



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

### EXTRATO DE SESSÃO DE JULGAMENTO

#### DO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM nº 19957.005801/2019-17

**Data do julgamento:** 03/10/2023

**Relator:** Diretor Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo

**Acusado:**

Carlos Ozawa Junior

**Ementa:** 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. Multa.

**Decisão:** Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, com base na prova dos autos e na legislação aplicável, **por unanimidade** de votos, decidiu pela condenação de **Carlos Ozawa Junior** 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.

O Colegiado decidiu também que o resultado do julgamento deste Processo seja comunicado ao Ministério Público Federal do Estado de São Paulo, em complemento aos Ofício nos 194/2019/CVM/SGE e 236/2019/CVM/SGE.

O acusado punido terá um prazo de 30 dias, a contar da comunicação da decisão da CVM, para interpor recurso voluntário ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, nos termos do art. 70 da Resolução CVM nº 45/2021.

Presente o advogado Alexandre Murad, representando o acusado.

Presente a Procuradora Luciana Dayer, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Participaram desta Sessão de Julgamento os Diretores João Accioly, Otto Lobo e o Presidente da CVM, João Pedro Nascimento, que presidiu a Sessão.

A Diretora Flávia Perlingeiro, em férias, não participou da sessão.



Documento assinado eletronicamente por **João Pedro Barroso do Nascimento, Presidente**, em 23/10/2023, às 13:48, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo, Diretor**, em 23/10/2023, às 14:36, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **João Carlos de Andrade Uzêda Accioly, Diretor**, em 23/10/2023, às 20:12, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), informando o código verificador **1898621** e o código CRC **77FE764C**.

*This document's authenticity can be verified by accessing [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), and typing the "Código Verificador" **1898621** and the "Código CRC" **77FE764C**.*



## 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](http://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

### RELATÓRIO

#### I. OBJETO E ORIGEM

1. Trata-se de Processo Administrativo Sancionador (“PAS”) instaurado pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (“SMI” ou “Acusação”) para apurar eventual responsabilidade de Carlos Ozawa Junior (“Carlos Ozawa” ou “Acusado”), na qualidade de investidor, com fulcro nos incisos I e II, “b”<sup>1</sup>, da então vigente Instrução CVM (“ICVM”) nº 08/1979<sup>2</sup>, por suposta prática de **manipulação dos preços** de ativos no mercado de valores mobiliários por meio de (i) inserção de ordens artificiais de compra ou de venda com lotes expressivos de ações, sem o propósito de fechar negócio (*spoofing*), no período compreendido entre 15.01.2016 e 28.11.2016; e (ii) operações de mesmo comitente (“OMC”) que pressionaram os dois lados do livro, com ordens de compra e venda de diversas ações, atraindo investidores para a execução das ofertas pretendidas, no período compreendido entre 18.01.2016 e 28.11.2016.

<sup>1</sup> I - É vedada aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários, a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a manipulação de preço, a realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não equitativas.

II - Para os efeitos desta Instrução conceitua-se como: (...) 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;

<sup>2</sup> A ICVM nº 08/1979 foi revogada pela Resolução CVM nº 62/22.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

2. O presente PAS originou-se de comunicação enviada pela BM&FBovespa Supervisão de Mercados (“BSM”), por meio do Ofício 0409/2017-SAM-DAR-BSM<sup>3</sup>, de 09.03.2017, noticiando a alegada prática recorrente de utilização de ofertas artificiais em negócios realizados no mercado de valores mobiliários pelo Acusado.

3. Devido à necessidade de apuração da conduta nas irregularidades apontadas pela BSM, foi instaurado o presente PAS.

## II. DOS FATOS

4. A Acusação identificou que, no período de janeiro a outubro de 2016, Carlos Ozawa teria utilizado da prática de manipulação de preços por meio de ofertas artificiais de negociação, a qual gerou um benefício econômico de R\$ 208.749,00.

