



## 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 N° 19957.012197/2023-53

Reg. Col. 3040/24

**Acusado:** Omar Tanus de Araújo Maluf

**Assunto:** Acusações de criação de condições artificiais de oferta demanda e preço de valores mobiliários e de operações com ações realizadas durante o período de vedação.

**Relator:** Diretor João Accioly

#### Voto

#### I. BREVE SÍNTESE DO CASO

1. Omar construiu sua participação na Azevedo e Travassos por meio de 10.512 negócios de compra e 1.745 de venda de AZEV3 e AZEV4, num total de 12.257 operações realizadas entre 10.9.2021 e 9.8.2022.
2. Em meio a esses mais de 12 mil negócios, o processo trata de dois grupos de operações:
  - (i) 85 ocasiões em que Omar cancelou as ordens de compra que emitira em leilões de abertura ou fechamento, através da emissão de ordens de venda. O efeito da emissão de ordem contraposta a outra que o mesmo comitente emitiu antes, no mesmo leilão, por preço de venda inferior ao de compra, é o de cancelamento de ambas. Porém, como elas afetam a formação de preço no leilão, houve suspeita de criação de condições artificiais, que a Acusação afirma ter havido por entender que Omar teria agido intencionalmente;
  - (ii) 17 negócios que Omar, já conselheiro de administração da companhia (posto para o qual foi eleito em 2/5/2022), realizou no período anterior às divulgações de resultados financeiros do 2º trimestre daquele ano, pelo que é acusado de prática de negociações em período vedado.
3. O Acusado alega, em suma, que, (i) não sabia que não poderia atuar comprando e vendendo nos leilões; (ii) parou quando lhe foi dito que não podia; (iii) não obteve lucro; e (iv) negociou em período vedado por descuido.

#### II. MÉRITO

##### II.I. CRIAÇÃO DE CONDIÇÕES ARTIFICIAIS

4. Como relatado, Omar nunca negou ter emitido as ordens e as cancelado em seguida. Afirma, basicamente, que (i) não sabia que não poderia atuar daquela forma; e (ii) não obteve nenhum ganho com as operações.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

5. Operações de mesmo comitente não configuram, por si só, prática de criação de condição artificial. O tipo exige o dolo específico de alterar o fluxo de ordens. Combinando-se a redação do art. I com o art. II, “a”, o tipo diz essencialmente o que segue:

*Criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, em decorrência de negociações pelas quais seus participantes ou intermediários, por ação ou omissão dolosa provocarem, direta ou indiretamente, alterações no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários.*

6. O resultado exigido pelo tipo (alterações no fluxo provocadas pelas negociações) foi bem descrito pela Acusação. Ao interferir nos leilões, o dito “cancelamento” de ordens por meio da interposição de ordens contrárias não retira todos os seus efeitos. As ordens ou ofertas afetam o resultado dos leilões, compondo a chamada “quantidade teórica” e o chamado “preço teórico”. Assim, a conduta do Defendente gerou resultados que entendo bem se adequarem à expressão “alterações no fluxo de ordens de compra ou venda”, pois sem suas ações, esse fluxo teria sido diferente: as “quantidades teóricas” teriam sido diferentes e os “preços teóricos”, no mínimo em boa parte dos casos, também teriam sido diferentes<sup>1</sup>.

7. Não há como se afirmar que qualquer cancelamento, por meio da emissão de ordem contraposta, gere alteração no fluxo de ordens. Isso depende dos parâmetros de cada caso, tanto as quantidades e preços das demais ordens, quanto as quantidades e preços das ordens contrapostas do mesmo comitente. Em uma delas, porém, a Acusação faz a demonstração de que um investidor foi prejudicado, ao comprar menos ações pelo preço que lançou do que teria comprado se Omar não tivesse cancelado sua própria ordem (trata-se do exemplo que a BSM já incluíra em sua correspondência).

8. A peça acusatória não fez mais em relação a esse ponto do que reproduzir o trabalho da BSM, a ponto de ter mantido a única demonstração de prejuízo a participantes do leilão já informado pela entidade autorreguladora. Infelizmente, nas outras 84 ocasiões a Acusação não apresenta esses efeitos, que seriam proveitosos a fim de melhor dimensionar o impacto da conduta do acusado e lhe ter permitido a defesa sobre esse aspecto.

9. Um exemplo até basta para instruir uma prestação de informações para que a autoridade reguladora tome providências, mas para evitar o risco de uma aparência de falta de robustez da tese acusatória, demonstrações semelhantes podem ser extraídas das informações dos autos, além daquelas reunidas no termo de acusação. Para tanto, o documento “Anexo III” enviado

---

<sup>1</sup> Nesse sentido, transcrevo as palavras do Presidente João Pedro Nascimento, ao relatar o processo 19957.007122/2023-51: 70. [...] no momento em que realizaram suas ofertas no leilão, os Acusados indicaram ao mercado um preço pelo qual estavam supostamente dispostos a comprar ou vender o ativo. Participaram, assim, da formação do preço do leilão. 71. Como mencionado, no contexto do leilão, (...) busca-se o valor pelo qual seria possível o fechamento da maior quantidade de operações possível, na forma do art. 58 do Regulamento de Negociação da B3. 72. Portanto, ao realizarem oferta sem a intenção de mantê-la, vindo a cancelá-la posteriormente, os Acusados também influenciaram de forma artificial sobre o preço do ativo, bem como exerceram pressão sobre a demanda na negociação do valor mobiliário em leilão.



### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

pela BSM (2191099) contém ordens de outros participantes além das ordens dadas por Omar, com preços e quantidades respectivos. Assim, complemento este voto com mais algumas operações que causaram prejuízos a outros participantes dos leilões por não terem suas ofertas convertidas em negócios na mesma quantidade que teriam tido sem a interferência de Omar, descrevendo a dinâmica das ofertas e os efeitos dos atos do Defendente.

- **Demonstração de alterações no fluxo de ordens**

10. O primeiro caso é em 25.2.2022.

3 - AZEV3- 25/02/2022 - Hora leilão: 10:05:00.039 - Preço teórico: R\$ 3,34 - Qtd teórica: 200 - Origem: DMA

Ofertas de Compra							Ofertas de Venda						
Hora	Partic.	Cliente	Tipo	Qtde.	Preço (R\$)	Num. oferta	Num. oferta	Preço (R\$)	Qtde.	Tipo	Cliente	Partic.	Hora
10:01:25.703	3	359794	Registro	100	3,61	846704854007	846704857671	3,34	100	Registro	359794	3	10:01:39.119
09:49:12.521	3	359794	Registro	100	3,60	846704814173	846704860042	3,34	100	Registro	359794	3	10:01:47.154
							846704828848	3,55	2.000	Registro	-	1099	10:00:14.958 *

11. Às 09:49:12, Omar (sempre identificado pelo número 359794 na coluna “Cliente”) lança uma oferta de compra de 100 ações por R\$3,60. Às 10:00:14, outro investidor lança uma oferta de venda de 2.000 ações por R\$ 3,55 (conforme o destaque em amarelo).

12. Até aqui, o resultado seria que Omar compraria 100 ações desse investidor por R\$3,55. Às 10:01:25, Omar lança mais uma oferta de compra de 100 ações, agora por R\$3,61. Assim, Omar compraria 200 ações a R\$ 3,55 cada desse investidor.

13. Então, às 10:01:39, Omar lança uma oferta de venda de 100 ações por R\$3,34. Aqui o preço teórico ainda seria de R\$ 3,55 e Omar compraria 200 ações do outro investidor por R\$3,55 (porque com o preço teórico a R\$ 3,55 o total seria de 200 negócios, enquanto se o preço teórico ficasse em R\$ 3,34 só haveria 100 negócios).

14. Por fim, às 10:01:47, Omar lança mais uma oferta de venda de 100 ações por R\$ 3,34. Dessa forma o preço teórico foi para R\$ 3,34 e o outro investidor nenhuma ação vende, apenas Omar compra de si mesmo 200 ações por R\$ 3,34, evitando comprar do outro investidor as ações pelo preço elevado de R\$ 3,55.

15. Vejamos outro exemplo, em 30.6.2022.

13 - AZEV3- 30/06/2022 - Hora leilão: 17:06:00.042 - Preço teórico: R\$ 2,90 - Qtd teórica: 2.200 - Origem: DMA

Ofertas de Compra							Ofertas de Venda						
Hora	Partic.	Cliente	Tipo	Qtde.	Preço (R\$)	Num. oferta	Num. oferta	Preço (R\$)	Qtde.	Tipo	Cliente	Partic.	Hora
16:55:48.519	174	-	Registro	600	4,00	847777296092	847777309219	2,89	1.600	Registro	359794	3	17:04:54.573
16:57:23.811	3	359794	Alteração	600	3,10	847777297417	847777300627	2,90	1.000	Registro	-	308	16:58:52.203 *
17:02:06.120	3	359794	Registro	1.000	3,10	847777304335	847776608572	2,99	13.500	Registro	660130	3	16:36:15.102 *

12. Às 16:36:15, o Investidor A lança ordem de venda de 13.500 ações a R\$ 2,99, instaurando o leilão. Às 16:55:48, o Investidor B faz oferta de compra de 600 ações a R\$ 4,00. Até aqui, há um preço teórico de R\$ 2,99 e quantidade teórica de 600 ações.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

16. Omar, então, às 16:57:23, lança uma ordem de compra de 600 ações a R\$ 3,10. O preço teórico permanece em R\$ 2,99, mas a quantidade teórica aumenta para incluir a ordem de Omar e passa a ser 1.200 ações. Assim, até aqui, o Investidor A venderia 1.200 ações a R\$ 2,99, enquanto o Investidor B e Omar comprariam 600 ações cada um, também por R\$ 2,99.
17. Às 16:58:52, o Investidor C lança oferta de venda de 1.000 ações por R\$ 2,90. Como, até o momento, vender por R\$ 2,99 geraria mais vendas (1.200) do que vender por R\$ 2,90 (1.000), o preço e a quantidade teórica se mantiveram em R\$ 2,99.
18. Às 17:02:06, Omar incluiu uma nova ordem de compra de 1.000 ações a R\$ 3,10. Dessa forma, o preço teórico permaneceu o mesmo, com aumento em 1.000 da quantidade teórica (2.200 no total). Assim, o Investidor A conseguiria vender 2.200 ações a R\$ 2,99 (das quais Omar compraria 1.600).
19. Porém, às 17:04:54, Omar lança uma oferta de venda de 1.600 ações (lembrando que suas ordens de compra totalizavam 1.600 ações) ao preço de R\$ 2,89. Assim, o preço teórico passou a ser de R\$ 2,90 e o Investidor A, que venderia antes 2.200 ações, acabou vendendo apenas 600, pois Omar vendeu e comprou de si mesmo as 1.600 ações que acabaram priorizadas pelos valores e regras de leilão e passaram a compor a quantidade teórica pelo fato de estarem em um valor abaixo do preço teórico. Omar evita comprar ações a R\$ 2,99.
20. Veja-se agora o que ocorre em 3.5.2022.

