



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 Nº 19957.005977/2016-18
Reg. Col. 0702/17

- Acusados:** José Joaquim Paifer
Paiffer Management Ltda.
- Objeto:** Responsabilidade pela prática de manipulação de preços no mercado de valores mobiliários por meio da inserção de ordens artificiais de compra e venda no livro de ofertas, modalidade *spoofing*, em infração ao item I c/c item II, letra “b” da Instrução CVM nº 8/1979.
- Diretor Relator:** Henrique Balduino Machado Moreira

Relatório

I – Objeto

Trata-se de Termo de Acusação elaborado pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (“SMI” ou “Acusação”) para apurar a responsabilidade de José Joaquim Paifer (“José Joaquim” ou “Acusado”), na qualidade de administrador de carteira, pelo descumprimento ao inciso I c/c item II, “b”, da Instrução CVM nº 8/79¹, em razão da prática de manipulação de preços por meio da inserção de ordens artificiais de compra e venda, na modalidade *spoofing*, no período de 06.03 a 26.11.2013, envolvendo principalmente opções de Vale S.A.

2. Este processo também perquire a responsabilidade de Paiffer Management Ltda. – ME (“Paiffer” ou “Acusada”), na qualidade de investidora, pelo descumprimento ao inciso I c/c item II, “b”, da Instrução CVM nº 8/79, em razão da prática de manipulação de preços por meio da inserção de ordens artificiais de compra e venda, na modalidade *spoofing*, no período de 06.03 a 08.07.2015, envolvendo principalmente contratos futuros de dólar e de índice Ibovespa e opções de Vale S.A e Petróleo Brasileiro S.A – Petrobras.

¹ 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;



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

II – Origem

3. Este processo foi originado do Processo CVM SEI nº 19957.002411/2016-34, que tratou de acusação conduzida pela BM&FBovespa Supervisão de Mercados – BSM, no âmbito do Processo Administrativo Ordinário nº 05/2016 em que se apurou a eventual responsabilidade da Planner Corretora de Valores S.A. (“Planner”) e de Cláudio Henrique Sangar decorrente da prática de *spoofing* realizada pela sua cliente Paiffer Management Ltda. – ME, ora Acusada. Com base nas informações enviadas pela BSM, a SMI considerou estarem presentes as condições para a apuração da conduta dos investidores, ora Acusados.

III – Dos Fatos e da Acusação

4. Em 08.04.2016, a BSM enviou à SMI o Ofício 0522/2016 – SAM-DAR-BSM (fls. 1/2) por meio do qual encaminha o termo de acusação referente ao supracitado Processo Administrativo Ordinário nº 05/2016. A missiva veiculava ainda o Parecer da Superintendência de Acompanhamento de Mercado nº 61/2016 (fls. 3/26) (“Parecer”), e seus anexos (fls. 104/940), acerca das operações realizadas pelos Acusados por intermédio das corretoras Planner, Um Investimentos S.A CTVM (“Um”) e OCTO CTVM S.A (“OCTO”), no período de 06.03.2013 a 08.07.2015, em que teria sido identificada a utilização de *spoofing* em ofertas registradas via DMA. Na documentação enviada pela BSM, destaca-se ainda a carta da UM (fls. 110/111) que discorre sobre a investigação realizada por aquela corretora.

5. O Parecer relata que a estratégia de *spoofing* dos Acusados teve como característica a inserção de ofertas de compra ou de venda com lote expressivo de ações e opções no segmento Bovespa e contratos futuros no segmento BM&F, que foram posteriormente canceladas, em curto intervalo de tempo, cujo objetivo seria o de atrair contrapartes para a execução de suas ofertas constantes no lado oposto do livro, por meio de simulação de pressão compradora ou vendedora nos valores mobiliários.

6. Essa estratégia teria como objetivo favorecer o encerramento ou a abertura de posições assumidas pelos Acusados em patamares de preço que lhe fossem convenientes. Esse favorecimento foi medido por meio da redução da diferença de preço ou pontos entre a melhor oferta de compra e a melhor oferta de venda (“*spread*”) registrada no livro de ofertas do valor mobiliário no momento da execução da estratégia.

7. Segundo o Parecer, o tamanho e o nível de preço das ofertas expressivas registradas por Paiffer e José Joaquim foram essenciais para atrair contrapartes para execução das ofertas dos Acusados constantes na ponta oposta do livro, dado que os demais participantes de negociação reagiram imediatamente à sinalização de pressão compradora ou vendedora.

8. Essa reação imediata à pressão exercida pelos Acusados foi observada no comportamento de outros participantes que alteraram ou registraram novas ofertas para melhores níveis de preço do ativo. Esses participantes seguiram a lógica de mercado de que o aumento expressivo na



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

quantidade ofertada nos primeiros níveis de preço do ativo provocaria a atuação de outros investidores no mesmo sentido de negociação, de forma a aumentar ou diminuir a cotação do preço do ativo.

9. O Parecer considerou como estratégia de *spoofing* todas as ocorrências que apresentaram a seguinte cronologia: 1º) posicionamento de oferta em um dos lados do livro para a execução de negócio; 2º) registro de oferta expressiva no lado oposto do livro com o propósito de exercer pressão e influenciar a decisão de operações de outros investidores; e 3º) cancelamento da oferta expressiva imediatamente após a execução de negócio mencionado no 1º item, no lado oposto do livro.

