



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.008597/2023-64

Reg. Col. 2999/24

Acusado: Jerônimo Martins Veloso Filho

Assunto: Possível criação de condições artificiais de oferta de valores mobiliários.

Relator: Diretor João Accioly

Voto

I. BREVE SÍNTESE DO CASO

1. Entre 2021 e 2022, o Acusado realizou uma média de cerca de 80 OMCs por mês.
2. Questionado sobre as operações, ainda em 2021, alegou tratar-se de sua estratégia de investimento e afirmou que “evitaria ao máximo”, porém seguiu operando da mesma forma.
3. Acusado da realização da infração de criação de condições artificiais, defendeu-se confirmando as operações, mas negou tanto que teria tido o dolo de prejudicar terceiros, quanto que teria efetivamente prejudicado qualquer um.

II. MÉRITO

4. 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.

5. 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, e do que fazem outros participantes. Porém, a Acusação faz a demonstração, em dois exemplos, de que outros participantes do leilão prejudicados, ao não terem os negócios concluídos como teriam sem a atuação do Acusado.
6. Os negócios não são fechados tendo o comitente como contraparte, mas suas ordens afetam a formação de preço dos leilões. Assim, a conduta do Acusado gerou resultados que se adequam à expressão *alterações no fluxo de ordens de compra ou venda*: sem sua conduta, esse fluxo teria sido diferente, pois as “quantidades teóricas” e os “preços teóricos” teriam sido diferentes. Noutros termos, teria havido negócios fechados com outros participantes, se o



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Acusado não tivesse cancelado suas ordens – isso é evidente até mesmo pela sua motivação, já que se não cancelasse realizaria negócios em condições desvantajosas para ele (do que se extrai que outros participantes deixaram de concluir negócios nas condições que esperavam). Assim, claramente ocorreu o resultado exigido de alteração no fluxo de ordens.

- ***Negociações como instrumento da criação de condições***

7. 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, apenas as negociações (“*em decorrência de negociações...*”). Este elemento poderia gerar questionamentos, já que o entendimento do Colegiado, ao organizar os pressupostos da infração, por vezes afirma que seria necessária a “*realização de negócios artificiais*”¹.

8. A valor de face, a expressão “negócios” poderia levar a uma dificuldade ao lidar com OMCs, pois estas não geram um *negócio* de compra e venda: seu efeito prático é exatamente impedir a realização do negócio em termos que o comitente entende desvantajosos.

9. 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. Por outro lado, nem toda negociação leva a negócios. Mas o ato de emitir uma ordem num leilão encaixa-se no conceito de *negociação*, como qualquer oferta.

10. Outra objeção é que, mesmo que o texto dissesse “negócios”, seria razoável considerar que o ato de registrar uma ordem num leilão da bolsa configura um negócio. Ele gera obrigações para o próprio agente (pagar o preço nas compras ou transferir os ativos nas vendas), para a bolsa (processar as ordens e contabilizar os parâmetros), para os demais participantes do leilão, e daí por diante. Assim, esse elemento do tipo também se mostra presente.

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

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

12. 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”.

13. 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 repetidamente, é razoável inferir o estado subjetivo de sua intenção, do dolo.

¹ Em caso recente se adotou a sistematização que 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. (PAS CVM nº 19957.007122/2023-51, Rel. Pres. João Pedro Nascimento, j. em 30/4/2024).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

14. Embora seja plausível a construção de que a repetição indica intenção, entendo ter faltado à própria tese acusatória a demonstração da “*pretensão de se criar um falso mercado, um falso parâmetro de preço ou volume*”². O conceito de dolo, no direito punitivo, não é sempre redutível a uma ação ou omissão em que o agente agiu como e porque quis. Não basta só o agente ter agido conscientemente, é preciso ter agido para *buscar o resultado* previsto no tipo³⁻⁴. No caso das condições artificiais, como bem resume Marcelo Cavalli⁵:

“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.”

