



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
www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.005801/2019-17

Reg. Col. 1768/20

Acusado: Carlos Ozawa Junior

Assunto: Apurar responsabilidade por violação ao item I c/c item II, alínea “b”, da Instrução CVM nº 08/1979, por suposta manipulação de preços por meio da utilização de ofertas artificiais de negociação, nas modalidades de operações de mesmo comitente (OMC) intencionais e *spoofing*.

Diretor Relator: Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo

VOTO

I. INTRODUÇÃO

1. Trata-se de PAS¹ instaurado pela SMI em face do Acusado, por alegada infração ao item I c/c item II, alínea “b”, da então vigente ICVM nº 08/1979, em razão de manipulação de preços de diferentes ativos, **(i)** no período compreendido entre 18.01.2016 e 28.11.2016, por meio de **operações de mesmo comitente intencional**, consistente na inserção de ofertas artificiais de opções de ações, com o objetivo de criar pressão compradora ou vendedora e, com isso, atrair contrapartes para negociações de outras ofertas dos Acusados; **(ii)** no período compreendido entre 15.01.2016 e 28.11.2017, por meio da prática de *spoofing*, consistente na inserção de ordens artificiais de compra ou de venda com lotes expressivos de ações, com o objetivo de simular pressão compradora ou vendedora e, com isso, atrair contrapartes para execução de ofertas de Carlos Ozawa Junior posicionadas no lado oposto do livro no preço pretendido.

2. Conforme descrito no Relatório, as investigações da SMI tiveram origem em comunicação enviada pela BSM à CVM, apontando a existência de indícios de OMCs intencionais

¹ Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto que não estiverem nele definidos têm o significado que lhes foi atribuído no relatório que o antecede (“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

www.cvm.gov.br

e *spoofing* em operações realizadas por Carlos Ozawa.

3. Sem matérias preliminares a serem enfrentadas, passo à análise de autoria e materialidade da infração.

II. AUTORIA E MATERIALIDADE

4. Em observância ao princípio da eficiência da Administração Pública e de modo a não tornar este voto desnecessariamente repetitivo, me reporto às considerações teóricas acerca do tema ora em análise já expostas no julgamento dos PAS CVM nºs 19957.009452/2018-13 e 19957.010831/2019-37, ambos de minha relatoria.

5. A manipulação de preços apontada pela Acusação neste processo pode ser descrita da seguinte maneira:

- a) **Criação de falsa liquidez**: Visando influenciar investidores a incluir ou melhorar suas ofertas, induzindo pressão compradora ou vendedora, alterando o *spread* do livro, por meio de:
 - i. Se **OMC**: Inserção de ofertas artificiais com ordens de compra e venda, que são fechadas intencionalmente entre mesmos comitentes, em montante inferior ao da oferta expressiva, atraindo investidores para a execução de outras operações;
 - ii. Se *spoofing*: Registro de oferta de quantidade expressiva.
- b) **Reação de investidores**: Investidores reagem ao registro da(s) oferta(s) artificial(is).
- c) **Posicionamento e execução de oferta-alvo**: registro de oferta no lado oposto (antes de forma concomitante ao passo (a)) com consequente execução de negócios contra as ofertas dos investidores que reagiram ao registro da oferta artificial (*spoofing*); ou registro de oferta agressora no lado oposto do livro, de tamanho menor que o da oferta expressiva, gerando OMC, para gerar atração de contrapartes para a execução de outras ofertas dos Acusados.
- d) **Cancelamento**: nas práticas de *spoofing* após a realização dos negócios, a(s) oferta(s) artificial(is) é(são) cancelada(s). Nas OMCs, o saldo remanescente da oferta expressiva era executado por ofertas de outros investidores.