10. Foram consideradas artificiais as ofertas que constavam no lado oposto do livro até o 5º nível de preço no momento em que foi executado negócio em nome do cliente, e que atendiam simultaneamente as seguintes características: (i) ofertas de tamanho pelo menos 1,8 vezes maior que a soma de todas as outras ofertas constantes no mesmo lado do livro do ativo, até o 3º nível de preço; (ii) ofertas 6 vezes maiores que o tamanho médio praticado pelo mercado nos 3 pregões que antecederam o negócio e; (iii) que tenham permanecido menos de 10 segundos no livro do ativo.

11. Por sua vez, a carta da corretora UM, enviada em atenção à solicitação da BSM, relata que procedeu investigação dos fatos referentes aos negócios realizados pela conta que tem como titular José Joaquim nos pregões 03/04, 04/04 e 05/04/2013 com VALED34 e em 10/04/13 com OGXP3. Em paralelo, questionou o Agente Autônomo de Investimentos sobre a participação dele no processo de decisão de negociação de José Joaquim e obteve a seguinte resposta:

“O cliente opera por conta própria e tem sua estratégia executada por ele mesmo. Em alguns casos ele nos utiliza para inserção de ordens, casos esses esporádicos. Não temos nenhuma influência sobre a forma como o cliente opera ou na sua tomada de decisão. Acreditamos que o mesmo faça uso de algoritmo ou algum outro trade system para parametrizar suas operações”.

12. Em 20.06.2016, foi enviado o Ofícios nº 32/2016/CVM/SMI/GMA-1, à José Joaquim solicitando manifestação para os fins previsto no art. 11² da Deliberação CVM nº 538. O acusado respondeu que:

“Em dezembro de 2012, José Joaquim Paifer e, logo mais, a Tuchê Asset Management contrataram 2 traders (Rafael Damiatí Ferreira Alves e Saulo Alves de Carvalho Sampaio) que operavam estratégias de day-trade há mais de 5 anos nos mercados de opções e ações. As estratégias por eles apresentadas se resumiam em basicamente 2 tipos:

- (i) a compra ou venda tendenciada com base na correlação e desempenho do índice futuro Ibovespa;*
- (ii) a compra ou venda de acordo com a tendência do ativo.*

² Art. 11. Para formular a acusação, as Superintendências e a PFE deverão ter diligenciado no sentido de obter do investigado esclarecimentos sobre os fatos descritos no relatório ou no termo de acusação, conforme o caso.

Parágrafo único. Considerar-se-á atendido o disposto no caput sempre que o acusado:

I – tenha prestado depoimento pessoal ou se manifestado voluntariamente acerca dos atos a ele imputados; ou

II – tenha sido intimado para prestar esclarecimentos sobre os atos a ele imputados, ainda que não o faça.



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

Lotes expressivos:

Os lotes são colocados com base nos limites de riscos formais da corretora e que estamos disponíveis para operar. Com base na planilha de Black&shoes onde buscamos precificar uma opção com base no preço do ativo, volatilidade e expectativas, inserimos ordens onde nos sentimos confortáveis vender lotes maiores possibilitando menor risco naquele momento. Negociamos em diversos dias um total superior a 3 milhões de opções em cada ponta, sendo que as métricas de preço e risco nos permitem coloca-los ao preço que poderia ser feito com segurança de ser executado com possibilidade de maior ganho. As ordens são inseridas e canceladas conforme as condições de mercado e precificação que temos. Não consideramos lotes expressivos.

Cabe ressaltar que todos os dias as quantidades negociadas dos ativos eram muito superiores aos lotes considerados expressivos, portanto nossas ordens eram firmes, apenas mudavam de acordo com as correlações dos índices e precificações.

Explicando a estratégia:

Tendência base da bolsa, tendência base do papel.

invertemos as ordens de acordo com o movimento do ativo, nunca iniciamos o movimento, caso ele seja contrário ao movimento inicial buscamos stops que possam fazer com que não haja perda operacional. Exemplo comprou a 0,40 e quer vender no 0,41; se o papel não andou vendemos no 0,40. O norte que normalmente dá é a operação tendenciada com base no índice futuro de IBOVESPA que pode fazer movimento contrário ao papel.

Perante nossas métricas de riscos traçadas não podemos correr risco maior de R\$ 0,01 (um centavo) por ação visto que aos preços do patamar analisado já apresentavam potencial 2,5% de perda e de ganho.

Isso explica a adoção de estratégias diferentes para o mesmo papel esclarecendo inclusive a existência de ordens opostas com o mesmo ativo.

Papéis Operados.

Vale

Iniciamos nossas operações nas opções da VALE por entender que temos um modelo muito assertivo de precificação do ativo. Ele atendia a todos os critérios: volatilidade, liquidez, liquidez para zerar uma posição grande etc.;

OGX

Em função de diversas razões passamos a operar de forma mais contundente:

- (i) 3º papel mais líquido da bolsa;*
- (ii) menor custo com emolumentos do que o mercado de opções;*
- (iii) grande volatilidade;*
- (iv) papel com correlação ao índice Ibovespa; e*
- (v) grande fluxo de operações financiamento, reversão, travas, arbitragem.*

Cabe ainda esclarecer que:

- (i) nossos negócios eram sempre firmes;*
 - (ii) sempre negociamos quantidades muito superiores aos lotes ofertados por ordem; e (iii) nunca tivemos a intenção de influenciar os preços, uma vez que sempre fizemos negócios em todos os preços do dia;*
- Esclarecemos também que desde março de 2015 os traders acima mencionados não fazem mais parte do quadro societário ou do time de traders da Tuchet Asset Management”.*

