



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

VOTO

I – BREVE DESCRIÇÃO DA CONDUTA APURADA

Conforme descrito no relatório, o presente processo trata 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, e Paiffer Management Ltda. – ME (“Paiffer” ou “Acusada”, em conjunto “Acusados”), na qualidade de investidora, 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*.

2. 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 C.H.S. decorrente da prática de *spoofing*

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

realizada pela sua cliente Paiffer Management Ltda. – ME, ora Acusada. Com base nas informações enviadas pela BSM, destacadamente o Parecer da Superintendência de Acompanhamento de Mercado nº 61/2016 (fls. 3/26) (“Parecer”), a SMI considerou estarem presentes as condições para a apuração da conduta dos Acusados.

3. 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.

4. 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.

5. Ainda 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.

6. Essa reação imediata à pressão exercida pelos Acusados teria sido observada no comportamento de outros participantes que alteraram ou registraram novas ofertas para melhores níveis de preço do ativo. Esses participantes teriam seguido a lógica de mercado de que o aumento expressivo na 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 a diminuir a cotação do preço do ativo.

7. 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.

8. 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



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

pregões que antecederam o negócio e; (iii) que tenham permanecido menos de 10 segundos no livro do ativo.

9. Ao acusado José Joaquim, na qualidade de administrador de carteira, foi imputada infração ao item I c/c item II, letra "b" da Instrução CVM nº 8/1979, em razão da prática de manipulação de preços através de inserção de ordens artificiais de compra e venda (prática de *spoofing*), no período de 06.03.2013 a 26.11.2013, envolvendo principalmente opções de Vale S.A., que teria gerado vantagem financeira de cerca de R\$342 mil.

10. À acusada Paiffer, na qualidade de investidora, foi imputada infração ao item I c/c item II, letra "b" da Instrução CVM nº 8/1979, em razão da prática de manipulação de preços através de inserção de ordens artificiais de compra e venda (prática de *spoofing*), no período de 06.03.2013 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, que teria gerado vantagem financeira de cerca de R\$855 mil.

11. Antes de iniciar a análise do mérito da presente Acusação, incumbe apreciar o cabimento da nova petição de defesa apresentada em 31 de janeiro de 2018. O documento é notadamente intempestivo porquanto protocolado mais de um ano após o encerramento do prazo, razão pela qual não será conhecido, exceto quanto à cogente questão de fato relativa à autoria das infrações. Tenho, de toda forma, que seus argumentos encontram-se satisfatoriamente considerados nas razões deste voto.

II – MATERIALIDADE DO DELITO

12. A defesa alega que a acusação não teria demonstrado a materialidade do delito, já que as informações apresentadas (nos anexos ao termo de acusação) não seriam suficientes para suportar os pressupostos da tese acusatória e, portanto, para corroborá-la. Em seu entender, as tabelas constantes dos anexos não trariam informações indispensáveis a que se chegue às conclusões da acusação, pois não haveria qualquer informação sobre as demais ordens que se encontravam no livro quando cada uma das ordens dos Acusados foi inserida.

13. Além disso, números contraditórios no termo de acusação (e no Parecer BSM) e a inexistência de ferramentas que permitam aos Acusados contestar a tese acusatória apenas corroborariam a necessidade de reconhecer essa preliminar e de determinar o arquivamento deste PAS sem julgamento de mérito.

14. Em que se pese as razões da defesa, a tese não merece acolhida.

15. Com efeito, os anexos do termo de acusação apresentam milhares de operações irregulares praticadas pelos Acusados mediante estratégias claras de *spoofing*. São centenas de tabelas em que se pode verificar nitidamente a estratégia negocial utilizada, marcada por uma



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

oferta extraordinariamente elevada em um dos lados do livro e o seu cancelamento rápido logo após a execução de outras ofertas do lado oposto do livro.

16. O exemplo apresentado com detalhes no termo de acusação é refletido nos diversos casos trazidos à colação em seus anexos. Repise-se por ilustrativo o exemplo abaixo em que figura a Paiffer Management.

TABELA 1

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 |
| 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

17. Perceba-se que no exemplo acima a Acusada registrou no livro de ofertas de compra, às 10h22m48s626ms do dia 06.11.2013, 50.000 opções da série VALEK36 ao preço de R\$ 0,39. A quantidade ofertada para compra (cinquenta mil) é elevada, mas não considerada atípica face ao valor médio dos últimos pregões.