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
www.cvm.gov.br

6. Para que seja configurada a aludida prática vedada, deve-se analisar se o conjunto de provas e indícios juntados aos autos evidenciam a cronologia da criação de falsa liquidez descrita acima, de modo a restarem preenchidos os elementos normativos do ilícito em questão, quais sejam: **(i)** utilização de um artifício, mediante inserção de ofertas artificiais nos livros; **(ii)** promoção de cotações artificiais através de criação de camadas artificiais que exercem pressão compradora ou vendedora; **(iii)** indução de terceiros a negociar os ativos cujas cotações foram afetadas, com base em ordens artificiais colocadas nos livros de ofertas; e **(iv)** conduta dolosa de causar a simulação de pressão compradora ou vendedora em ativos para viabilizar o negócio pretendido com preço distinto daquele originalmente existente no mercado.

7. No presente PAS, a autoria da alegada infração é incontroversa (eis que não foi objeto de impugnação pelo Acusado) e a comprovação da materialidade do ilícito passa pela demonstração de que as estratégias descritas pela Acusação (OMC e *spoofing*) configuram manipulação de preços, conforme descrito na alínea “b” do item II da ICVM nº 08/1979, e que a manipulação de preços de fato ocorreu, isto é, se restou comprovado que as estratégias, nos contornos descritos pela SMI, preencheram os requisitos para a configuração do tipo no caso concreto.

8. De modo objetivo, antecipo minha posição no sentido de que assiste razão à SMI com relação à imputação formulada de manipulação de preços por meio da utilização de ofertas artificiais de formulada. A Acusação reuniu farto conjunto probatório que confirma o acerto quanto a tal capitulação.

9. Em sua defesa, Carlos Ozawa sustentou que não seria possível à Acusação “*conhecer do que se passa na cabeça do acusado*” e que suas ofertas foram “*inseridas no sistema para que todos possam fechar (sic) as suas operações contra elas*”, de modo que não teria se utilizado de nenhum artifício. No entanto, o Acusado não logrou êxito em desconstruir a tese acusatória.

10. Com efeito, a inserção concomitante de ordens de compra e de venda de um mesmo ativo por um investidor ou o cancelamento de ordens após a realização de um negócio não configuram, por si só, a prática de manipulação de preços.

11. Pelas provas acostadas aos autos, verifica-se que Carlos Ozawa inseriu, de forma reiterada e sistemática, dezenas de ofertas de compra ou venda em pouquíssimos segundos, mesmo



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
www.cvm.gov.br

sem ter ofertas cobertas de venda ou compra por outros participantes, e, assim, (i) no caso do período em que adotada a estratégia via OMC intencionais, as ofertas artificiais agrediam parcialmente o saldo da oferta expressiva registrada anteriormente por ele, e (ii) no período referente à prática de *spoofing*, as ofertas manipuladoras eram sistematicamente canceladas logo após a realização dos negócios, o que indica sua intenção de criar situação artificial no livro de ofertas e executar negócio do outro lado do livro em preço distinto do qual o mercado estava negociando inicialmente os ativos.

12. De modo a exemplificar a estratégia de *spoofing* praticada pelo Acusado, destaco abaixo as tabelas representativas do livro de ofertas de GOLL4, referente ao pregão de 19.10.2016, extraídas do Termo de Acusação:

Tabela 1 – Livro de ofertas de GOLL4 em 19.10.2016 às 10h22min19s231ms com destaque para a oferta de compra inserida por Carlos.

Ofertas de Compra					Ofertas de Venda				
Hora	Participante	Cliente	Qtde.	Preço (R\$)	Preço (R\$)	Qtde.	Cliente	Participante	Hora
10:19:51.330	10		6.200	7,39	7,40	800		40	10:22:08.232
10:21:00.018	13		200	7,39	7,41	2.100		21	10:19:02.355
10:22:19.231	72	Carlos	50.000	7,39	7,41	500		735	10:22:00.750
10:19:41.581	8		2.000	7,38	7,41	1.000		3	10:22:08.233
10:21:19.098	3		700	7,38	7,42	2.000		8	10:06:57.168

Fonte: BM&FBOVESPA

13. A Tabela 1 acima demonstra que Carlos Ozawa registrou oferta de compra no total de 50.000 ações de GOLL4, ao preço de R\$ 7,39 (às 10h22min19s23ms). Essa oferta foi registrada no melhor nível de preço, porém considerando a ordem cronológica de seu registro, de acordo com os critérios da BM&FBovespa, ficou a 6.400 ações da prioridade de execução.