13. Em 23.06.2016, foi enviado o Ofício nº 33/2016/CVM/SMI/GMA-1, à Paiffer também solicitando manifestação para os fins previstos no art. 11 da Deliberação CVM nº 538. A acusada respondeu que:

“Em 01.10.2013, a Paiffer Management Ltda – Me contratou 2 traders que vinham de uma ótima performance na Tuchê Asset Management Administração de Carteiras Ltda., mas por problemas de volatilidade nas suas operações (perde alguns dias e ganham em outros) passaram a operar com o capital próprio da companhia. Eles eram os responsáveis pelas operações até março de 2015, quando se desligaram completamente após um grande prejuízo causado.

Os traders eram Rafael Damiani Ferreira Alves e Saulo Alves de Carvalho Sampaio.

A estratégia utilizada por eles era a mesma utilizadas anteriormente no Asset, que são:



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

- (i) a compra ou venda tendenciada com base na correlação e desempenho do índice futuro Ibovespa;
- (ii) a compra ou venda de acordo com a tendência do ativo.

Lotes expressivos:

Os lotes são colocados com base nos limites de riscos formais da corretora e que estamos disponíveis para operar. Com base na planilha de Black&shoes onde buscamos precificar uma opção com base no preço do ativo, volatilidade e expectativas, inserimos ordens onde nos sentimos confortáveis vender lotes maiores possibilitando menor risco naquele momento. Negociamos em diversos dias um total superior a 3 milhões de opções em cada ponta, sendo que as métricas de preço e risco nos permitem coloca-los ao preço que poderia ser feito com segurança de ser executado com possibilidade de maior ganho. As ordens são inseridas e canceladas conforme as condições de mercado e precificação que temos. Não consideramos lotes expressivos.

Cabe ressaltar que todos os dias as quantidades negociadas dos ativos eram muito superiores aos lotes considerados expressivos, portanto nossas ordens eram firmes, apenas mudavam de acordo com as correlações dos índices e precificações.

Explicando a estratégia:

Tendência base da bolsa, tendência base do papel.

invertemos as ordens de acordo com o movimento do ativo, nunca iniciamos o movimento, caso ele seja contrário ao movimento inicial buscamos stops que possam fazer com que não haja perda operacional. Exemplo comprou a 0,40 e quer vender no 0,41; se o papel não andou vendemos no 0,40. O norte que normalmente dá é a operação tendenciada com base no índice futuro de IBOVESPA que pode fazer movimento contrário ao papel.

Perante nossas métricas de riscos traçadas não podemos correr risco maior de R\$ 0,01 (um centavo) por ação visto que aos preços do patamar analisado já apresentavam potencial 2,5% de perda e de ganho.

Isso explica a adoção de estratégias diferentes para o mesmo papel esclarecendo inclusive a existência de ordens opostas com o mesmo ativo.

Papéis Operados.

Vale

Iniciamos nossas operações nas opções da VALE por entender que temos um modelo muito assertivo de precificação do ativo. Ele atendia a todos os critérios: volatilidade, liquidez, liquidez para zerar uma posição grande etc.;

OGX

Em função de diversas razões passamos a operar de forma mais contundente:

- (i) 3º papel mais líquido da bolsa;
- (ii) menor custo com emolumentos do que o mercado de opções;
- (iii) grande volatilidade;
- (iv) papel com correlação ao índice Ibovespa; e
- (v) grande fluxo de operações financiamento, reversão, travas, arbitragem.

Cabe ainda esclarecer que:

- (i) nossos negócios eram sempre firmes;
 - (ii) sempre negociamos quantidades muito superiores aos lotes ofertados por ordem; e (iii) nunca tivemos a intenção de influenciar os preços, uma vez que sempre fizemos negócios em todos os preços do dia;
- Esclarecemos também que desde março de 2015 os traders acima mencionados não fazem mais parte do quadro societário ou do time de traders da Tuchet Asset Management”.

14. Em 5 de setembro de 2016, foi elaborado o Termo de Acusação pela SMI relatando as conclusões do Parecer e as respostas enviadas aos ofícios daquela área técnica. A acusação também descreve os depoimentos prestados em 11 de julho de 2016 por telefone pelos senhores Rafael Damiaty Ferreira Alves e Saulos Alves de Carvalho Sampaio. Transcreve-se:

Depoimento do Sr. Rafael Damiaty (0152430)

Marco Papera (CVM): Meu nome é Marco Antonio Papera Monteiro, eu sou analista da Comissão de Valores Mobiliários. Nós temos algumas operações em análise e no curso dos trabalhos surgiu o seu nome, e eu estou entrando em contato para obter alguns esclarecimentos. O senhor teria um tempinho?



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

Rafael Damiani: Claro, claro.

