, Dir. Rel. Gustavo Borba, j. em 14.08.2018.

⁷ Processos administrativos sancionadores conexos e originários de condutas semelhantes realizadas pelo acusado em diferentes períodos, ambos julgados conjuntamente.



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

grande oscilação na cotação do ativo. Essa oscilação criava a impressão aos demais investidores de que “algo estava ocorrendo” com aquela ação e os induzia a negociar com esse ativo. Nesse momento, com outros investidores interessados em negociar ao preço que era interessante para Marcus, ele aproveitava para encerrar as posições abertas que possuía no ativo.”

15. De outra parte, no PAS CVM SP2014/230, relatado pelo Diretor Henrique Machado, os acusados foram condenados por criação de condições artificiais de preço, oferta e demanda, pela realização de OMC, em infração ao item I da Instrução CVM nº 08/1979 e descrita em seu item II, alínea “a”. Nesse caso, os acusados foram condenados em razão das oscilações de preço provocadas intencionalmente, em razão da prática reiterada de OMC.

16. Os casos acima têm em comum, como elemento fático, a baixa liquidez dos ativos negociados.

17. Já no caso sob apreço, o Acusado utilizou-se das OMCs para atrair contrapartes para a sua oferta inicial, em relação a um conjunto bastante elevado de ativos e em período prolongado de tempo, em prática que se pode dizer assemelhada ao *Layering*, no que tange à colocação de ofertas em camadas, distinguindo-se, contudo, de tal estratégia, na medida em que tais ofertas eram executadas com a realização de OMC⁸.

III. Autoria do delito

18. Inicialmente, destaco que apesar de o Acusado alegar que não atuou com a intenção de manipular preços, reconhece ter realizado as operações supostamente irregulares objeto deste processo. Inexiste, portanto, controvérsia quanto à autoria das operações examinadas no presente processo.

IV. Materialidade do ilícito

19. 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

⁸ Quando se trata de Layering, as ofertas não são executadas, cf. PAS CVM SEI n° 19957.006019/2018-26, Rel. Presidente Marcelo Barbosa, j. em 01.10.2019 e PAS CVM SEI n° 19957.007809/2018-29, Dir. Rel. 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

a finalidade de “*elevantar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário*”, induzindo terceiros à sua compra ou venda.

20. No caso concreto, a conduta do Acusado parece se encaixar no tipo administrativo de manipulação de preços. Isso porque, ao se utilizar da OMC de forma sistemática e reiterada, com o objetivo de atrair contrapartes para executar uma oferta cujo preço do ativo é alterado em razão das cotações produzidas por meio das OMCs realizadas, cria-se uma liquidez aparente, induzindo terceiros a erro.

21. Estes elementos caracterizadores do ilícito de manipulação de preços, estão, em grande medida, indicados nos §§38 e 39 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.

22. A defesa contesta a tese acusatória de que as OMCs foram realizadas com o objetivo de atrair contrapartes para executar o restante da oferta inserida no outro lado do livro de negociação, denominadas pela Acusação de “negócios isca”.

23. Aduz que a estratégia utilizada pelo Acusado consistia na compra e venda de determinado ativo, em um mesmo pregão e em curto período de tempo, para obter ganho com a variação de preço, sem que isso significasse a utilização de qualquer estratégia para manipular preços. Nessa linha, sustenta que o Acusado se utilizava de estratégia denominada *scalping trading*⁹.

24. Sustenta, ademais, a defesa, que os baixos valores diariamente negociados pelo Acusado não seriam capazes de gerar uma demanda artificial pelos papéis que negociava, o que só seria “*possível de ser feito por gigantes do Mercado de Capitais*”.