14. Passados 6 segundos (às 10h22min25s077ms e 10h22min25s605ms), verificando que sua oferta de compra permanecia na mesma ordem cronológica de seu registro, Carlos Ozawa registrou 2 ofertas de venda no total de 100.000 ações ao preço de R\$ 7,40, ou seja, no melhor nível de preço:



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
www.cvm.gov.br

Tabela 2 – Livro de ofertas de GOLL4 em 19.10.2016 às 10h22min25s605ms com destaque para as ofertas de venda inseridas por Carlos.

Ofertas de Compra					Ofertas de Venda				
Hora	Participante	Cliente	Qtde.	Preço (R\$)	Preço (R\$)	Qtde.	Cliente	Participante	Hora
10:19:51.330	10		6.100	7,39	7,40	100	Carlos	72	10:22:23.445
10:21:00.018	13		200	7,39	7,40	50.000	Carlos	72	10:22:25.077
10:22:19.231	72	Carlos	50.000	7,39	7,40	50.000	Carlos	72	10:22:25.605
10:19:41.581	8		2.000	7,38	7,41	2.100		21	10:19:02.355
10:21:19.098	3		700	7,38	7,41	500		735	10:22:00.750

Fonte: BM&FBOVESPA

15. A pressão vendedora do Acusado, exercida por meio do registro das ofertas de venda no total de 100.000 ações de GOLL4, fez com que outro participante registrasse oferta de venda com melhor preço, favorecendo a execução da oferta de compra de 50.000 ações de Carlos Ozawa:

Tabela 3 – Livro de ofertas de GOLL4 em 19.10.2016 às 10h22min28s242ms com destaque para as ofertas de venda inseridas pelo Participante 8.

Ofertas de Compra					Negócios N°	Ofertas de Venda				
Hora	Participante	Cliente	Qtde.	Preço (R\$)		Preço (R\$)	Qtde.	Cliente	Participante	Hora
10:22:19.231	72	Carlos	50.000	7,39	1.610	7,39	2.800	8	10:22:28.242	
					1.620	7,39	56.300	8	10:22:28.242	
10:19:41.581	8		2.000	7,38		7,40	100	Carlos	72	10:22:23.445
10:21:19.098	3		700	7,38		7,40	50.000	Carlos	72	10:22:25.077
10:21:52.309	85		100	7,38		7,40	50.000	Carlos	72	10:22:25.605
10:17:06.663	40		100	7,38		7,41	2.100		21	10:19:02.355

Fonte: BM&FBOVESPA

16. A Tabela 3, por sua vez, demonstra que, passados 3 segundos das ofertas de venda no total de 100.000 ações terem sido registradas, a oferta de compra de Carlos Ozawa de 50.000 ações foi executada (negócios n^{os} 1.610 e 1.620) integralmente contra o mercado (Participante 8), conforme destacado em cinza. Após a realização dos negócios de compra mencionados na Tabela 3, o Acusado realizou mais 2 negócios de compra no total de 4.000 ações contra o Participante 8 (negócios n^{os} 1.650 e 1.660) e 3 segundos depois (às 10h22min33s019ms e 10h22min33s222ms) cancelou as ofertas de venda que exerciam pressão vendedora no livro de ofertas de GOLL4, no total de 100.000 ações:



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

www.cvm.gov.br

GOLL4 - 19/10/2016 - Compra - Estratégia 866											
Ocorrência	Compra/Venda	Hora do		Preço (R\$)	Quantidade	Quantidade cancelada	--- Venda ---		--- Compra ---		Benefício financeiro (R\$)
		cancelamento	Preço (R\$)				Corretora	Cliente	Corretora	Cliente	
Registro	Compra	10:22:19.231		7,39	50.000				72	390525	
Registro	Venda	10:22:23.445	10:22:34.121	7,40	100	100	72	390525			
Registro	Venda	10:22:25.077	10:22:33.019	7,40	50.000	50.000	72	390525			
Registro	Venda	10:22:25.605	10:22:33.222	7,40	50.000	50.000	72	390525			
Registro	Venda	10:22:28.242		7,39	2.800		8	-			
Registro	Venda	10:22:28.242		7,39	56.300		8	-			
Negócio	Compra	10:22:28.242		7,39	2.800		8	-	72	390525	56,00
Negócio	Compra	10:22:28.242		7,39	47.200		8	-	72	390525	944,00
Registro	Venda	10:22:28.244		7,39	2.000		8	-			
Registro	Compra	10:22:29.814		7,39	2.000				72	390525	
Negócio	Compra	10:22:29.814		7,39	2.000		8	-	72	390525	40,00
Registro	Venda	10:22:29.815		7,39	2.000		8	-			
Registro	Compra	10:22:30.599		7,39	2.000				72	390525	
Negócio	Compra	10:22:30.599		7,39	2.000		8	-	72	390525	40,00

17. A prática de *spoofing*, demonstrada nas tabelas acima, gerou para Carlos Ozawa o benefício financeiro de R\$ 1.000,00, resultado obtido pela multiplicação da quantidade de opções negociadas, pela diferença de *spread* identificada antes da oferta expressiva da cliente ser agredida por ofertas do mercado:

Benefício Financeiro = Quantidade de ofertas x Diferença de *spread*

Benefício Financeiro = 50.000 x (7,41 – 7,39)

Benefício Financeiro = R\$ 1.000,00

18. Nesse sentido, conforme comprovado no exemplo descrito e nas estratégias discriminadas no Anexo I², entendo que a Acusação logrou êxito em demonstrar que a estratégia implementada pelo Acusado utilizava a inserção de ofertas de negociação sem a intenção de executá-las, mas sim com a finalidade de ter oferta atendida do outro lado do livro de negociação, o que evidencia o dolo de sua conduta.

19. De igual modo, entendo que a Acusação logrou êxito em demonstrar a configuração de manipulação de preço pelo Acusado nas operações de OMC intencionais.

² Doc. 0765754.



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
www.cvm.gov.br

20. Conforme trazido no Termo de Acusação, destaco abaixo tabela representativa do livro de ofertas de ELET6, referente ao pregão de 25.11.2016, extraídas do Termo de Acusação:

Tabela 5 – Livro de ofertas de ELET6 em 25.11.2016, com destaque para as ofertas inseridas por Carlos.

Ofertas de Compra					Negócios		Oferta de Venda					Saldo Oferta Venda
Hora Registro/Negócio	Participante	Cliente	Preço RS	Quantidade	Número	Preço RS	Hora Registro	Participante	Cliente	Preço RS	Quantidade	
							10:53:37.373	72	Carlos	27,35	5.000	5.000
10:54:07.245	72	Carlos	27,35	100	1.300	27,35						4.900
10:54:10.183	8		27,35	2.300	1.310	27,35						2.600
10:54:10.183	85		27,35	100	1.320	27,35						2.500
10:54:10.183	8		27,35	1.500	1.330	27,35						1.000
10:54:10.184	8		27,35	300	1.340	27,35						700
10:54:10.184	8		27,35	1.100	1.350	27,35						0

Fonte: BM&FBOVESPA

21. Como se vê, Carlos Ozawa inseriu oferta de compra de 100 ações que agrediu sua oferta de venda, atraindo terceiros para negociar contra o restante de sua oferta de venda que permaneceu com prioridade de execução no saldo de 4.900 ações, no preço inicialmente pretendido pelo Acusado. As operações discriminadas no Anexo II³ evidenciam o caráter sistemático e reiterado da conduta dolosa do Acusado.

22. Quanto à impugnação em relação ao valor do benefício econômico auferido com as operações em análise, entendo que o Acusado não se desincumbiu de seu ônus de evidenciar o erro dos cálculos da SMI, tendo se limitado a sustentar, de modo genérico, que os valores trazidos no Termo de Acusação estariam “*divorciados da realidade fática e jurídica*”. Aliás, o Acusado sequer indicou qual valor entende que seria correto. A esse respeito, destaco minha concordância com a fórmula utilizada pela SMI para calcular o benefício auferido pelo Acusado, a qual seguiu o entendimento desta Autarquia⁴.