9 - AZEV3- 03/05/2022 - Hora leilão: 17:06:00.004 - Preço teórico: R\$ 3,53 - Qtd teórica: 1.200 - Origem: DMA

Ofertas de Compra							Ofertas de Venda						
Hora	Partic.	Cliente	Tipo	Qtde.	Preço (R\$)	Num. oferta	Num. oferta	Preço (R\$)	Qtde.	Tipo	Cliente	Partic.	Hora
16:58:14.293	3	359794	Registro	200	3,69	847290418816	847290419187	3,50	200	Registro	359794	3	16:58:39.989
16:54:30.254	308	-	Alteração	300	3,61	847290002373	847290380473	3,53	2.700	Alteração	-	1982	16:58:10.262 *
09:47:52.685	308	-	Registro	100	3,53	847278919650							
09:50:11.182	1099	-	Registro	600	3,53	847278925083							

21. Até 16:54:30, havia um total de três ofertas de compra, uma do Investidor A (600 ações a R\$ 3,53) e duas do Investidor B (uma de 100 ações a R\$ 3,53 e outra de 300 ações a R\$ 3,61). Como não havia ordem de venda, até aquele momento não haveria negociação.
22. Em seguida, às 16:58:10, o Investidor C inclui ordem de venda de 2.700 ações a R\$ 3,53. Ali, o preço teórico era de R\$ 3,53 a quantidade teórica era de 1.000 ações, isto é, a totalidade das ações em oferta de compra que “casariam” com 1.000 das 2.700 ordens de venda.
23. Às 16:58:14, Omar lança ordem de compra de 200 ações a R\$ 3,69. Até aqui não haveria nenhum prejuízo: a quantidade teórica apenas aumentaria para 1.200 ações e o Investidor C conseguiria vender 1.200 ações pelos mesmos R\$ 3,53 por ação.



### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

24. Porém, 15 segundos depois, às 16:58:39, Omar lança uma ordem de venda de 200 ações a R\$ 3,50 (abaixo do preço teórico de R\$ 3,53). Dessa forma, o Investidor C, que sem essa segunda oferta venderia 1.200 ações por R\$ 3,53, no fim vende apenas 1.000 ações por esse preço, pois deixa de vender 200 ações para Omar a esse preço.

25. Por fim, o que ocorreu em 5.7.2022:

14 - AZEV4- 05/07/2022 - Hora leilão: 17:06:00.032 - Preço teórico: R\$ 2,36 - Qtd teórica: 8.300 - Origem: DMA

Ofertas de Compra							Ofertas de Venda						
Hora	Partic.	Cliente	Tipo	Qtde.	Preço (R\$)	Num. oferta	Num. oferta	Preço (R\$)	Qtde.	Tipo	Cliente	Partic.	Hora
16:55:30.389	174	-	Registro	100	4,00	847807694585	847807711482	2,00	7.000	Registro	359794	3	17:05:35.339
16:58:26.218	3	359794	Registro	1.000	2,50	847807699835	847807696042	2,25	900	Registro	-	107	16:56:14.594
17:04:23.612	3	359794	Registro	6.000	2,50	847807707149	847807702521	2,36	5.000	Registro	-	1982	17:00:54.956 *
16:59:28.150	45	-	Registro	1.000	2,48	847807700993	847807708625	2,37	2.500	Registro	-	1982	17:04:49.929 *
17:01:52.278	308	-	Registro	200	2,42	847807703679							

26. Às 16:56:14, havia uma oferta de compra de 100 ações a R\$ 4,00 (Investidor A) e oferta de venda de 900 ações a R\$ 2,25 (Investidor B). Assim, havia até o momento um preço teórico de R\$ 2,25 e uma quantidade teórica de 100 ações.

27. Às 16:58:26, Omar lança ordem de compra de 1.000 ações a R\$ 2,50. Ela não causa alterações no preço teórico, mas a quantidade teórica aumenta para 900 ações.

28. Às 16:59:28, o Investidor C inclui uma nova oferta de compra de 1.000 ações por 2,48 cada ação. Não há alterações no preço ou quantidade teórica. Em seguida, às 17:00:54, um Investidor D inclui uma oferta de venda de 5.000 ações a R\$ 2,36. Altera-se, assim, o preço teórico para R\$ 2,36 e aumenta a quantidade teórica para 2.100 ações. Aqui, Omar seria atendido na totalidade de suas ofertas de compra até o momento (comprando a R\$ 2,36) e esse Investidor D conseguiria vender 2.100 ações das 5.000 que havia ofertado.