Marco Papera (CVM): Preciso informar que esta ligação está sendo gravada, e que o senhor tem o direito de não responder qualquer pergunta caso não se sinta confortável. Hoje é dia onze de julho de 2016, e são 12h57. No período de março de 2013 a março 2015 foram detectadas algumas operações realizadas por Paiffer Management Ltda e Jose Joaquim Paiffer. Operações com opções de Vale com contrato futuro de Bovespa e contratos futuros de dólar. Essas operações tiveram a seguinte característica: colocação de uma oferta de venda de um determinado lado do livro, p.ex. quero vender 100 ações do papel da opção tal. E no momento seguinte colocação de ofertas de um número muito elevado de outra ponta do livro. Por exemplo, se eu quero vender 100 ações, no momento seguinte foi verificada a colocação de oferta de compra de um lote muito grande, por exemplo, dois milhões de ações, e depois três milhões de ações. Essas ofertas ficavam no livro em um período de tempo muito curto, no máximo 10 segundos e retiradas. Isto causava uma oferta, uma pressão compradora e aí depois de realizada a primeira oferta inserida, que era a venda das 100 ações, a estratégia não era mais feita. Ao questionar a Paiffer Management Ltda e Jose Joaquim Paiffer ele respondeu que o senhor e o senhor Saulo eram os responsáveis por estas operações. O senhor confirma esta informação?

Rafael Damiani: Não, até por que eu e Saulo trabalhávamos como consultor na mesa, e quem era o gestor que fazia todas as operações sempre foi o Joaquim. Tanto que as plataformas, tudo, sempre foram diretamente no nome dele. Então a gente passava as operações, lá se operava de tudo, índice, papeis, dólar, passávamos as operações, e quem fazia toda a parte de direção era o gestor. Tanto que ele é gestor do escritório, da parte Management.

Marco Papera (CVM): Passavam então a sugestão da operação?

Rafael Damiani: Isto, sempre fazíamos a sugestão da operação. Tanto eu quanto Saulo tínhamos um escritório, depois fomos para Paiffer como consultores, e aí nós sugeríamos as operações, mas quem fazia tudo era o Joaquim. Tanto que as plataformas eram tudo no nome dele, não teria como ser diferente.

Marco Papera (CVM): Estas operações tanto no nome dele tanto no nome da Paiffer Management, quem realizava estas operações era o José Joaquim Paifer então?

Rafael Damiani: Sim, como falamos, a gente trabalhava na parte da sugestão, fazia a elaboração das operações e repassava as operações.

(...)

Marco Papera (CVM): De todo o modo o senhor não tinha autonomia para realizar operações em nome do Joaquim ou em nome da Paiffer?

Rafael Damiani: Não, tanto que a plataforma estava diretamente no nome dele. Eu e o Saulo fazíamos a parte de sugestão de operações.

Depoimento do Sr. Saulo Alves (0152429)

Marco Papera (CVM): Meu nome é Marco Antonio Papera Monteiro, eu sou da Comissão de Valores Mobiliários. Nós temos algumas operações em análise e no curso dos trabalhos surgiu o seu nome, e eu estou entrando em contato para obter alguns esclarecimentos. O senhor teria um tempinho?

Saulo: Claro, claro.

Marco Papera (CVM): Preciso informar que esta ligação está sendo gravada, e que o senhor tem o direito de não responder qualquer pergunta caso não se sinta confortável. Hoje é dia onze de julho de 2016, e são 12h25. No período de março de 2013 a março 2015 foram detectadas algumas operações realizadas por Paiffer Management Ltda e Jose Joaquim Paiffer. O senhor trabalhou nesta empresa? O senhor trabalhou para o senhor Jose Joaquim Paifer neste período?

Saulo Alves: 2013 né? Trabalhei Sim.

Marco Papera (CVM): Detectamos neste período muitas operações com a estratégia de spoofing. O senhor sabe o que é spoofing?

Saulo Alves: Não.

Marco Papera (CVM): Spoofing é posicionamento da oferta de um dos lados do livro, e aí no momento seguinte registro de ofertas com lote grande do outro lado do livro, em um curto período de tempo que causa uma pressão na ponta oposta, que faz com que o outro negócio colocado do outro lado do livro seja fechado. E esta oferta grande do outro lado é cancelada em um período curto de tempo. Nós selecionamos algumas operações. Estas operações em que eu estou me referindo são especificamente as ofertas colocadas com tamanho pelo menos 1,8 vezes maior que a soma de todas as ofertas constantes no mesmo lado do livro, até o terceiro nível de preço, realizadas com opções de Vale, contratos futuros de taxa



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

cambio e contratos futuro de BOVESPA. E estas ofertas foram seis vezes maiores que o tamanho médio praticado pelo mercado, e ficaram no livro em um período de até dez segundos. Encaminhamos uma correspondência para Jose Joaquim Paifer, questionando a realização destas operações. Em resposta, tanto o Jose Joaquim Paifer quanto a Paiffer Management informaram que você era um dos responsáveis pela realização destas operações. O senhor confirma?

Saulo Alves: *Obvio que não.*

Marco Papera (CVM): *Vou ler a resposta para você. “Em 01.10.2013 a Paiffer Management Ltda – Me, contratou 2 traders que vinham de uma ótima performance na Tuchê Asset Management Administração de Carteiras Ltda., mas por problemas de volatilidade nas suas operações (perde alguns dias e ganham em outros) passaram a operar com o capital próprio da companhia. Eles eram os responsáveis pelas operações até marco de 2015, no qual se desligaram completamente após um grande prejuízo causado”. Estas afirmações se referem ao senhor e ao senhor Rafael Damiani Ferreira Alves. O senhor não confirma esta informação?*