18. Apenas 4s (quatro segundos) depois, a Acusada registra oferta de venda de 2.000.000 (dois milhões) de opções da série ao preço de R\$ 0,40. A quantidade ofertada para a venda é 134 (cento e trinta e quatro) vezes maior que o tamanho médio das ofertas registradas no livro de VALEK36 nos 3 pregões anteriores à data do negócio. A quantidade ofertada para a venda é mais que duas vezes superior à soma de **todas** as outras ofertas constantes no mesmo lado do livro, até o 3º nível de preços. Essa quantidade expressiva de ofertas de venda, como se verá a seguir, será cancelada em menos de 2s (dois segundos).

TABELA 2

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 | Participante | Cliente | Quant. | Preço | Preço | Quant. | 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

| Registro | | em R\$ | | em R\$ | | | | |
|--------------|-----|---------|--------|--------|-----------|------------|--------------|--------------|
| 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

19. A Tabela 2, acima, apresenta o momento em que a oferta expressiva de venda é registrada, às 10h22m52s006ms do mesmo dia 06.11.2013. Como se verá adiante, esse movimento expressivo, que representa um suposto interesse de venda da opção VALEK36 por R\$ 0,40, fará com que outro participante do mercado reaja e registre sucessivas ofertas de venda por valor menor, R\$ 0,39. As ofertas de venda do participante 8 são registradas exatamente após a inserção da oferta de venda expressiva da Acusada. Veja-se.

TABELA 3

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

| 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 | |



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

| | | | | | | | |
|--------------|-----|--------|------|------|-----------|------------|--------------|
| 10:22:22.087 | 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

20. Em destaque acima em laranja, percebe-se que as sucessivas ofertas de venda realizadas pelo participante 8 fazem com que a Acusada consiga comprar as 50.000 opções pelo preço almejado, R\$ 0,39. Na sequência, concretizada sua intenção de compra por R\$ 0,39, a Acusada cancela em menos de 1s (um segundo) a sua oferta expressiva de venda de dois milhões de opções a R\$ 0,40.

21. Conforme dados objetivos extraídos do sistema de negociação, a Acusada executou esse padrão de operação milhares de vezes com 97,27% de taxa de cancelamento integral da oferta expressiva após intervalo de permanência de 4s, em média, no livro de ofertas dos contratos.

22. Evidentemente, não é irregular ter ofertas em ambos os lados do livro, no de ofertas de venda e no de ofertas de compra. Também não é irregular registrar ofertas expressivas em qualquer desses lados. E tampouco é irregular cancelar rapidamente qualquer um desses registros. Entretanto, quando esses elementos são organizados propositalmente em processo destinado a alterar a cotação de um valor mobiliário induzindo terceiro à sua compra ou venda, tem-se por caracterizada a manipulação de preços de que trata o inciso I c/c item II, “b”, da Instrução CVM nº 8/79, modalidade *spoofing*.

23. Nessa modalidade, o processo destinado a alterar a cotação de preços e induzir terceiros a sua compra ou venda requer, de um lado, a existência de uma oferta de magnitude suficiente a alterar a cotação de um ativo e, de outro, a existência de uma outra oferta do mesmo participante que se beneficia da variação de preço.

24. Ao mesmo tempo, o curtíssimo intervalo de permanência da oferta expressiva, corroborado pelo alto índice de cancelamento dessa mesma oferta e pelo padrão reiterado de operação, evidenciam a conduta preordenada do participante. Ou seja, demonstra de forma objetiva que no início da estratégia de atuação já não havia a intenção de concretizar a oferta expressiva mas, tão somente, induzir terceiros à adquirir seus ativos do outro lado do livro de ofertas.

25. No exercício do seu mister de auto-regulação do mercado, bem andou a BSM ao investigar e definir critérios objetivos para a definição de “oferta expressiva” e “curto intervalo de permanência”. Esses critérios, abonados pela Acusação, devem ser preenchidos simultaneamente e são:

- Oferta no lado oposto do livro até o 5º nível de preço no momento em que foi executado o negócio em nome do cliente;



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

- Oferta 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;
- Ofertas 6 vezes maiores que o tamanho médio praticado pelo mercado nos 3 pregões que antecedem o negócio; e
- Ofertas que tenham permanecido menos de 10 segundos no livro do ativo.