25. Em que pesem as razões da defesa, a tese não merece acolhida.

26. Com efeito, o anexo I do Termo de Acusação¹⁰ apresenta a relação das milhares de estratégias identificadas pela Acusação, no que tange às operações consideradas irregulares

⁹ “Um exemplo de estratégia passiva que demanda grande velocidade na tomada de decisão e execução de ofertas é a técnica chamada *spread scalping*. Coloca-se uma oferta de compra limitada imediatamente acima da melhor oferta de compra. Se a oferta é executada, imediatamente é colocada uma oferta de venda limitada abaixo da melhor oferta de venda. Se esta venda vier a ser executada, o investidor embolsa o lucro com base na diferença entre os preços de compra e de venda, deduzidos os custos de negociação.” (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).

¹⁰ Doc. SEI 0840530.



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

praticadas pelo Acusado, no período entre 17.05.2016 e 30.04.2018, indicando que o Acusado se utilizava de um padrão de atuação que consistia na inserção de pequenas ordens, denominadas pela Acusação de “negócios isca”, para atrair investidores a negociarem no patamar de preço da oferta inicial lançada por ele.

27. A Acusação, por meio de diversas tabelas, demonstra a conduta adotada pelo Acusado, em moldes semelhantes aos exemplos de OMC fornecidos no Termo de Acusação, notadamente quanto: (i) ao posicionamento de oferta inicial em um dos lados do livro; (ii) o registro de, pelo menos, uma oferta no lado oposto do livro, de tamanho menor que o da oferta registrada inicialmente para gerar OMC, atraindo contrapartes para o saldo remanescente da oferta; (iii) a reação dos demais investidores às ofertas por ele inseridas em intervalo de tempo médio inferior ao Benchmark; e (iv) o saldo da oferta agredida.

28. Para efeito de ilustrar o ciclo de atuação do Acusado e o seu resultado, conforme descrição acima, trago à colação exemplo de estratégia de OMC realizada por Diogo Carvalho com ativos da JHSF3, extraído do Anexo I ao Termo de Acusação:

JHSF3 - 16/09/2016 - Venda

Ofertas de Compra					Negócio		Oferta de Venda					Benchmark	Saldo da Oferta Agredida
Hora I	Participante I	Oferta I	Preço I	Quantidade I	Número	Preço II	Hora II	Participante II	Oferta II	Preço III	Quantidade II		
							14:49:10.861	1982	Diogo	█	█	0:00:17.508	█
14:51:58.990	1982	Diogo	█	█	9.860	█							█
14:52:04.317	1982	Diogo	█	█	9.870	█							█
14:52:09.097	1982	Diogo	█	█	9.880	█							█
14:52:09.663	88		█	█	9.890	█							█

29. Acolho a tese acusatória de que o Acusado fez da inserção de ordens em pequeno volume de OMC o meio utilizado para criar uma falsa impressão de oferta e demanda por determinado ativo, em um determinado patamar de preço, que lhe era conveniente.

30. Conforme apontado pela Acusação, as Ofertas Agredidas eram, em média, 100 vezes maiores que as Ofertas Agressoras que geraram as OMCs. Em contrapartida, 93% das Ofertas Agressoras apresentaram lotes mínimos de 100 ações.

31. O argumento trazido pela defesa, de que os volumes negociados pelo Acusado não seriam capazes de influenciar os preços, tampouco merece prosperar. Creio que o elemento trazido pela Acusação, quanto ao tempo médio inferior ao Benchmark, decorrido entre a



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

colocação da Oferta Agressora e a reação dos investidores, não deixa dúvidas quanto à influência da OMC no comportamento dos demais investidores e a sua indução a erro.

32. Entendo, portanto, que as Ofertas Agressoras inseridas pelo Acusado foram capazes de induzir terceiros a negociar ativos com base em preços artificialmente criados pela OMC o que, na minha visão, afasta o argumento da defesa de que “*os baixos valores diariamente negociados pelo Acusado não seriam capazes de gerar uma demanda artificial pelos papéis que negociava*”.