15. Ou seja: dolo não apenas de praticar tal ou qual ato, mas *de gerar as alterações no fluxo de ordens* com esse ato. 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.⁶

16. Na mesma linha, transcrevo breve explicação que fiz sobre o assunto em outro PAS:

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 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.⁷

17. Sua alegação de que não quis prejudicar terceiros é até verossímil quando se nota de suas explicações que acredita não haver algo de errado – ponto bem explorado pela Defesa ao tratar de como a matéria é exposta no Manual de Leilões da B3 e da circunstância de ser possível (materialmente) fazer o cancelamento por OMCs - e bem ressaltado pelo nobre advogado, da tribuna, ao mencionar a pouca clareza com que o tema é apresentado aos usuários por intermediários. Nota-se até uma incompreensão de que terceiros são prejudicados, e reconheço que pode não ser imediatamente intuitivo entender como participantes são prejudicados ao não fecharem negócios como resultado do cancelamento.

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

³ 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 no tipo.

⁴ 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.

⁵ CAVALLI, Marcelo. *Manipulação do Mercado de capitais: Fundamentos e limites...* São Paulo: Quartier Latin, 2018 p. 157.

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

⁷ PAS CVM nº 19957.012197/2023-53, de minha relatoria, j. em 5.11.2024.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

18. Ocorre que a aparente dificuldade de entendimento não se mantém sustentável a partir de quando recebe o aviso de que tais operações não são permitidas. O Acusado foi avisado não uma, não duas, mas três vezes de que esse tipo de operação era irregular, e apesar de dizer que não faria mais, continuou operando da mesma forma. Pela analogia acima transcrita (§16), talvez não soubesse da bomba conectada ao interruptor até receber a primeira notificação, mas continuou acionando-o mesmo depois de informado.

19. Sua explicação, aliás, mostra que sabia das consequências do que fazia. Evitar negócios para si próprio significa evitar negócios com terceiros, pois todo negócio em bolsa é bilateral. Isso estava claro para o Acusado no mínimo a partir de setembro de 2021, quando afirmou:

Na minha estratégia (...), às vezes na abertura ou no fechamento **pode entrar algum player grande comprando ou vendendo a opção no qual (sic) estou com ordens** no book. Assim **para minha ordem não ser executada, eu preciso entrar em contrapartida (sic)** do player para que não passe posicionado para o dia seguinte. (Destaques adicionados).

20. Dessa forma, entendo caracterizada a infração de criação de condições artificiais.

III. DOSIMETRIA

21. Para estabelecer a pena-base, faço referência a recente caso de OMCs, em que o réu realizou 85 OMCs durante cerca de 12 meses (em meio a milhares de operações regulares) e interrompeu essa forma de negociação tão logo foi informado de que era proibida⁸. Neste caso, o Acusado fez uma média de 80 OMCs **por mês** durante cerca de 16 meses. Adicione-se a impressionante insistência de seguir operando sabedor não só de que era proibido, como também que estava sendo detectado. É como se tivesse optado por soprar o bafômetro consciente de sua embriaguez. Assim como seria apenado com a suspensão da licença para dirigir, deve ser impedido de atuar no mercado. Como pena base, defino 60 meses de proibição temporária para atuar no mercado de valores mobiliários⁹, o dobro da pena-base do precedente mencionado, pela proporção relativa de reprovabilidade. Como atenuante, reconheço os bons antecedentes, que se compensa com a agravante de conduta reiterada.

22. Voto, assim, pela condenação de Jerônimo Martins Veloso Filho à proibição temporária de atuar em qualquer modalidade do mercado de valores mobiliários brasileiro, **pelo prazo de 60 meses**, pela infração de criação de condições artificiais (art. 3º da RCVM nº 62).

23. Comunique-se ao MP Estadual e ao MP Federal, ambos do Estado do Rio de Janeiro.

Rio de Janeiro, 18 de março de 2025

João Accioly
Diretor Relator

⁸ PAS CVM nº 19957.012197/2023-53, de minha relatoria, j. em 5.11.2024.

⁹ Considerando o disposto no artigo 63, §4º, da Resolução CVM 45