5. Tal prática, conhecida como *spoofing* — que tinha como objetivo criar uma falsa pressão compradora ou vendedora no livro de ofertas do ativo manipulado —, consistia na inserção de ofertas manipuladoras de compra ou de venda de ações sem o propósito de fechar negócio. Segundo a SMI, as ofertas apresentadas pelo Acusado alteraram o *spread*<sup>4</sup> do livro de ofertas e exerceram pressão de demanda ou de oferta, conforme o caso, com intenção de influenciar outros investidores a incluir ou melhorar as respectivas ofertas e, assim, executar a(s) oferta(s) do Acusado constante(s) no lado oposto do livro. Após a realização dos negócios a(s) oferta(s) inserida(s) por Carlos Ozawa era(m) cancelada(s) em curto intervalo de tempo.

6. Além disso, a Acusação apontou que, também no período de janeiro a outubro de 2016, Carlos Ozawa teria realizado 820 OMC intencionais, que consistiram no registro de oferta de compra ou de venda seguido pelo registro de oferta na ponta inversa do livro de ofertas do ativo, a preço melhor ou igual aos praticados pelo mercado em volume inferior ao da oferta inicial, gerando negócios consigo mesmo, a fim de atrair contrapartes para o restante desta oferta inicialmente registrada, o que gerou ao investidor um benefício econômico de R\$ 83.961,00<sup>5</sup>.

---

<sup>3</sup> Doc. 0765749.

<sup>4</sup> *Spread* consiste na diferença de preço entre as melhores ofertas de compra e de venda de um mesmo ativo.

<sup>5</sup> Doc. 0765755.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

7. Em 16.02.2018, a SMI solicitou esclarecimentos<sup>6</sup> a Carlos Ozawa, que, em 01.03.2018, sustentou<sup>7</sup>, em síntese, que “*não se identifica qualquer negócio ou oferta de modo a provocar intencionalmente ‘OMC’, isto porque, todos os negócios submetidos a leilão, portanto sujeitos a interferências por ofertas de qualquer natureza, são realizados por ordem da Autoridade e sujeitas às interferências*” e que “*atua com frequência no mercado buscando as oportunidades que o mercado oferece e valendo-se delas para auferir os resultados esperados. Veja-se, tudo ocorre em estrita observância às Normas ditadas pelas Autoridades, pois todas as operações foram realizadas, fiscalizadas e liquidadas observando-se a legalidade*”.

8. Diante das informações obtidas, a SMI lavrou, em 03.06.2019, peça acusatória (“Termo de Acusação”)<sup>8</sup> em face do Acusado por prática de manipulação de preço no mercado de valores mobiliários, (i) no período de 15.01.2016 a 28.11.2016, através de *spoofing*; e (ii) no período de 18.01.2016 a 28.11.2016, através de OMC intencionais.

### III. ACUSAÇÃO

9. Em relação à prática de *spoofing*, a SMI observou o seguinte *modus operandi*:

1. Criação de falsa liquidez: inserção de oferta com o propósito de exercer pressão compradora ou vendedora e influenciar a decisão de operações de outros investidores, sem intenção de executar negócio;
2. Reação de investidores: investidores reagem ao registro da(s) oferta(s) artificial(is);
3. Posicionamento e execução do negócio: registro de oferta agressora com consequente execução de negócios contra as ofertas dos investidores que reagiram ao registro da(s) oferta(s) artificial(is);
4. Cancelamento: após a realização dos negócios, a(s) oferta(s) artificial(is) é(são) cancelada(s).”

10. A Acusação apontou que também considerou como práticas abusivas de utilização de

---

<sup>6</sup> Ofício nº 75/2018-CVM/SMI/GMA-1 (doc. 0765752).

<sup>7</sup> Doc. 0765753.

<sup>8</sup> Doc. 0765764.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

ofertas artificiais as ocorrências que apresentaram como etapa inicial o posicionamento em um dos lados do livro primeiro e posterior inserção da oferta artificial no outro lado sem o propósito de fechar negócio.

11. Conforme descrito no Termo de Acusação, a SMI identificou 1.089 estratégias descritas acima, tanto na compra quanto na venda, de 51 ativos, as quais teriam proporcionado ao Acusado um ganho de R\$ 208.749,00.