26. Tais critérios esgrimidos pelo auto-regulador poderiam não ser sufragados pela Comissão de Valores Mobiliários. Esta Autarquia poderia estabelecer critérios próprios *a priori* ou ainda analisar caso a caso, *a posteriori*, a ocorrência de estratégias de manipulação de preços, na modalidade internacionalmente denominada de *spoofing*.

27. Neste contexto, bem andou a Acusação ao avaliar os critérios estabelecidos pela BSM. Primeiro, porque são parâmetros extraídos da prática de mercado observada diretamente nos sistemas de negociação. Segundo, porque resultam da discussão com representantes do próprio mercado regulado. E, terceiro, porque já foram ampla e previamente divulgados aos intermediários e investidores-alvo.

28. A rigor, ao invés de insurgirem-se contra os critérios e contra o prévio conhecimento ou não deles, deveriam os Acusados ter se preocupado em demonstrar que suas ofertas não eram expressivas nem anormais e que, portanto, não teriam o condão de alterar a cotação de ativos. Nesse mister, inservíveis eventuais alegações de que, no final do pregão, o volume total de contratos negociados ao longo do dia e nas duas “pontas” seria superior à oferta expressiva. Ou ainda de que as cotações de preços, ao longo do dia, “andaram” no mesmo sentido da oferta. Tais argumentos desconsideram a premissa fundamental de que a manipulação em apreço se encerra em curtíssima janela temporal.

29. Assim, à luz dos critérios instrumentais bem adotados pela Acusação para o caso, estão presentes os elementos para a caracterização da manipulação de preços, na modalidade *spoofing*, em cada uma das milhares de tabelas anexas ao Termo de Acusação, pois todas apresentam o registro inicial em um dos lados do livro, a oferta expressiva registrada no outro lado do livro, a realização de negócios decorrentes da pressão artificial de preços e o cancelamento da oferta expressiva em curto período.

30. Com efeito, a identificação da oferta expressiva destinada a ser cancelada pelo Acusados torna absorta a discussão da defesa quanto às ordens serem ou não “reais” ou ainda quanto a existir ou não um movimento de preço previamente à concretização do negócio. Isto porque, se a oferta é qualificada como expressiva, tem-se que ela é suficiente para alterar as condições de liquidez do livro induzindo terceiros à compra do ativo segundo a cotação desejada pelos Acusados, o que se mostrou eficaz em todos os casos representados nos anexos da Acusação.

31. Por fim, a defesa alega que existiriam números contraditórios na Acusação e no Parecer da BSM. Em sua própria dicção, “*O reconhecimento dessa deficiência acusatória se torna ainda*



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

mais premente quando se constata que há número contraditório no Parecer BSM e no termo de acusação: por exemplo, referindo-se às operações da Defendente Paiffer Management, a SMI ora fala em 3.263 negócios, ora fala em 3.152. Da mesma forma, a SMI ora quantifica o benefício dessa defendente com tais operações em R\$ 179 mil, ora calcula em R\$ 173 mil”.

32. Ocorre, contudo, que a existência de números diferentes nesses documentos quanto à quantidade de operações irregulares praticadas pelos Acusados não tem o condão de afastar a materialidade do delito. Essa divergência, ainda que pudesse ser sopesada na apuração do benefício econômico auferido pelos Acusados, não torna atípicas as condutas sobejamente retratadas nos documentos de suporte.

III – AUTORIA DO DELITO

33. A defesa alega que a Acusação ignorou a informação prestada pelos Acusados e elaborou um termo de acusação que não comprova a autoria do delito. Em seu entender, o fato de as operações terem sido feitas em nome da Paiffer e o fato de José Joaquim ser responsável pelas contas máster referidas no PAS não seria suficientes para concluir que aquelas operações foram realizadas pelos Acusados. Outras pessoas naturais poderiam ser as verdadeiras responsáveis por tais operações.

34. Na petição adicional de defesa, trazem à colação a ficha cadastral da Paiffer junto à Planner que identifica como autorizados a emitir ordens apenas os dois operadores referidos na manifestação prévia. Tais operadores seriam, assim, os verdadeiros autores das operações.

35. Melhor sorte não socorre a defesa neste ponto.

36. Com relação à autoria da Paiffer, cumpre registrar que, na ficha cadastral anexada pela Acusação dessa sociedade junto à Planner CTVM S.A., a única pessoa autorizada a emitir ordens em nome dessa sociedade era o Sr. José Joaquim Paifer, sócio administrador da empresa.