Saulo Alves: *Não, nós tínhamos feito uma parceria com eles, outra empresa que foi criada, chamada WPHH, foi uma empresa criada para fazer operações de bolsa. A WPHH, eu e Rafael ficaríamos responsáveis por encontrar operações de bolsa, operações estas que seriam discutidas entre os sócios, no caso, eu, Rafael, Carol e após o aval dele, as operações eram feitas. Nosso papel lá era encontrar oportunidades. Tanto é que vocês que são da CVM e tem acesso ao contrato da day trade da Paiffer Management e tal, vocês vão ver que a gente nunca entrou em nenhum lugar de Paiffer Management. Nós não éramos nem sócios, muito menos funcionários.*

Marco Papera (CVM): *Não eram funcionários da Paiffer Management, nem funcionário do Senhor Jose Joaquim Paifer?*

Saulo: *Nunca fui funcionário dele.*

Marco Papera (CVM): *Nunca realizaram nenhuma operação em nome da Paiffer Management ou em nome do Jose Joaquim Paifer?*

Saulo Alves: *Não, todas as operações que realizamos foram feitas com a autorização dele, nós não tínhamos autonomia. Nossa parceria foi feita exatamente para isto, para identificar operações. Inclusive as operações na qual a gente mais identificou oportunidade foi na OGX.*

(...)

15. Assim, com esteio nas informações prestadas pela BSM e nas respostas colhidas durante a instrução, a Acusação afirma que entre 01.10.2013 e 08.09.2014 a Paiffer realizou 463 estratégias de *spoofing* nos segmentos de negociação da BM&FBOVESPA em operações intermediadas pela UM. Essas estratégias teriam ocasionado 3.263 negócios que geram ao investidor lucro bruto em diferencial de *spread* de R\$ 179 mil no período. Transcreve-se abaixo um exemplo de estratégia de *spoofing* observada pela SMI:

“24. No exemplo abaixo, ocorrido no segmento de negociação BOVESPA, está descrita estratégia de *spoofing* envolvendo negócios de compra realizados com séries de opções sobre ações emitidas pela Vale S.A. (VALEK36), realizados por Paiffer Management em 06.11.2013, por intermédio da Um Investimentos S.A CTVM.

25. As tabelas abaixo demonstram o livro de ofertas de VALEK36, contendo horários de registro, preços e quantidades ofertadas da série de opções em 06.11.2013. Nesse exemplo, Paiffer registro oferta de compra de 50.000 opções de séries VALEK36, às 10h22m48s626ms, ao preço R\$ 0,39, conforme destacado na tabela (posicionamento para a execução de negócio).

Livro de ofertas de VALE35 em 06.11.2013, às 10h22m48s626ms, com destaque para a oferta inserida por Paiffer Management

Ofertas de Compra					Ofertas de Venda				
Hora de Registro	Participante	Cliente	Quantidade	Preço em R\$	Preço em R\$	Quantidade	Cliente	Participante	Hora de Registro

**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

10:22:42.418	37	19.600	0,39	0,40	50.000	37	10:06:13.106	
10:22:46.615	3	10.000	0,39	0,40	1.000	39	10:06:59.932	
10:22:47.350	564	5.000	0,39	0,40	600	90	10:07:55.784	
10:22:48.626	Um	Paiffer	50.000	0,39	0,40	8.600	21	10:09:56.628
10:21:28.403	98	3.500	0,38	0,40	25.000	39	10:14:34.525	
10:21:40.126	564	5.000	0,38	0,40	2.000	3	10:18:36.559	
10:21:43.057	227	12.000	0,38	0,40	13.000	98	10:20:19.786	
10:21:50.512	227	5.000	0,38	0,40	1.000	114	10:20:57.334	
10:21:58.331	86	30.000	0,38	0,40	15.000	3	10:21:23.485	
10:22:05.268	37	2.000	0,38	0,40	15.000	3	10:22:25.818	
10:22:16.376	3	10.000	0,38	0,40	5.000	3	10:22:25.819	
10:22:22.058	39	10.000	0,38	0,40	15.000	3	10:22:25.820	
10:22:27.688	98	4.400	0,38	0,40	50.000	45	10:22:47.849	

Fonte: BM&FBOVESPA

26. Instantes depois, às 10h22m52s006ms, Paiffer registrou oferta expressiva de venda de 2.000.000 opções da série ao preço de R\$ 0,40, conforme destaque em azul (oferta expressiva registrada com o verificado propósito de exercer pressão vendedora no livro de modo a influenciar a decisão de operações de outros investidores).

27. Conforme a BSM, nesse exemplo foram consideradas como expressivas as ofertas de venda maiores que 89.608 opções, que se refere à quantidade 6 vezes maior que o tamanho médio das ofertas registrados no livro de VALEK36 nos 3 pregões anteriores à data do negócio. Dessas ofertas, foram consideradas expressivas aquelas que eram pelo menos 1,8 vezes maiores que a soma de todas as outras ofertas constantes no mesmo lado do livro, até o 3º nível de preço.