12. Em relação às OMC intencionais, a Acusação descreveu o seguinte *modus operandis*:

“a. Registro de oferta de compra ou de venda por CARLOS para a qual não havia contrapartes no livro de ofertas no preço pretendido (‘Oferta Pretendida’);

b. Registro de oferta na outra ponta do livro no preço da Oferta Pretendida e em volume bem inferior ao dessa Oferta Pretendida (em regra com lote de 100 ações), fechando negócio consigo mesmo (OMC), que alterava a cotação do ativo para o preço da Oferta Pretendida e deixava o saldo não negociado dessa oferta no livro de ofertas aguardando contrapartes; e

c. A movimentação do preço do ativo atraía terceiros para negociar o saldo da Oferta Pretendida que continuava no livro de ofertas, atingindo a finalidade de CARLOS (realizar negócio em preço distinto do que o mercado estava praticando, em condições mais favoráveis para si).”

13. A SMI identificou 820 OMC intencionais, envolvendo 41 ações distintas, as quais teriam proporcionado ao Acusado um ganho de R\$ 83.961,00.

14. Segundo a SMI, o pequeno volume da OMC intencionais comparado ao volume total da oferta que se pretendia executar do outro lado do livro demonstraria a intenção de Carlos Ozawa de atrair contrapartes para o restante da oferta por meio da ludibriação de terceiros com a OMC intencional, que transmitia sinais de preço e demanda ilusórios aos demais participantes do mercado.

15. Ademais, a Acusação apontou que, em resposta a questionamentos enviados pela BSM, a corretora responsável por intermediar tais operações informou que “*possui procedimentos para a supervisão de operações com o intuito de coibir práticas abusivas, sendo que o Cliente [Carlos Ozawa] foi alvo de comunicação ao COAF em maio/2016, por altos índices de acerto em Day Trades e alta incidência/volume das chamadas operações Zé com Zé (Operações com o 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](http://www.cvm.gov.br)

*Comitente - OMC)*”.

16. Nesse sentido, a Acusação propôs a responsabilização de Carlos Ozawa, na qualidade de investidor, por violação ao item I da então vigente ICVM nº 08/1979, em decorrência da prática de manipulação de preços de diversos ativos, nos termos descritos no item II, “b”, da referida Instrução, (i) no período de 15.01.2016 a 28.11.2016, por meio da inserção de ofertas artificiais nos livros de negociação dos ativos (*spoofing*); e (ii) no período de 18.01.2016 a 28.11.2016, por meio de OMC intencionais.

17. Por fim, tendo em vista os indícios de crime de ação penal pública, sugeriu a comunicação ao Ministério Público Federal no Estado de São Paulo.

#### IV. MANIFESTAÇÃO DA PFE

18. A Procuradoria Federal Especializada junto à Comissão de Valores Mobiliários (“PFE-CVM”), ao examinar o Termo de Acusação, por meio do Parecer nº 00134/2019/GJU - 4/PFE-CVM/PGF/AGU<sup>9</sup>, entendeu estarem atendidos os requisitos descritos na Deliberação CVM nº 538/08 e propôs o envio de comunicação ao Ministério Público Federal do Estado de São Paulo.

19. Assim, a SMI, encaminhou ao Superintendente Geral da CVM proposta de comunicação ao Ministério Público Federal no Estado de São Paulo em relação a indícios relacionados à hipótese de crime previsto no art. 27-C, da Lei nº 6.385/76, tendo sido enviado o Ofício nº 194/2019/CVM/SGE ao Ministério Público de São Paulo em 19.07.2019<sup>10</sup>.

#### V. DEFESA E PROPOSTA DE TERMO DE COMPROMISSO

20. Regularmente intimado, Carlos Ozawa apresentou defesa<sup>11</sup> sustentando, em síntese, que:

- (i) os valores apontados pela Acusação como benefício auferido pelo Acusado não correspondem à realidade;
- (ii) “a acusação parte de uma premissa de que é possível se conhecer do que se passa na cabeça do acusado”;

---

<sup>9</sup> Doc. 0798044.

<sup>10</sup> Doc. 0804741.