37. A nova ficha cadastral, apresentada pela Defesa, da Acusada junto à Planner efetivamente aponta outros dois operadores como emissores de ordens. Ocorre, contudo, que tal ficha cadastral é datada de janeiro de 2014, sendo posterior, portanto, ao início das operações discutidas nestes autos (06.03.2013 a 08.07.2015). Além disso, à Acusação se reporta a operações realizadas pela Acusada por intermédio da Planner e da Um Investimento, mais um motivo pelo qual o novo documento não tem aptidão para afastar a autoria dessa pessoa jurídica.

38. Registre-se ainda que, conforme documentação obtida junto ao Sistema SERPRO, a Paiffer tem como objeto social atividades de consultoria de gestão empresarial e seus sócios são José Joaquim Paifer (Diretor Responsável junto à Receita Federal), A.C.P. e WPH Part. e Empr. S.A. (cujo quadro societário é composto por José Joaquim Paifer e A.C.P.).



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

39. De toda forma, as operações irregulares imputadas à Paiffer foram realizadas em seu nome, sendo essa sociedade a pessoa beneficiária pela conduta ilícita, independentemente das operações terem sido operacionalizadas por José Joaquim, seu diretor, ou por outrem. Nesse sentido, cabe ressaltar que, se não houvesse autoria da pessoa jurídica quando seus prepostos realizam operações em seu nome, tais pessoas jamais poderiam ser responsabilizadas por qualquer ato irregular que praticassem, pois a pessoa jurídica não é capaz de realizar qualquer ato autonomamente, senão por meio de seus representantes.

40. Por fim, no que tange à autoria da conduta atribuída a José Joaquim, destaca-se que todas as operações apontadas foram realizadas por meio da conta máster sob sua responsabilidade, não havendo dúvidas da pertinência da Acusação. Além disso, em sua manifestação prévia, embora tenha feito menção à suposta estratégia sugerida por outros operadores, o Acusado em momento nenhum negou a autoria do fato, mas apenas sustentou a regularidade das operações.

41. O Acusado afirmou expressamente que (fl. 68): “*com base na planilha de Black and scholes 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*”. A alegação é, portanto, improcedente.

IV – AUSÊNCIA DE PROVAS

42. Sustenta a defesa que uma “*simples análise de artigos e notícias acerca dos processos instaurados nos Estados Unidos indica que as acusações não se limitam a identificar as ordens colocadas pelos investigados. A conclusão sobre a irregularidade da conduta não decorre de mera reconstrução da estratégia de negociação do acusado, senão que se assenta em depoimentos testemunhais e outras provas documentais*”.

43. Além disso, afirma que nos casos instaurados de *spoofing* ao redor do mundo o investidor utiliza artifícios para alterar o preço do ativo, viabilizando a conclusão de negócio em um certo patamar de preço para, em seguida, realizar uma operação no sentido contrário, de forma a obter um ganho decorrente da oscilação artificial que ele provocou. Nos Estados Unidos, a apuração da prática de *spoofing* requereria a demonstração de que o acusado realizou negócios nas duas pontas (compradora e vendedora). Sustenta, nesses termos, a ausência de provas do ilícito.

44. *Data maxima venia*, a simples análise de artigos e notícias não tem o condão de sustentar a defesa em âmbito de um processo administrativo sancionador desta Comissão de Valores Mobiliários. Neste ponto, apesar do tom assertivo de seus termos, perde a contestação ao aduzir tão somente um artigo jornalístico da rede Bloomberg em seu auxílio.

45. Ademais, conforme destacado no Termo de Acusação, o presente processo tem por finalidade apurar a responsabilidade dos Acusados pela prática da conduta típica descrita administrativamente como manipulação de preços no mercado de valores mobiliários. Trata-se, na dicção do inciso I c/c item II, “b”, da Instrução CVM nº 8/79, da utilização de qualquer



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 ou artifício destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo terceiros à sua compra e venda. No caso dos autos, a manipulação de preços teria ocorrido por meio da inserção de ordens artificiais de compra e venda em estratégia de atuação no mercado denominada pela área técnica, com esteio na experiência internacional, como *spoofing*.