29. Um Investidor E inclui oferta de compra de 200 ações a R\$ 2,42, às 17:01:52. O preço teórico permanece e a quantidade teórica aumenta para 2.300, atendendo esse novo investidor.

30. Em seguida, às 17:04:23, Omar inclui nova oferta de compra, agora de 6.000 ações por R\$ 2,50 cada. Nesse momento, Omar ofertava 7.000 ações por R\$ 2,50 cada. Além disso, o preço teórico permanecia em R\$ 2,36 e a quantidade teórica seria de 5.900.

31. Às 17:04:49, o Investidor F fez uma oferta de venda de 2.500 ações por R\$ 2,37. Dessa forma, o preço teórico passaria a ser R\$ 2,37 e a quantidade teórica chegaria em 8.300 ações.

32. Entretanto, às 17:05:35, Omar inclui uma oferta de venda de 7.000 ações por R\$ 2,00. Assim, o preço teórico volta a ser R\$ 2,36 e quantidade teórica permanece em 8.300, porém os investidores D e F deixaram de ter suas ofertas atendidas em sua integralidade. A oferta de 5.000, até ali totalmente atendida, passa a ser atendida em apenas 100 ações; a oferta de venda de 2.500 ações não foi atendida, pois Omar deixa de comprar dos outros ao preço mais elevado para comprar de si mesmo 7.000 das ações que integravam as 8.300 da quantidade teórica.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- ***Alterações causadas por negociações***

33. Outro elemento do tipo é o instrumento para criação das condições artificiais. Diferentemente dos outros tipos infracionais de mercado, como a manipulação de preços e a operação fraudulenta genérica, não é qualquer meio que caracteriza esta infração em particular, mas apenas as negociações (“*em decorrência de negociações...*”). Este elemento poderia gerar questionamentos, na medida em que o entendimento do Colegiado, ao organizar os pressupostos da infração, por vezes faz a afirmação de que seria necessária a “*realização de negócios artificiais*”<sup>2</sup>.

34. Tomada a valor de face, essa expressão poderia levar a uma dificuldade ao lidar com operações como as deste processo, pois a emissão de uma ordem contraposta pelo mesmo comitente não gera um *negócio* de compra e venda. Não há compra e venda entre uma pessoa e ela mesma, já que não há transmissão possível de propriedade dos bens nem do dinheiro, e o efeito prático do registro de uma ordem contrária no leilão é seu cancelamento.

35. Porém, há ao menos duas objeções possíveis: uma é que o tipo fala em *negociações*, não *negócios*. Não são sinônimos. Se há *negócio*, pode-se pressupor que houve negociação para se chegar a ele. Mas nem toda negociação leva a *negócios*. E o ato de emitir uma ordem num leilão a meu ver encaixa-se bem confortavelmente no conceito de *negociação*. Outra objeção é que, mesmo que o texto dissesse “*negócios*”, entendo ser razoável considerar que o ato de registrar uma ordem num leilão como os de abertura ou fechamento na bolsa configura, em si mesmo, um *negócio*; não de compra e venda, como já exposto, mas há uma série de obrigações que decorrem do registro de uma ordem, envolvendo a bolsa e os outros participantes do leilão, já que as informações de preço e quantidade são levadas em conta para determinar o resultado e as compras e vendas que serão fechadas. Trata-se de um ato que gera obrigações para o próprio agente, como cumprir a promessa (i.e., pagar o preço nas ordens de compra ou transferir os ativos nas ordens de venda), para a bolsa (contabilizar os parâmetros para formação das condições resultantes do leilão, processar as ordens), para os demais participantes do leilão (honrar seus compromissos nas condições determinadas em parte por cada ordem), e daí por diante.

- ***Dolo da alteração do fluxo de ordens***

36. Falta examinar o dolo de provocar as alterações no fluxo de ordens.

37. De acordo com a BSM, cujas inferências e conclusões a Acusação acatou e reproduziu, a quantidade de operações vis-à-vis o período em que ocorreram demonstraria que essas operações eram “*sistemáticas e intencionais*”.

---

<sup>2</sup> A sistematização que se tem usado lista três elementos: (i) a realização de negócios artificiais; (ii) a provocação de alterações no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários; e (iii) o dolo. (Exemplo: PAS CVM n° 19957.007122/2023-51, Rel. Pres. João Pedro Nascimento, j. em 30/4/2024).



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

38. Não é preciso que sejam sistemáticas para caracterizar a infração. Bastaria uma operação. Mas essa construção faz sentido como forma de extrair, de uma repetição frequente de determinada conduta (sentido em que a noção de sistematicidade é usada nesse contexto), a conclusão de que a conduta foi motivada pela intenção. Ou seja, se alguém faz algo repetida e de maneira semelhantes (i.e., sistematicamente), é razoável inferir o estado subjetivo da intenção, do dolo. Embora seja plausível a construção de que a repetição indica intenção, entendendo ter faltado à instrução, e à própria tese acusatória, a demonstração da “pretensão de se criar um falso mercado, um falso parâmetro de preço ou volume”<sup>3</sup>.