33. Ou seja, o artifício utilizado pelo Acusado produziu os resultados esperados. E isso é relevante porque, conforme entendimento refletido em precedentes desta CVM e em doutrina, 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 necessidade de se comprovar que as cotações eram artificiais quanto o nexo de causalidade entre o artifício e o resultado pretendido¹¹.

34. Quanto à intenção ilícita do Acusado (dolo), entendo que ela emerge da realização sistemática e reiterada de OMC, com o objetivo de atrair contrapartes para executar o negócio em condições mais vantajosas do que aquelas inicialmente possíveis.

35. Noto, ademais, que a Modal DTVM, por provocação da BSM, questionou Diogo Carvalho em outubro de 2016 sobre a realização deste tipo de transação¹² e, em 20.03.2018, esse participante encerrou o contrato com o Acusado, “*em razão da reincidência da prática*”¹³. Ou seja, mesmo depois desses eventos, que alertaram o Acusado sobre as irregularidades praticadas, a conduta delituosa não só não cessou como, conforme apontado

¹¹ 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.

¹² Doc. SEI 08420528, §§ 21 e 22 e Doc. SEI 0840534.

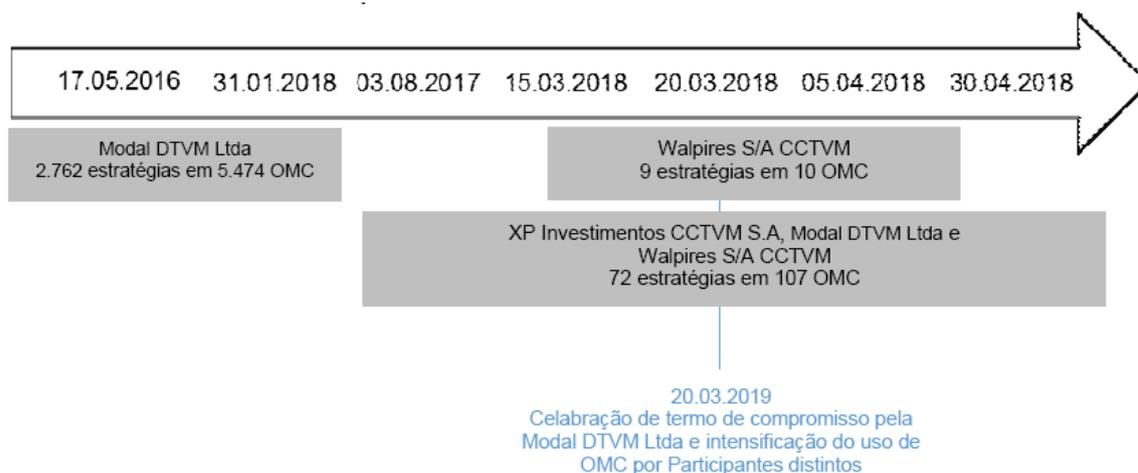
¹³ Termo de Acusação, § 45 (Doc. SEI 0841517).



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

pela Acusação, foi intensificada por meio da utilização de intermediários distintos, o que mais uma vez indica a consciência do Acusado quanto à ilicitude do procedimento que adotava¹⁴.



36. Como se vê, a recorrência de sua atuação por longo período, o questionamento pela Modal DTVM quanto à sua atuação e o posterior encerramento do contrato por esse participante, conduzem ao entendimento de que o Acusado agiu de forma consciente e com propósito claro.

37. Por todo o exposto, entendo que todos os elementos do tipo de manipulação de preços estão presentes no caso concreto, uma vez que o Acusado realizou OMC de forma sistemática e reiterada, que impactaram a cotação dos ativos com o objetivo de atrair, e tendo efetivamente atraído, contrapartes para o saldo remanescente de sua oferta inicial, em condições mais vantajosas para o acusado do que aquelas inicialmente existentes.