46. A singela constatação descrita no parágrafo antecedente é importante para que se discorra inicialmente sobre duas premissas inerentes a este processo administrativo sancionador. Primeira, não há no arcabouço normativo brasileiro, legal ou infralegal, o tipo administrativo denominado *spoofing*. Segunda, este processo não tem por finalidade discorrer abstratamente sobre todas as hipóteses que podem se enquadrar na definição de *spoofing*, segundo a experiência internacional. Esses são pontos importantes para que se compreenda a abrangência e o conteúdo deste julgado.

47. A toda evidência, a ausência de tipo administrativo denominado *spoofing* não causa nenhum espanto, afinal cuida-se de estrangeirismo não permitido nos textos oficiais. A falta do tipo administrativo específico, contudo, não revela apenas a impropriedade vernacular de sua utilização em texto normativo. Significa, principalmente, que o presente processo sancionador não investiga eventual subsunção dos fatos praticados pelos Acusados a algum conceito internacional de *spoofing*. Ao reverso, trata-se de investigar se a conduta dos Acusados, similar àquela intitulada como *spoofing*, se subsume ao tipo administrativo “manipulação de preços”.

48. Dito de outra forma, ainda que a Acusação tenha optado por intitular determinada forma de atuação no mercado como *spoofing*, o presente julgamento analisa a eventual prática de manipulação de preços no mercado de capitais brasileiro, nos termos da legislação de regência, independentemente do grau de sua correlação com a definição daquele termo em outras jurisdições. Assim, em nada socorre os Acusados a alegação de que essa ou aquela conduta não seriam consideradas *spoofing* segundo legislação estrangeira.

49. Ainda que tal obviedade não se fizesse presente, melhor sorte não assistiria os Acusados, pois a conduta examinada neste processo também é vedada à luz da legislação americana aplicável ao mercado de derivativos e *commodities*. Em julho de 2010, foi editado o *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (“Dodd-Frank Act”)² que alterou a legislação americana visando reduzir riscos, aumentar transparência e promover integridade no sistema financeiro por meio de uma série de medidas entre as quais se destaca, para fins deste processo, a proibição da prática de *spoofing*³. Como se verá, aquela legislação é bastante direta ao definir

² Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010, Pub. L. No. 111-203, 124 Stat. 1376 (2010). <http://www.cftc.gov/LawRegulation/OTCDERIVATIVES/index.htm>.

³ A sessão 747 do Dodd-Frank Act altera a sessão 4c(a) do Commodity Exchange Act (CEA) adicionando uma nova sessão intitulada “Disruptive Practices”.



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

objetivamente tal prática como realizar uma proposta de compra ou venda com a intenção de cancelá-la antes da execução⁴.

50. O Dodd-Frank Act ainda atribuiu⁵ à *Commodity Futures Trading Commission* (“CFTC”) a competência para estabelecer a regulamentação necessária a coibir essa prática “*and any other trading practice that is disruptive of fair and equitable trading*”. Cita-se:

SEC. 747. ANTIDISRUPTIVE PRACTICES AUTHORITY.

Section 4c(a) of the Commodity Exchange Act (7 U.S.C. 6c(a)) (as amended by section 746) is amended by adding at the end the following:

(5) DISRUPTIVE PRACTICES.—It shall be unlawful for any person to engage in any trading, practice, or conduct on or subject to the rules of a registered entity that—

(A) violates bids or offers;

(B) demonstrates intentional or reckless disregard for the orderly execution of transactions during the closing period; or

(C) is, is of the character of, or is commonly known to the trade as, ‘spoofing’ (bidding or offering with the intent to cancel the bid or offer before execution).

(6) RULEMAKING AUTHORITY.—The Commission may make and promulgate such rules and regulations as, in the judgment of the Commission, are reasonably necessary to prohibit the trading practices described in paragraph (5) and any other trading practice that is disruptive of fair and equitable trading.

(7) USE OF SWAPS TO DEFRAUD.—It shall be unlawful for any person to enter into a swap knowing, or acting in reckless disregard of the fact, that its counterparty will use the swap as part of a device, scheme, or artifice to defraud any third party.