23. Pelos motivos acima expostos, entendo ter restado configurada, no presente PAS, a prática de manipulação de preços por parte do Acusado ao implementar as estratégias de OMC intencionais e *spoofing*, tendo em vista que a inserção de ordens de um lado de livro e a posterior

³ Doc. 0762423.

⁴ Nesse sentido: PAS CVM nºs RJ 2016/7192, RJ 2018/4165, 19957.005452/2016-82, 19957.009452/2018-13 e 19957.010831/2019-37



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

www.cvm.gov.br

execução do negócio do outro lado, e, no caso das de *spoofing*, seguidas pelo cancelamento das demais ofertas em um curto espaço de tempo — de forma reiterada e sistemática — criaram as condições para que todos os elementos do tipo estejam presentes.

III. CONCLUSÃO E DOSIMETRIA

24. Por todo o exposto, concluo que o Acusado deve ser responsabilizado por infração ao item I, c/c o item II, alínea “b”, da ICVM nº 08/1979, em razão da prática de manipulação de preços envolvendo diversos ativos.

25. Para fins de dosimetria, observo que os fatos são anteriores à entrada em vigor das alterações à Lei nº 6.385/1976 trazidas pela Lei nº 13.506, de 13.11.2017, de modo que considero, no que tange à aplicação de penalidades pela CVM no âmbito de processos administrativos sancionadores, para fins de aplicação da pena neste PAS, a redação anterior da Lei nº 6.385/1976.

26. A Lei nº 6.385/1976 com redação anterior à trazida pela Lei nº 13.506/2017 já previa que a penalidade de multa não pode exceder 3 (três) vezes o montante da vantagem econômica obtida em decorrência do ilícito.

27. Há, nos autos, elementos que evidenciam que o Acusado auferiu benefício econômico no montante de R\$ 208.749,00, por meio de 1.089 estratégias de *spoofing*, e R\$ 83.961,00 através de 820 OMC intencionais, totalizando o equivalente a R\$ 292.710,00 no somatório dos valores históricos.

28. Assim, proponho a aplicação de multa, equivalente a 2 (duas) vezes o valor da vantagem econômica obtida, atualizado pelo IPCA⁵ desde a data da última operação irregular em cada um dos períodos elencados pela Acusação até agosto de 2023, referente ao último índice disponibilizado pelo BACEN, conforme anexo a este voto.

⁵ <https://www3.bcb.gov.br/CALCIDADA0/publico/corrigirPorIndice.do?method=corrigirPorIndice>



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

www.cvm.gov.br

29. Seguindo os princípios constitucionais da proporcionalidade e da razoabilidade e em linha com precedentes do Colegiado similares ao presente caso⁶, voto pela **condenação** do Acusado à penalidade de **multa pecuniária** no valor de **R\$ 823.189,44 (oitocentos e vinte e três mil, cento e oitenta e nove reais e quarenta e quatro centavos)**, pelo descumprimento ao item I c/c item II, “b”, da ICVM nº 08/1979.

30. 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 de São Paulo, em complemento aos Ofícios nºs 194/2019/CVM/SGE e 236/2019/CVM/SGE⁷, 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, 03 de outubro de 2023.

Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo

Diretor Relator

⁶ PAS CVM nº 19957.009452/2018-13, Rel. Dir. Otto Lobo, j. 21.06.2022; PAS CVM nº 19957.009864/2019-34, Rel. Dir. Gustavo Machado Gonzalez, j. 04.08.2020.

⁷ Doc. 0804741.



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
www.cvm.gov.br

ANEXO ÚNICO

Atualização dos valores referentes à vantagem econômica auferida

	Tipo Prática	Período	Benefício Auferido (R\$)	Data da última operação irregular	Valor atualizado até 08/2023 (R\$)
	OMC	18.01.2016 a 28.11.2016	83.961,00	28.11.2016	118.061,92
	<i>Spoofing</i>	15.01.2016 a 28.11.2016	208.749,00	28.11.2016	293.532,80
Total	-	-	292.710,00	-	411.594,72

Multa (2x)	823.189,44
-------------------	------------

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