39. O conceito de dolo, no direito punitivo, não é sempre redutível a uma ação ou omissão em que o agente agiu porque e como quis. É preciso verificar em cada ilícito os diferentes resultados que o agente precisa buscar. Não basta só ter agido conscientemente, é preciso ter agido para buscar o resultado previsto no tipo<sup>4</sup>. Para usar um exemplo próximo, no tipo da operação fraudulenta, não basta que a conduta de induzir ou manter terceiros em erro seja intencional. É preciso ter o objetivo de obter vantagem indevida. No caso das condições artificiais, como bem resume Marcelo Cavalli<sup>5</sup>:

O tipo administrativo pode ser decomposto nos seguintes elementos: a) realização de negociações artificiais; b) que provocam, direta ou indiretamente, alterações no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários; c) dolo de provocação dessas alterações.

40. Nota-se que o dolo não é apenas de praticar tal ou qual ato, mas de gerar, com o ato, a provocação das alterações no fluxo de ordens. Nesse sentido, cabe esclarecer algo que parece ter escapado à compreensão da Acusação. O *dolo* propriamente dito nesse caso não pode ser apenas a intenção de cancelar a ordem. Nesse sentido já decidiu o Colegiado. Transcrevo elucidativo trecho de voto do Presidente João Pedro Nascimento ao relatar o PAS 19957.007122/2023-51:

Afinal, pode-se cogitar, por exemplo, determinada OMC com o mero objetivo de corrigir um erro operacional no disparo da ordem original, ou seja, o uso do mecanismo como meio de cancelamento de uma ordem anterior indevida. Nesse caso, a depender dos fatos envolvidos, pode-se entender que não há dolo de manipular ou criar condições artificiais de mercado.”<sup>6</sup>

41. Ou seja: é preciso ter consciência dos efeitos do ato para que se possa fazer juízo sobre a atitude subjetiva do agente quanto a tais efeitos. Se há intenção de causá-los, o dolo é direto (e óbvio). Se há indiferença, tem-se o chamado dolo eventual (que pode ser mais sutil). Uma completa *ignorância* dos efeitos do ato significa ausência do dolo específico em relação a esse resultado. É como supor que uma bomba tem um acionador conectado a um interruptor que

<sup>3</sup> PAS CVM 2/99, Dir. Rel. Luiz Antonio Sampaio Campos, j. em 6/9/2001.

<sup>4</sup> A discussão pode ser compreendida pela diferenciação entre dolo genérico (praticar um ato conscientemente) e dolo específico (praticar um ato conscientemente para atingir um resultado previsto no tipo). Alguns autores propõem denominações distintas, como “elemento subjetivo especial” (troca-se o ‘dolo’ pelo gênero ‘elemento subjetivo’ e o ‘específico’ pelo sinônimo ‘especial’), mas com equivalência de conteúdo: a intenção do agente de alcançar o resultado previsto na definição do ilícito.

<sup>5</sup> CAVALLI, Marcelo Costenaro. *Manipulação do Mercado de capitais: Fundamentos e limites da repressão penal e administrativa*. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 157.

<sup>6</sup> Nota de Rodapé nº 17 de seu voto no PAS CVM nº 19957.007122/2023-51, j. em 30/4/2024.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

acende uma lâmpada. Quem aciona o interruptor sem saber que está conectado à bomba tem “dolo” de acender a lâmpada, mas não de causar a explosão.

42. No caso destes autos, há duas questões que entendendo deverem ser mencionadas na verificação do dolo de provocar alterações no fluxo de ordens. Uma é que as alegações de Omar perdem verossimilhança quando afirma que queria apenas “cancelar” ordens que emitira, em sua manifestação prévia<sup>7</sup>, o que contradiz sua resposta ao Ofício 131/2023/CVM/SMI/GMA-131/2023/CVM/SMI/GMA-1, quando alegou que pretendia transferir recursos de uma conta para outra “*para cobrir margens e liquidez*”, com uma explicação truncada<sup>8</sup>. Que a ação foi intencional parece bem caracterizado (o acionamento do interruptor, na analogia acima). O que não está tão bem articulado na Acusação é o objetivo que ele tinha com isso – se pretendia apenas cancelar a ordem por erros, como também chega a alegar, ou se tinha também o dolo de alterar o fluxo de ordens (detonar a bomba).

43. A dinâmica descrita nos exemplos acima, porém, indica que não era apenas desistir de sua ordem que Omar pretendia, mas também evitar que concluísse negócios a determinados preços - inferiores aos de suas ordens de compra, mas ainda assim acima do que queria.

44. O próprio negócio realizado por alguém não pode constituir a “alteração do fluxo de ordens” para caracterizar o tipo da criação de condições artificiais (do contrário, toda ordem dada intencionalmente seria ilícita, já que “altera” o fluxo que haveria sem ela). Ocorre que, quando uma ordem é dada num leilão, dependendo das ordens que outros investidores lançarem, estes estariam prestes a fechar determinados negócios e determinados preços ao término do leilão. Esse seria o fluxo de ordens que não poderia ser alterado, porque composto por ordens dadas por investidores influenciados reciprocamente por suas ordens. Daí, quando Omar cancelava suas ordens, pelo padrão que revelou, ele não parecia estar meramente desistindo da ordem de compra que lançara, mas sim evitando intencionalmente fechar negócios a preço e quantidade que resultariam da combinação com as demais ordens lançadas.