51. No exercício de seu mister, a CFTC editou, ainda em 2011, o “*interpretative guidance and policy statement*”⁶ no qual fornece aos participantes de mercado e ao público em geral orientação sobre os objetivos e a aplicação das proibições às condutas não equitativas. Especificamente sobre *spoofing*, após relatar comentários gerais dos participantes à audiência pública e realizar comentários sobre os objetivos da regulação, aquela comissão exemplifica casos em que a conduta proibida se concretiza. Transcreve-se:

The Commission interprets and intends to apply CEA section 4c(a)(5)(C) as covering bid and offer activity on all products traded on all registered entities, including DCMs and SEFs. The Commission further interprets CEA section

⁴ Neste ponto, vale citar a decisão da 7th U.S Circuit Court of Appeals em Chicago, em 7 de agosto de 2017, que negou a apelação de Michael Coscia sentenciado em 2016 a três anos de prisão por fraude e *spoofing*. A decisão é um marco judicial evidente merecendo destaque, entre seus argumentos, o repúdio à alegação de que a tipificação do *spoofing* seria demasiadamente vaga, razão pela qual deveria ser tida como inconstitucional, e de que não haveria precedentes no mercado ou na história legislativa. <http://media.ca7.uscourts.gov/cgi-bin/rssExec.pl?Submit=Display&Path=Y2017/D08-07/C:16-3017:J:Ripple:aut:T:fnOp:N:2006533:S:0>

⁵ Nova sessão 4c(a)(6) do CEA.

⁶ O guia de orientação da CFTC pode ser encontrado em:

<http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@newsroom/documents/file/federalregister051613d.pdf>



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

4c(a)(5)(C) to include all bids and offers in pre-open periods or during other exchange-controlled trading halts. As noted earlier, the Commission does not interpret CEA section 4c(a)(5)(C) as restricting “spoofing” violations to trading platforms and venues only having order book functionality. “Spoofing” may possibly occur on any trading platform or venue where a market participant has the ability to either (a) send executable bids and offers to market participants or (b) transact against resting orders.

The Commission provides four non-exclusive examples of possible situations for when market participants are engaged in “spoofing” behavior, including: (i) submitting or cancelling bids or offers to overload the quotation system of a registered entity, (ii) submitting or cancelling bids or offers to delay another person’s execution of trades, (iii) submitting or cancelling multiple bids or offers to create an appearance of false market depth, **and (iv) submitting or canceling bids or offers with intent to create artificial price movements upwards or downwards.** (sem grifos no original)

52. Seguem o mesmo diapasão, a *Section 10(b)* do *Securities Exchange Act* de 1934, regulamentada pela *Rule 10b-5*, da *Securities and Exchange Commission (SEC)*, e a *Section 17(a)* do *Securities Act* de 1933 ao vedarem o emprego de práticas manipuladoras ou fraudulentas no mercado de ações norte americano.

53. Ainda a título de comparação, vale trazer à colação a expressa previsão contida no *Financial Services and Markets Act 2000, Part VIII, Section 118 (5a)*, do Reino Unido, que descreve os comportamentos enquadrados como abuso de mercado, cumulado com o item 1.6.2 (4) do *Market Abuse Regulation (MAR)*, da *Financial Conduct Authority (FCA)*.

118Market abuse.

(1)For the purposes of this Act, market abuse is behaviour (whether by one person alone or by two or more persons jointly or in concert) which—

(a)occurs in relation to—

(i)qualifying investments admitted to trading on a prescribed market,
(ii)qualifying investments in respect of which a request for admission to trading on such a market has been made, or
(iii)in the case of subsection (2) or (3) behaviour, investments which are related investments in relation to such qualifying investments, and

(b)falls within any one or more of the types of behaviour set out in subsections (2) to (8).

(...)

(5) The fourth is where the behaviour consists of effecting transactions or orders to trade (otherwise than for legitimate reasons and in conformity with accepted market practices on the relevant market) which—

(a)give, or are likely to give, a false or misleading impression as to the supply of, or demand for, or as to the price of, one or more qualifying investments, or (...)” (sem grifos no original)

1.6.2. Descriptions of behavior that amount to Market abuse (manipulating transactions): false or misleading impressions. The following behaviors are, in the opinion of the FCA, market abuse (manipulating transactions) of a type involving false or misleading impressions:



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

(...)