<sup>11</sup> Doc. 0825372.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

(iii) “[a]s ofertas não estão escondidas, como o próprio nome diz, trata-se de oferta e estas são inseridas no sistema para que todos possam fechar as suas operações contra elas”; e

(iv) “sequer foi demonstrado a formação artificial de preço, afinal, não existe nas cotações valores inferiores a um centavo, razão porque não se pode dizer que ao se colocar oferta de compra e venda com um diferencial de preço de um centavo pode ser caracterizado como manipulação e sim LIQUIDEZ, contudo, nada artificial”.

21. No mesmo dia, o Acusado apresentou proposta de Termo de Compromisso<sup>12</sup>, em que propôs o pagamento de R\$ 10.000,00.

22. Em 07.04.2020, o Colegiado, por unanimidade, acompanhando o parecer do Comitê de Termo de Compromisso, deliberou rejeitar a proposta de termo de compromisso apresentada<sup>13</sup>.

23. Em 25.06.2021, o Acusado apresentou nova proposta de Termo de Compromisso<sup>14</sup>, no valor de R\$ 292.710,00. Após negociação com o Comitê de Termo de Compromisso, Carlos Ozawa majorou a proposta para R\$ 440.000,00, tendo o Colegiado, em 15.02.2022, por unanimidade e acompanhando o parecer do Comitê, deliberado pela rejeição da nova proposta<sup>15</sup>.

## VI. DISTRIBUIÇÃO DO PROCESSO E PAUTA DE JULGAMENTO

24. O processo foi originalmente distribuído ao então Diretor Henrique Machado, em 07.04.2020<sup>16</sup>. Com o fim do seu mandato, o processo foi provisoriamente redistribuído ao Diretor Gustavo Gonzalez, em 12.01.2021<sup>17</sup>, ao Diretor Alexandre Rangel, em 09.03.2021<sup>18</sup>, ao Diretor

---

<sup>12</sup> Doc. 0825371.

<sup>13</sup> Doc. 0986566.

<sup>14</sup> Doc. 1292708.

<sup>15</sup> Doc. 1461112.

<sup>16</sup> Doc. 0971747.

<sup>17</sup> Doc. 1176165.

<sup>18</sup> Doc. 1212190.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

Fernando Galdi, em 09.09.2021<sup>19</sup> e, finalmente, distribuído à minha relatoria, em 11.01.2022<sup>20</sup>.

25. Em 21.08.2023, foi publicada pauta de julgamento no Diário Eletrônico da CVM<sup>21</sup>, em cumprimento ao disposto no art. 49 da Resolução CVM nº 45/2021.

É o relatório.

Rio de Janeiro, 02 de outubro de 2023.

**Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo**

Diretor Relator

---

<sup>19</sup> Doc. 1342548.

<sup>20</sup> Doc. 1424283.

<sup>21</sup> Doc. 1850664.



## 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](http://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 PAS<sup>1</sup> 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

---

<sup>1</sup> 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](http://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](http://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](http://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
<b>10:22:19.231</b>	<b>72</b>	<b>Carlos</b>	<b>50.000</b>	<b>7,39</b>	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](http://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<sup>os</sup> 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<sup>os</sup> 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](http://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 I<sup>2</sup>, 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.

<sup>2</sup> 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](http://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 II<sup>3</sup> 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 Autarquia<sup>4</sup>.

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

<sup>3</sup> Doc. 0762423.

<sup>4</sup> 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](http://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 IPCA<sup>5</sup> 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.

---

<sup>5</sup> <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](http://www.cvm.gov.br)

29. Seguindo os princípios constitucionais da proporcionalidade e da razoabilidade e em linha com precedentes do Colegiado similares ao presente caso<sup>6</sup>, 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/SGE<sup>7</sup>, 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

---

<sup>6</sup> 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.

<sup>7</sup> 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](http://www.cvm.gov.br)

### ANEXO ÚNICO

Atualização dos valores referentes à vantagem econômica auferida

	<b>Tipo Prática</b>	<b>Período</b>	<b>Benefício Auferido (R\$)</b>	<b>Data da última operação irregular</b>	<b>Valor atualizado até 08/2023 (R\$)</b>
	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
<b>Total</b>	-	-	292.710,00	-	411.594,72

<b>Multa (2x)</b>	823.189,44
-------------------	------------

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