45. Evitar tais negócios para si próprio significa, porém, evitar também negócios com os terceiros. Ou seja, não se trata de negócios *reais* e concluídos, de que se questionam os propósitos, mas sim de negociações (as ordens e as ordens contrapostas) que efetivamente levam terceiros a deixarem de realizar os negócios.

46. Embora o número de 85 perca uma parte de sua expressividade quando considerado diante das mais de 12 mil operações com AZEV3 e AZEV4 de Omar no período, há um aspecto que a meu ver tira muita verossimilhança da alegação de meros erros, que é o padrão de as

---

<sup>7</sup> Doc. 1880564. “[R]ealmente não julgava que comprar e vender nos leilões fosse algo proibido. Eu achava que era um meio de cancelar a compra ou venda realizada errada”.

<sup>8</sup> Doc. 1880549. “Nessas operações eu visava, tão somente, transferir recursos de uma conta para outra para cobrir margens e liquidez. Como eu fazia uso de termos, nas duas contas, às vezes, por batida do mercado, alguma posição que estava dando garantia, (sic) perdia valor, o que gerava descasamento entre garantia e termo, gerando custo de margem e risco de execução pela corretora, daí, eu era obrigado a vender vários papéis para me enquadrar novamente”.





#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

ordens de compra com que iniciava sempre estarem bem acima do preço de fechamento (o que é indício razoável da intenção de “empurrar” a demanda”). Mais que isso, em alguns casos se observa uma sequência de ordens dadas pelo acusado com preços crescentes, ainda que erraticamente, mas a hipotética linha de tendência de suas ofertas feitas no leilão era, nos casos examinados, sempre crescente. Em estatística, o resíduo, ou erro, não pode ter padrão. Sua média deve tender a zero. Os dois padrões exibidos (ordens crescentes e cancelamento sempre fugindo ao fechamento de compra por preço relativamente elevado) me convencem que a intenção era escapar de negócios específicos que seriam fechados.

47. Mas para quê? Que finalidade buscou com isso? O que ganharia com tais alterações? Não se trata de adicionar como elemento da infração o dolo de obter vantagem, que a regra não prevê, mas de permitir uma tese acusatória que tenha verossimilhança. De que forma Omar poderia ser beneficiado ao agir como agia para que se possa concluir por sua intencionalidade?

48. Uma possível explicação para o que mais Omar pretendia com isso (já que só fazer o que fez não lhe trouxe ganhos) é, como me foi apontado pelo Diretor Daniel Maeda (em uma primeira minuta meu entendimento fora pela ausência de demonstração do dolo específico da alteração do fluxo de ordens, que reformei após as considerações do Diretor), que a prática sugere que o acusado tentava direcionar outros participantes do leilão a darem ordens, como assim expôs:

\_\_\_ De forma resumida e exemplificativa, a atuação do acusado durante o período analisado se dava, por exemplo, da seguinte maneira: (1º) durante o leilão, ele insere uma oferta de compra com o valor superior ao preço teórico, com o objetivo de provocar um aumento artificial do preço teórico médio; (2º) outro investidor, então, insere uma oferta de compra baseado no novo preço teórico induzido por esse erro de percepção que foi causado pelo acusado; (3º) em seguida, o acusado insere uma oferta de venda simétrica a essa oferta de compra do outro investidor que foi induzido a erro, de forma a capturar essa oferta; e (4º) assim, o negócio é efetivado em condições artificiais.

49. É como se fosse um “layering” em câmera lenta. Quando ninguém aparece para fechar a operação, o agente cancela sua ordem para não comprar a preços elevados.

50. Sobre isso, faço alguns apontamentos. É preciso registrar que tal estratégia não foi imputada nem pela BSM, nem na peça acusatória. Pelo contrário, a Acusação até deixou de incluir neste processo as planilhas mais completas do processo de origem, que contêm todas as operações com AZEV3 e AZEV4 no período. Observo que vasculhei, junto com minha equipe, não apenas as planilhas anexas a estes autos, como também aquelas mantidas apenas no processo de origem.

51. Para fazer essa verificação seria preciso analisar as ofertas que Omar lançou no leilão antes de realizar vendas, e com isso examinar como foram as atuações nos leilões onde a possível estratégia deu certo e ele não teria precisado cancelar suas ordens. Ao invés de uma ordem de venda abaixo do preço de sua própria ordem de compra, faria a oferta de venda por



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

preço superior e assim venderia para aqueles que, nessa estratégia, teriam feito ofertas de compra por preço acima que os dele. O número de 85 operações, como afirmei mais acima, parece-me ser inconclusivo por si só. Afinal, foram mais de 12 mil negócios feitos por Omar. Mas as planilhas revelam 320 operações de venda feitas até às 10h10 e outras 186 feitas após 16h55. Não há provas de que Omar fez lances em leilões antes dessas vendas, mas são indícios que dão uma explicação plausível para a intenção do acusado com tais operações e robustecem a tese de que ele agia intencionalmente.