(4) entering orders into an electronic trading system, at prices which are higher than the previous bid or lower than the previous offer, and withdrawing them before they are executed, in order to give a misleading impression that there is demand for or supply of the qualifying investment at that price” (sem grifos no original)

54. Por fim, impende aduzir ainda a orientação divulgada pela *European Securities and Market Authority* (ESMA), constante do relatório ESMA/2015/224⁷, de 3 de fevereiro de 2015, sobre a configuração da prática de *spoofing* e os indicadores objetivos dessa hipótese de manipulação de mercado. Transcreve-se:

10. The following practices could relevantly clarify Indicator A(e) of Annex I of MAR (the extent to which orders to trade given or transactions undertaken are concentrated within a short time span in the trading session and lead to a price change which is subsequently reversed):

(...)

e. **Submitting multiple or large orders to trade often away from the touch on one side of the order book in order to execute a trade on the other side of the order book. Once the trade has taken place, the orders with no intention to be executed will be removed - usually known as layering and spoofing.** This practice may also be illustrated the following additional indicator of market manipulation:

i. The indicator described in paragraph 9(f)(i).

9 (f) (i). **High ratio of cancelled orders (e.g. order to trade ratio) which may be combined with a ratio on volume (e.g. number of financial instruments per 20 order).**

55. Com efeito, considerando os fatos e as circunstâncias do caso concreto, no qual se inclui o padrão de operação dos Acusados retratado pelas tabelas em anexo ao Termo de Acusação, verifica-se a conduta dolosa e pré-ordenada de registrar ofertas de compra ou venda sem a intenção de executá-las⁸ mas, sim, de promover a realização de negócio em cotação de preço artificial induzindo terceiros à sua compra ou venda. Como já afirmado, o curtíssimo intervalo de permanência da oferta expressiva e a atuação coordenada no outro lado livro, corroborados pelo alto índice de cancelamento dessa mesma oferta (97% de cancelamento sem execução sequer parcial da oferta) e pelo padrão reiterado de operação, evidenciam a natureza dolosa e ilícita da conduta do participante.

⁷ Acessível em <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-224.pdf>.

⁸ Ainda sobre o entendimento da CFTC sobre a configuração do *spoofing*, é ilustrativo o *press release* de junho de 2017 sobre as acusações realizadas contra o investidor David Liew. Disponível em <http://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/pr7567-17>.



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

56. Ademais, nos termos do inciso I c/c item II, “b”, da ICVM 08/79, a configuração da manipulação de preços prescinde da demonstração do prejuízo causado ou do benefício auferido, tratando-se de infração de mera conduta. A caracterização do ilícito, portanto, não requer a demonstração de que os Acusados realizaram negócios nas duas pontas do livro ou que tiveram lucro na concretização da estratégia.

57. Assim, por evidente, não há que se falar em ausência de provas a subsidiar a acusação. Ao contrário, o Termo de Acusação encontra-se amplamente sustentado pelas informações constantes de seus anexos.

V – DIFERENÇA DE INTERPRETAÇÃO E AUSÊNCIA DE OUTROS PROCESSOS ADMINISTRATIVOS SANCIONADORES

58. Segundo a Defesa, *ainda que se concluisse 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.*

59. Em que se pesem as bem elaboradas razões de defesa, os argumentos não merecem acolhida. Primeiro, porque restou claramente demonstrado que os atos praticados pelos Acusados se subsumem à conduta intitulada internacionalmente como *spoofing* em diversas jurisdições, ainda que este não seja o objetivo deste processo administrativo sancionador. A leitura dos dispositivos normativos citados afasta interpretações em sentido contrário.

60. Além disso, nada auxilia os Acusados o fato de a BSM, no âmbito do Processo Administrativo Ordinário nº 05/2016, em que formulou acusações contra a Planner e seu diretor responsável, ter afirmado que *spoofing* é modalidade de infração administrativa tipificada como “criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários” (ICVM 08/79 item I c/c II, “a”). Em outras palavras, a diferença de entendimento entre a BSM e a CVM quanto ao tipo administrativo violado pela conduta dos Acusados não constitui, em si, um argumento jurídico de defesa e tampouco comprova a inexistência de ilícitos previstos na regulação do mercado de capitais.

61. De toda forma, convém colocar em perspectiva a diferença de interpretação da BSM e da CVM quanto à tipificação da conduta praticada pelos Acusados. Como se verá, os tipos administrativos constantes das alíneas “a” e “b”, inc. II, item I, da ICVM 08/79, tem o mesmo radical e representam modalidades semelhantes de manipulação de mercado.