Livro de ofertas de VALEK36 em 06.11.2013, às 10h22m52s006ms, com destaque para as ofertas inseridas por Paiffer Management

Ofertas de Compra					Ofertas de Venda				
Hora de Registro	Participante	Cliente	Quant.	Preço em R\$	Preço em R\$	Quant.	Cliente	Participante	Hora de Registro
10:22:42.418	37		19.600	0,39	0,40	50.000		37	10:06:13.106
10:22:46.615	3		10.000	0,39	0,40	1.000		39	10:06:59.932
10:22:47.350	564		5.000	0,39	0,40	600		90	10:07:55.784
10:22:48.626	Um	Paiffer	50.000	0,39	0,40	8.600		21	10:09:56.628
10:22:48.628	98		13.000	0,39	0,40	25.000		39	10:14:34.525
10:22:48.665	3		400	0,39	0,40	13.000		98	10:20:19.786
10:21:28.403	98		3.500	0,38	0,40	1.000		114	10:20:57.334
10:21:40.126	564		5.000	0,38	0,40	15.000		3	10:22:25.817
10:21:43.057	227		12.000	0,38	0,40	15.000		3	10:22:25.818
10:21:50.512	227		5.000	0,38	0,40	5.000		3	10:22:25.819
10:21:58.331	86		30.000	0,38	0,40	15.000		3	10:22:25.820
10:22:05.268	37		2.000	0,38	0,40	50.000		45	10:22:47.849
10:22:16.376	3		10.000	0,38	0,40	2.000.000	Paiffer	Um	10:22:52.006

Fonte: BM&FBOVESPA

28. Nesse exemplo, a pressão vendedora de Paiffer, exercida por meio do registro de oferta de venda de 2.000.000 opções no livro de ofertas de VALEK36, fez com que o Participante 8 registrasse sucessivas ofertas de venda, (destacadas em vermelho) favorecendo a execução da oferta de compra de 50.000 opções de Paiffer por meio de 15 negócios (destacados na tabela abaixo).

Negócios de compra envolvendo 50.000 opções executado por Paiffer em 06.11.2013 entre 10h22m52s006 e 10h22m53s012ms, a partir do registro de venda de 2.000.000 opções de VALEK36

**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

Ofertas de Compra					Número Negócio	Ofertas de Venda				
Hora Registro / Execução	Participante	Cliente	Qtd.	Preço R\$		Preço R\$	Qtd.	Cliente	Participante	Hora Registro
10:22:48.626	Um	Paiffer	50.000	0,39	8.330	0,39	10.400		8	10:22:52.008
					8.340	0,39	3.000		8	10:22:52.196
					8.350	0,39	3.000		8	10:22:52.214
					8.360	0,39	3.000		8	10:22:52.223
					8.370	0,39	3.000		8	10:22:52.274
					8.380	0,39	3.000		8	10:22:52.275
					8.390	0,39	3.000		8	10:22:52.316
					8.400	0,39	3.000		8	10:22:52.319
					8.410	0,39	3.000		8	10:22:52.714
					8.420	0,39	3.000		8	10:22:52.716
					8.430	0,39	3.000		8	10:22:52.718
					8.440	0,39	3.000		8	10:22:53.006
					8.450	0,39	3.000		8	10:22:53.008
					8.460	0,39	3.000		8	10:22:53.010
					8.470	0,39	600		8	10:22:53.012
10:22:48.665	3		400	0,39		0,39	400		8	10:22:53.012
10:21:28.403	98		3.500	0,38		0,40	50.000		37	10:06:13.106
10:21:40.126	564		5.000	0,38		0,40	1.000		39	10:06:59.932
10:21:43.057	227		12.000	0,38		0,40	600		90	10:07:55.784
10:21:50.512	227		5.000	0,38		0,40	8.600		21	10:09:56.628
10:21:58.331	86		30.000	0,38		0,40	25.000		39	10:14:34.525
10:22:05.268	37		2.000	0,38		0,40	13.000		98	10:20:19.786
10:22:16.376	3		10.000	0,38		0,40	1.000		114	10:20:57.334
10:22:22.087	8		24.000	0,38		0,40	15.000		3	10:21:23.485
10:22:32.156	3		13.000	0,38		0,40	15.000		3	10:22:25.818
10:22:37.286	27		5.000	0,38		0,40	5.000		3	10:22:25.819
10:22:39.678	86		5.000	0,38		0,40	15.000		3	10:22:25.820
10:22:45.884	386		10.000	0,38		0,40	50.000		45	10:22:47.849
10:22:45.885	386		3.200	0,38		0,40	2.000.000	Paiffer	Um	10:22:52.006

Fonte: BM&FBOVESPA

29. Após a execução da oferta de compra de 50.000 opções da série VALEK36, Paiffer cancelou a oferta de venda de 2.000.000 opções às 10h22m54s556ms, uma vez que já havia sido viabilizada a execução da operação de compra.

30. Essa estratégia de spoofing demonstrada gerou a Paiffer o benefício financeiro de R\$ 500,00 que é o resultado obtido pela multiplicação da quantidade de opções negociada, e diferença de spread identificada antes do registro da oferta expressiva, calculado como segue:

Benefício Financeiro = Qtd. de opções x (Spread)

Benefício Financeiro = 50.000 x (0,40 – 0,39)

Benefício Financeiro = R\$ 500,00”

16. A Acusação também identificou a aplicação da estratégia de spoofing pela Paiffer por intermédio da Planner em 100 pregões, no período de 01.08.2014 a 31.03.2015, 60% do período em análise, nos segmentos de negociação BM&F e BOVESPA que teriam gerado ao investidor o benefício financeiro em diferencial de spread de R\$ 682,5 mil. Nessas estratégias, teria sido identificado o registro de ofertas com lotes expressivos por Paiffer no lado oposto ao que o



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

cliente executou operações que apresentaram 97,27% de taxas de cancelamento integral após curto intervalo de tempo de permanência no livro de ofertas dos contratos (4 segundos em média).