52. Entendo que a Acusação poderia ter requisitado mais dados à bolsa, para verificar se houve vendas em que Omar seguiu essa possível estratégia descrita acima. Porém, se isto tornaria mais robusta a instrução, e poderia materializar também a infração da manipulação de preços, essa prova não me parece necessária para caracterizar a infração aqui julgada, já que a alteração do fluxo de ordens fica demonstrada pela intenção de escapar a negócios que seriam realizados com terceiros que participavam dos mesmos leilões.

- ***Sobre a vedação expressa do cancelamento por OMC no MPO***

53. Por fim, faço um esclarecimento sobre a circunstância de que o Manual de Procedimentos Operacionais de Negociação na B3 traz expressa vedação sobre as proibições de cancelamento das ofertas:

Item 6.2 (...)

III - Ofertas que estejam com preço de compra maior ou igual ao preço teórico e ofertas com preço de venda menor ou igual ao preço teórico não podem ser canceladas e nem ter suas quantidades diminuídas, sendo permitido somente melhorar o preço ou aumentar a quantidade da oferta, exceto nos casos de correção e/ou cancelamento de ofertas efetuados pela B3.

54. Ocorre que não há como confundir uma infração ao Item 6.2, III, do manual de operações da bolsa com uma infração à proibição de criação de condições artificiais. É perfeitamente razoável que esse dispositivo tenha *por objetivo* evitar a prática de ilícitos como manipulação de preços ou criação de condições artificiais, e que a prática desses ilícitos em leilões passe por violações a esse dispositivo. Mas, passe o truísmo, são regras inteiramente diferentes. Mesmo que fossem verdadeiras todas as alegações do Defendente, ele ainda teria (ao que me parece) incorrido em infração às normas internas de funcionamento do mercado organizado, já que não podia cancelar as ordens e cancelou. Alguém que tivesse agido assim deveria arcar com as consequências da infração a *essa* regra – inclusive a obrigação de indenizar prejuízos dos participantes que não puderam fechar os negócios nas quantidades e preços que teriam conseguido se não fosse a violação da regra do leilão. Mas isso por si só não permite concluir pela criação de condições artificiais. É preciso haver também a caracterização da intenção de alterar o fluxo de ordens, como entendo caracterizado nestes autos.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

### II.II. NEGOCIAÇÃO EM PERÍODO VEDADO

55. Para a Acusação, Omar incorreu em infração ao art. 14 da RCV 44/21 ao negociar com os ativos AZEV3 e AZEV4 entre 1/8/2022 a 15/8/2022. A divulgação das demonstrações contábeis relativas ao 2º ITR foi em 15.8.2022 e o acusado assumira um assento no conselho da companhia em 2/5/2022.

56. A contraposição dos fatos ao dispositivo é extremamente simples. Ele determina que membros do conselho de administração ficam impedidos negociar com os valores mobiliários de emissão da companhia nos 15 dias que antecederem a divulgação das informações contábeis trimestrais. Além disso, o próprio Acusado confessou cometer a autoria do ilícito “*por um tremendo descuido com os prazos pela falta de organização*” (Rel. §12, “e”).

57. Que o fato se enquadra no texto do dispositivo, assim, me parece inquestionável.

58. Entendo, porém, que a norma é ilegal. A CVM não tem competência regulatória para proibir negociações ao regulamentar o regime de divulgação de informações, este sim dentro de sua competência prevista na Lei 6.385, que, nos termos do art. 8º, I, se deveria restringir às “*matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações*”.

59. Das matérias tratadas na Res. 44, a divulgação de informações é expressamente prevista como objeto da competência regulatória, no art. 22, §1º da Lei 6.385. O dispositivo é claro e taxativo:

§ 1º Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas aplicáveis às companhias abertas sobre:

I - a natureza das informações que devam divulgar e a periodicidade da divulgação;

II - relatório da administração e demonstrações financeiras;

III - a compra de ações emitidas pela própria companhia e a alienação das ações em tesouraria;

IV - padrões de contabilidade, relatórios e pareceres de auditores independentes;

V - informações que devam ser prestadas por administradores, membros do conselho fiscal, acionistas controladores e minoritários, relativas à compra, permuta ou venda de valores mobiliários emitidas pela companhia e por sociedades controladas ou controladoras;

VI - a divulgação de deliberações da assembléia-geral e dos órgãos de administração da companhia, ou de fatos relevantes ocorridos nos seus negócios, que possam influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado, de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia;

VII - a realização, pelas companhias abertas com ações admitidas à negociação em bolsa ou no mercado de balcão organizado, de reuniões anuais com seus acionistas e agentes do mercado de valores mobiliários, no local de maior negociação dos títulos da companhia no ano anterior, para a divulgação de informações quanto à respectiva situação econômico-financeira, projeções de resultados e resposta aos esclarecimentos que lhes forem solicitados;

VIII - as demais matérias previstas em lei.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

60. No entanto, ao regular o regime de divulgação de informações, a CVM foi além de regular quais informações devem ser divulgadas e como. Determinou, por exemplo, que pessoas que ocupam cargos específicos em companhias abertas não poderiam realizar negociações com valores mobiliários durante o período que antecede a divulgação de informações periódicas.

61. A lei chega a dar competência para expedir normas sobre a compra e a venda *pelos* companhias abertas de ações de sua própria emissão (art. 22, §1º, III da Lei 6.385 e art. 30, §2º, da Lei 6.404). Mas não por integrantes da administração.