V. Efeitos no cálculo do benefício financeiro auferido

38. A Acusação identificou que a estratégia do Acusado teria sido repetida 2.843 (duas mil oitocentas e quarenta e três) vezes, com 79 (setenta e nove) ativos diferentes, tendo gerado 5.591 (cinco mil quinhentas e noventa e uma) OMCs, em negócios realizados entre 17.05.2016 e 30.04.2018.

39. Com base nessas 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, multiplicada pela quantidade de ativos

¹⁴ Doc. SEI 0840533.



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

envolvidos no negócio. A tabela abaixo representa o resultado desta operação matemática nas milhares de estratégias apontadas pela SMI.

OMC realizadas por Diogo identificadas no período de 17.05.2016 a 30.04.2018

Papel	OMC com a estratégia	Qtd estratégia	Benefício Financeiro (R\$)
FNOR11	3	2	193.800,00
OIBR4	903	518	42.822,00
BBRK3	275	128	21.398,00
PDGR3	587	281	16.680,00
BBTG12	281	85	13.199,00
OGSA3	349	172	11.056,00
PMAM3	255	109	8.826,00
USIM5	316	232	7.468,00
JHSF3	356	124	6.040,00
BMIN4	45	27	5.300,00
HBOR3	258	134	5.049,00
DMMO3	147	47	4.651,00
CCXC3	130	58	4.576,00
GOAU4	108	94	4.366,00
ETER3	133	34	3.143,00
LUPA3	77	39	3.074,00
RNEW4	111	48	2.978,00
RCSL4	52	34	2.567,00
BPHA3	52	24	2.526,00
POMO4	199	106	2.002,00
TCNO4	31	22	2.000,00
ATOM3	31	16	1.981,00
RNEW11	51	31	1.852,00
RSID3	41	28	1.690,00
VIVR3	59	19	1.659,00
UCAS3	69	25	1.657,00
CMIG2	56	40	1.625,00
BOBR4	48	24	1.596,00
CARD3	39	26	1.586,00
GFA1	4	4	1.555,00
CTKA4	13	11	1.523,00
HBOR1	13	10	1.445,00
MMXM3	11	9	1.402,00
BPAN4	27	13	1.302,00
BPHA11	13	9	1.282,00
TPIS3	26	20	1.208,00
TELB4	8	7	1.130,00
RNEW12	39	25	1.011,00



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

Papel	OMC com a estratégia	Qtd estratégia	Benefício Financeiro (R\$)
TELB2	6	5	846,00
OGXP3	37	17	803,00
FSRF11	22	9	760,00
FJTA4	15	13	678,00
PFRM1	2	2	671,00
POSI3	37	13	603,00
MGEL4	8	7	576,00
VULC3	16	11	519,00
ADHM3	8	7	513,00
TIET4	9	4	499,00
TRPN3	12	10	485,00
OIBR3	10	9	454,00
GOLL4	19	13	395,00
ESTR4	17	7	351,00
MMXM11	11	4	339,00
PPLA11	10	6	338,00
VTLM3	4	4	337,00
CSNA3	14	13	284,00
BEES3	7	2	244,00
JBDU4	7	5	242,00
BIOM3	1	1	230,00
JBSS3	11	11	210,00
MTSA4	3	3	184,00
TOYB4	3	3	176,00
FSTU11	1	1	160,00
ENEV1	35	2	154,00
JFEN3	1	1	153,00
FHER3	1	1	118,00
SHUL4	6	2	116,00
PTNT4	3	3	86,00
PRML3	1	1	77,00
PTBL3	12	3	66,00
MRFG3	5	4	64,00
IGBR3	1	1	54,00
RLOG3	5	1	50,00
CMIG1	8	2	25,00
SAPR4	2	2	20,00
MILS3	1	1	10,00
EUCA4	1	1	10,00
MEAL3	1	1	5,00
CMIG4	2	2	4,00
Total	5.591	2.843	400.934,00

Fonte: Doc. SEI 0840529



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

40. 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 seguinte¹⁵:

“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”

41. Nesse diapasão, pode-se dizer que a conduta do Acusado se assemelha à prática de *Layering*, notadamente no que tange à inserção de ofertas em camadas, que geraram a OMC. A diferença, porém, que pode ser apontada, é que no *Layering* as ofertas são canceladas e não geram negócios¹⁶.