17. A Acusação ainda refuta as alegações da Acusada contidas na resposta ao Ofício nº 33/2016/CVM/SMI/GMA-1. Em seu entendimento:

- a) consta na ficha cadastral da Paiffer junto à Planner CTVM S.A. que a única pessoa autorizada a emitir ordens em nome da sociedade é o Sr. José Joaquim Paifer, sócio administrador da empresa;
- b) as características das ofertas inseridas demonstram que as ofertas se trataram de artifício utilizado para consecução de negócio previamente pretendido; e
- c) conforme documentação obtida junto ao Sistema SERPRO, a Paiffer tem como objeto social atividades de consultoria de gestão empresarial, seus sócios são José Joaquim Paifer (Diretor Responsável junto à Receita Federal), Ana Carolina Paifer e WHPH Part. e Empr. S.A. (cujo quadro societário é composto por José Joaquim Paifer e Ana Carolina Paifer).

18. Por fim, em relação à Paiffer, a Acusação conclui que a Acusada descumpriu o disposto no inciso I da Instrução CVM nº 08/79, tendo em vista a prática de manipulação de preços através de inserção de ordens artificiais de compra e venda (prática de *spoofing*), no período de 06.03.2013 a 08.07.2015, envolvendo principalmente contratos futuros de dólar e de índice Ibovespa e opções de Vale e Petrobrás. A prática do ilícito teria promovido vantagem financeira à Paiffer de cerca de R\$ 855 mil.

19. Quanto ao outro acusado, a SMI destaca que no período de 28.03.2013 a 26.11.2013, também foi identificada a estratégia de spoofing em operações realizadas pela conta máster de José Joaquim Paifer. O Acusado teria realizado 385 estratégias de spoofing no segmento de negociação BOVESPA em operações intermediadas pela Corretora Um Investimentos. Essas estratégias teriam ocasionado 2.377 negócios que geraram lucro bruto em diferencial de spread de R\$120 mil no período.

20. A estratégia utilizada por José Joaquim Paifer, em operações com ações e séries de opções sobre ações emitidas pela Vale S.A, por meio de sua conta máster, também teve como característica a inserção de ofertas de compra ou de venda com lote expressivo, as quais eram posteriormente canceladas, cujo objetivo seria o de atrair contrapartes para execução de suas ofertas na ponta oposta do livro por meio da simulação de pressão compradora ou vendedora do ativo, conforme o caso.



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

21. No período de 06.03.2013 a 30.09.2013, também foi identificada a estratégia de *spoofing* em operações realizadas pela conta máster de José Joaquim Paifer, por intermédio da Octo CTVM S.A. Essas operações foram registradas inicialmente com o código da conta máster de José Joaquim Paifer e posteriormente especificadas para 5 clientes distintos e também tiveram como característica a inserção de ofertas de compra ou de venda com lote expressivo opções, as quais eram posteriormente canceladas, em operações com séries de opções sobre ações emitidas pela Vale S.A. e pela Petrobras S.A.

22. No período de 06.03.2013 a 30.09.2013, José Joaquim Paifer teria realizado 773 estratégias de *spoofing* no segmento de negociação BOVESPA em operações intermediadas pela Corretora Octo. Essas estratégias teriam ocasionado 4.508 negócios que geraram lucro bruto em diferencial de spread de R\$ 222 mil no período.

23. Por fim, a Acusação igualmente refuta as respostas do Acusado ao Ofício nº 32/2016/CVM/SMI/GAM-1 e conclui ter restado comprovado que José Joaquim Paifer descumpriu o disposto no inciso I da Instrução CVM nº 08/79, em razão da prática de manipulação de preços através de inserção de ordens artificiais de compra e venda (prática de *spoofing*), no período de 06.03 a 26.11.2013, envolvendo principalmente opções de Vale S.A. A prática do ilícito teria gerado vantagem financeira de cerca de R\$ 342 mil.

III – Da Manifestação da PFE (fls. 143-148)

24. Examinada a peça acusatória, a Procuradoria Federal Especializada – PFE manifestou-se favoravelmente à adequada instrução do feito, registrando que:

- a) a indicação e a qualificação dos acusados ocorreu corretamente no item 68 do Termo de Acusação;
- b) da narrativa dos fatos tem-se que a materialidade das infrações apuradas foi suficientemente comprovados;
- c) a autoria das infrações apuradas foi demonstrada em conformidade com a narrativa descrita nos iten 23 a 67 do Termo de Acusação, frisando especialmente a informações de que a única pessoa autorizada a emitir ordens em nome da sociedade seria o Sr. José Joaquim Paifer, na qualidade de sócio administrador da empresa;
- d) o dispositivo regulamentar infringido foi expressamente indicado; e



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) deve ser encaminhada comunicação³ ao Ministério Público Federal de São Paulo, na forma do inciso I do artigo 10 da Deliberação CVM nº 538/08⁴ e do art. 9º da Lei Complementar nº 105/01⁵, considerando que a infração em questão também configura o tipo penal “Manipulação de Mercado”, tal como descreve o art. 27-C⁶ da Lei nº 6.385/76.

25. Por fim, nos termos do despacho de fls. 961, foi solicitado⁷ que a imputação contemple, além da referência ao item 1 da Instrução CVM nº 8/1979, a específica tipificação da prática irregular objeto do presente processo administrativo sancionador, qual seja, a letra “b” do item II da mesma Instrução.