62. Transcrevo de manifestação apresentada à Consulta Pública SDM 06/20, que resultou na Resolução 44, de Marcelo Trindade e Rafael Salles, em nome de Trindade Sociedade de Advogados, tratando da vedação objetiva à negociação (destaque original):

16. A Minuta também propõe a criação de um novo ilícito, autônomo em relação ao *insider trading*, que consistiria na negociação de valores mobiliários nos quinze dias que antecedem a divulgação das informações financeiras trimestrais e das demonstrações financeiras da companhia, pela própria companhia, bem como pelos acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, **independentemente do conhecimento de qualquer informação relevante ainda não divulgada ao mercado.**

*a) Legalidade Questionável*

17. A nosso ver, a instituição da vedação pretendida extrapola a competência normativa da CVM.

18. Nos termos do art. 8º, I da Lei nº 6.385/76, compete à CVM regulamentar as matérias expressamente previstas naquela lei e na Lei nº 6.404/76. Nesse sentido, as normas contidas na Instrução CVM nº 358/02 regulamentam as regras contidas no art. 155, §§ 1º e 4º (que estabelecem a vedação ao *insider trading*) e no art. 157 (que estabelece certas obrigações informacionais impostas aos administradores de companhias abertas, inclusive a de divulgar fatos relevantes), ambos da Lei nº 6.404/76.

19. Assim, não é possível encontrar na Lei nº 6.404/76 fundamento para criação, pela CVM, de uma vedação autônoma à negociação, aplicável a uma situação em que inexistente um fato relevante pendente de divulgação.

20. E a Lei nº 6.385/76 igualmente não atribui à CVM competência para estabelecer a vedação pretendida. Ao tratar da competência normativa da autarquia em relação às operações realizadas em mercado secundário, o art. 18, II da Lei nº 6.385/76 estabelece que compete à CVM definir (i) “as espécies de operação autorizadas na bolsa e no mercado de balcão; métodos e práticas que devem ser observados no mercado; e responsabilidade dos intermediários nas operações”; e (ii) “a configuração de condições artificiais [...] ou de manipulação de preço; operações fraudulentas e práticas não equitativas na distribuição ou intermediação de valores”.

21. A primeira hipótese diz respeito exclusivamente a modalidades de operações permitidas em bolsa e balcão [...] e normas de conduta aplicáveis a investidores e intermediários [...]. A segunda hipótese, por sua vez, diz respeito às matérias [...] [da] Instrução CVM nº 08/79.

22. Em ambos os casos, a lei atribuiu à CVM competência para estabelecer normas relacionadas à dinâmica de funcionamento do mercado secundário [...] o que, a nosso ver, não contempla a instituição de uma vedação à negociação por parte de determinadas pessoas ligadas à companhia aberta, bem como à própria companhia, durante o período que antecede a divulgação de informações financeiras, independentemente do acesso efetivo, por tais pessoas, a uma informação privilegiada.

23. Assim, entendemos que não existe autorização legal para que a CVM estabeleça a vedação contemplada no art. 14-A da Minuta.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

63. Não se questiona aqui a legitimidade dos propósitos buscados, já que num julgamento se trata apenas de aplicar o direito posto. Porém, por mais legítimos que possam ser considerados, e ainda que se considere que a vedação de negociações é um meio apto a atingi-los, proibir negociações pela presunção de acesso a informações privilegiadas vai além da regulação do fluxo de informações e da transparência e adentra matéria para a qual, por falta de expressa previsão legal, falta competência normativa.

64. Assim, voto pela absolvição do Defendente da acusação de violação ao art. 14 da Res. CVM 44. Observo que embora entenda ilegal o dispositivo, procedi ao exame da subsunção dos fatos ao seu texto, por estar na relatoria do caso e adiantar o exame (apesar de simples). Porém, como o teor do dispositivo não permite a adequada subsunção às normas que deveriam autorizar sua edição, sua ilegalidade impossibilita a condenação.

#### IV - CONCLUSÃO E DOSIMETRIA

65. Como pena base para a infração de condições artificiais, proponho 30 meses de proibição temporária para atuar no mercado de valores mobiliários, considerando o disposto no artigo 63, §4º, da Resolução CVM nº 45/21. Como atenuantes, reconheço os bons antecedentes e sua confissão dos fatos desde o primeiro momento, no percentual de 15% cada.

66. Assim, em relação ao Defendente Omar Tanus Maluf, voto:

- (i) Por sua **condenação** à pena de proibição temporária de atuar, direta ou indiretamente, em qualquer modalidade de operação no mercado de valores mobiliários brasileiro, **pelo prazo de 21 meses**, pela infração de criação de condições artificiais (art. 3º da RCVM nº 62);
- (ii) Por sua **absolvição** da acusação de negociação em período vedado (art. 14 da RCVM nº 44), por ilegalidade da norma devido à falta de competência regulatória.

67. Comunique-se o resultado ao Ministério Público do Estado do Rio de Janeiro e ao Ministério Público Federal do Estado do Rio de Janeiro.

Rio de Janeiro, 5 de novembro de 2024

**João Accioly**

Diretor Relator