42. Portanto, entendo que a fórmula utilizada pela SMI para calcular o benefício auferido pelo Acusado está correta pois segue o entendimento do Colegiado da CVM firmado no PAS CVM nº RJ 2016-7192 e no PAS CVM nº SEI 19957.006019/2018-26.

43. Além disso, o Acusado não trouxe nenhum elemento probatório capaz de desqualificar o cálculo feito pela SMI, limitando-se a discordar, de forma genérica, do valor do benefício financeiro apresentado pela Acusação, tendo trazido aos autos, como elemento probatório, notas de corretagem e extratos de contas da Modal DTVM, os quais evidenciam, na minha visão, o quanto o Acusado era atuante no mercado de capitais, no período em que foi apontada a sua prática ilícita.

44. Diante disso, entendo que o benefício auferido pelo Acusado foi, em valores da época, de R\$ 400.934,00 (quatrocentos mil e novecentos e trinta e quatro reais).

¹⁵ Em processo de minha relatoria, PAS CVM Nº SEI 19957.006019/2018-26. j. em 01.10.2019, também levei em consideração essa forma de cálculo para o efeito da imposição da pena de multa.

¹⁶ “Cria-se uma liquidez aparente com o envio de ordens sem a intenção de executá-las” (PAS CVM Nº SEI 19957.006019/2018-26. Rel. Presidente 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

VI. Dosimetria da pena

45. No que diz respeito à dosimetria da penalidade a ser aplicada ao Acusado, entendo que devem ser levadas em consideração, como agravantes, a continuidade da prática delitativa, mesmo após o Acusado ter tido o seu contrato com a Modal DTVM rescindido, assim como a prática sistemática da conduta irregular. Por outro lado, os bons antecedentes do Acusado são circunstâncias atenuantes para a fixação da pena.

46. Diante disso, com fundamento no art. 11 da Lei nº 6.385/1976, com redação anterior à entrada em vigor da Lei nº 13.506/2017, voto pela condenação de Diogo Carvalho à penalidade de **multa pecuniária** no valor de **R\$ 801.868,00** (oitocentos e um mil e oitocentos e sessenta e oito reais), equivalente a duas vezes o valor da vantagem econômica obtida, 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 hoje¹⁷, conforme anexo a este voto¹⁸

47. Como os fatos analisados neste processo apresentam indícios de crimes de ação penal pública, proponho, ainda, a comunicação do resultado deste julgamento ao Ministério Público Federal do Estado do Rio de Janeiro, em complemento ao Ofício nº 314/2019/CVM/SGE, de 22.11.2019¹⁹, nos termos do art. 9º da Lei Complementar nº 105/2001 e do art. 12 da Lei nº 6.385/1976.

É como voto.

Rio de Janeiro, 17 de novembro de 2020

Marcelo Barbosa

Presidente Relator

¹⁷ Em linha com o PAS CVM nº RJ 2016-7192, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 13.03.2018, PAS CVM SEI 19957.001316/2017-02, Dir. Rel. Gustavo Borba, j. em 14.08.2018.

¹⁸ 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>.

¹⁹ Doc. SEI 0904591.



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

Anexo

Atualização dos valores referentes à vantagem econômica

Período	Benefício Auferido (R\$)	Data da última operação irregular	Período para atualização	Correção IPCA	Valor da vantagem indevida atualizado (R\$)	Valor da Multa (R\$)
17.05.2016 a 30.04.2018	400.934,00	27.04.2018	abr/2018 a out/2020	1,34	538.557,00	1.077.114,00

Fonte: <https://www3.bcb.gov.br/CALCIDADA0/publico/exibirFormCorrecaoValores.do?method=exibirFormCorrecaoValores>