IV – Da Defesa (fls. 1007-1095)

26. Devidamente intimados, os Acusados apresentaram as razões de defesa em conjunto em 13.12.2016. Em resumos, os Acusados sustentam que:

- a) a Acusação não teria demonstrado a materialidade do delito, já que as informações apresentadas (nos anexos ao termo de acusação) não são suficientes para suportar os pressupostos da tese acusatória e, portanto, para corroborá-la. Os números contraditórios no termo de acusação (e no Parecer BSM) e a inexistência de ferramentas que permitam aos Acusados contestar a tese acusatória apenas corroboram a necessidade de reconhecer essa preliminar e de determinar o arquivamento deste PAS sem julgamento de mérito;
- b) a Acusação não teria apresentado elementos que comprovem a autoria do delito e atribui uma espécie de responsabilidade objetiva aos Acusados;
- c) o que a Acusação caracteriza como *spoofing* não coincidiria com as práticas perseguidas sob o mesmo nome no exterior. Diferentemente do que ocorreria neste caso - em que os Acusados tinham a intenção de assumir e manter posições em determinados contratos -, a jurisprudência internacional sobre o assunto se voltaria sobre casos em que o infrator realiza uma série de operações visando a produzir oscilações nas cotações de valores mobiliários;

3 O Ministério Público Federal de São Paulo foi comunicado por meio do Ofício nº 166/2016/CVM/SGE, de 11 de outubro de 2016. (fls. 985).

4 Art. 10. Compete ao Superintendente Geral efetuar comunicações: I – ao Ministério Público, verificada a ocorrência de crime definido em lei como de ação pública, ou indícios da prática de tais crimes; e (...).

5 Art. 9º Quando, no exercício de suas atribuições, o Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários verificarem a ocorrência de crime definido em lei como de ação pública, ou indícios da prática de tais crimes, informarão ao Ministério Público, juntando à comunicação os documentos necessários à apuração ou comprovação dos fatos.

6 Art. 27C. Realizar operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas, com a finalidade de alterar artificialmente o regular funcionamento dos mercados de valores mobiliários em bolsa de valores, de mercadorias e de futuros, no mercado de balcão ou no mercado de balcão organizado, com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros: (Artigo incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

7 A providência solicitada pela PFE foi realizada conforme Termo de Acusação de fls. 963/976.



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

- d) ainda que se concluísse que houve *spoofing*, essa prática não caracterizaria um dos ilícitos previstos na regulação do mercado de capitais brasileira. Isso seria comprovado pela própria confusão conceitual entre a SMI e a BSM quanto ao ilícito praticado e pelo fato de que não há sequer um processo administrativo sancionador julgado que tenha apreciado esse tipo de conduta;
- e) seria necessário preservar a segurança jurídica, a confiança e a expectativa dos Acusados, e de todos os demais agentes do mercado, que são ineditamente acusados por uma prática que jamais fora questionada pelo regulador;
- f) seria preciso reconhecer que a inércia da CVM em manifestar seu entendimento sobre o assunto impõe, no mínimo, o reconhecimento de que os Acusados agiam sob erro de proibição;
- g) a Acusação não explicaria como a inserção de ordens de tamanho expressivo num determinado lado do livro é capaz de levar outros participantes a melhorar o preço de suas ofertas nesse mesmo lado - um pressuposto central na sua tese;
- h) a Acusação não teria avaliado se a mudança de preço que teria permitido a execução de uma ordem resultou de um movimento maior do mercado e, não, de um suposto artifício dos Acusados;
- i) a metodologia utilizada pela acusação para o cálculo do suposto benefício econômico dos Acusados padeceria de uma série de vícios, pois não se demonstrou que os Acusados se desfizeram, em condições vantajosas, dos negócios que executaram;
- j) o cálculo de qualquer benefício apurado por um comitente em operações no mercado de valores mobiliários deveria considerar o valor dispendido no pagamento das taxas de corretagem e emolumentos; e
- k) as operações realizadas nas contas máster do Defendente José Joaquim foram reespecificadas para determinados investidores de forma que a Acusação não poderia atribuir a ele 100% do benefício.

V – Termo de Compromisso

27. Em 11 de janeiro de 2017, os Acusados apresentaram proposta conjunta de celebração de Termo de Compromisso em que se comprometeram a realizar o pagamento, em conjunto, à CVM o valor de R\$ 100.000,00.

28. A PFE, ao apreciar os aspectos legais da proposta de Termo de Compromisso, concluiu pela impossibilidade de celebração do acordo em virtude da proposta indenizatória se mostrar muito inferior ao valor do lucro obtido.



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. O Comitê de Termo de Compromisso da CVM, a seu turno, por considerar a proposta indenizatória desproporcional ao ganho obtido com as operações ilícitas e a gravidade em tese das infrações imputadas na peça acusatória, entendeu como inoportuna e inconveniente a aceitação da proposta.

30. Em 26 de junho de 2017, o Colegiado desta Autarquia acompanhou o entendimento do Comitê e deliberou pela rejeição da proposta.

V – Distribuição

31. Também em 26 de junho de 2017, este processo foi distribuído a mim por sorteio para relatoria e inclusão em pauta de julgamento.

VI – Nova petição de defesa

32. Em 31 de janeiro de 2018, os Acusados apresentaram nova petição por meio da qual veiculam novos argumentos de defesa tanto em relação à autoria quanto em relação à materialidade. O cabimento e a procedência dessa petição serão apreciados nos termos do voto.

É o relatório.

Rio de Janeiro, 13 de março de 2017.

Henrique Machado
Diretor Relator