62. Nesse sentido, em breve retrospectiva histórica, vale aduzir os ditames da Lei 4.728 de 14 de julho de 1965, editada com o objetivo de disciplinar o mercado de capitais e estabelecer medidas voltadas ao seu desenvolvimento. A Lei foi promulgada meses após a edição da Lei 4.595 de 31 de dezembro de 1964 que estruturava o Sistema Financeiro Nacional e criava 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

Conselho Monetário Nacional e o Banco Central do Brasil. Sobre os ilícitos relativos à manipulação do mercado de capitais, assim dispunha o art. 2º, inc. III, da referida Lei⁹:

Art. 2º O Conselho Monetário Nacional e o Banco Central exercerão as suas atribuições legais relativas aos mercados financeiro e de capitais com a finalidade de:

(...)

III - evitar modalidades de fraude e **manipulação destinadas a criar condições artificiais da demanda, oferta ou preço** de títulos ou valores mobiliários distribuídos no mercado;

63. Na década seguinte, o legislador opta por espelhar o comando da Lei 4.728/65 ao editar a Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispôs sobre o mercado de valores mobiliários e criou a Comissão de Valores Mobiliários. Transcreve-se:

Art . 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de:

(...)

V - evitar ou coibir modalidades de fraude ou **manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço** dos valores mobiliários negociados no mercado;

64. Ambos as normas, portanto, reuniam em um mesmo dispositivo as condutas que viriam futuramente a ser discriminadas em tipos administrativos diversos. E a Lei nº 6.385/75 não tornaria mais fácil o trabalho do intérprete ao descrever da seguinte forma a competência normativa da CVM, *in verbis*:

Art. 18. Compete à Comissão de Valores Mobiliários:

(...)

II - definir:

(...)

b) **a configuração de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, ou de manipulação de preço**; operações fraudulentas e práticas não equitativas na distribuição ou intermediação de valores;

⁹ Em outros dispositivos, a Lei 4.728/65 não teve a mesma preocupação em especificar a hipótese de um ilícito autônomo de criação de condições artificiais. Destaca-se:

“Art. 7º Compete ao Conselho Monetário Nacional fixar as normas gerais a serem observadas na constituição, organização e funcionamento das Bôlsas de Valores, e relativas a:

(...)

V - normas destinadas a evitar ou reprimir manipulações de preços e operações fraudulentas; condições a serem observadas nas operações autorizadas de sustentação de preços;”

“Art. 10. Compete ao Conselho Monetário Nacional fixar as normas gerais a serem observadas no exercício das atividades de subscrição para revenda, distribuição, ou intermediação na colocação, no mercado, de títulos ou valores mobiliários, e relativos a:

(...)

VII - normas destinadas a evitar manipulações de preço e operações fraudulentas;”



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

65. É nesse quadro normativo que a ICVM nº 08/79 é editada e procura dar conceitos diferentes às hipóteses legais de “condições artificiais de demanda” e “manipulação de preço”. A norma, contudo, é editada de forma propositadamente genérica¹⁰ visando dar maior flexibilidade à atuação da CVM e os tipos administrativos terminam retratando condutas semelhantes, podendo ser de difícil distinção nas práticas de mercado. Nesse ponto, oportuna a citação da doutrina de Nelson Eizirik¹¹:

A norma é mal redigida, contendo expressões imprecisas, podendo ser confundido o tipo de criação de condições artificiais com o de manipulação de preços. Com efeito, a criação de condições artificiais de preço não se distingue ontologicamente da manipulação, estando os dois ilícitos inseridos no mesmo tipo penal, conforme antes analisado, posto que nos dois casos o que o agente visa é a alteração do livre jogo de oferta e procura dos valores mobiliários.

Nos dois ilícitos administrativos – criação de condições artificiais e manipulação – o bem jurídico protegido é o mesmo: a regularidade e transparência do mercado de valores mobiliários, assegurando que o processo de formação de preços seja regido pela oferta e demanda.

66. Nesse contexto, em que os tipos administrativos representam modalidades congêneres de manipulação de mercado, tenho que eventual diferença de interpretação da CVM e da BSM representa o consenso entre as instituições de que a conduta dos Acusados violou a integridade do mercado de valores mobiliários. Por seu turno, o autoregulador aparenta dar maior relevância à intenção dos Acusados de alterarem o fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários por meio da simulação de pressão vendedora ou compradora em um dos lados do livro¹².

¹⁰ A opção da CVM por tipo abertos restou consignada na Nota Explicativa CVM nº 14/79: “entendeu a CVM conveniente adotar a segunda solução, ampliando, a vista da experiência já acumulada, o alcance dos dispositivos já constantes da Resolução nº 39, e conceituando de forma propositadamente genérica, situações que configuram operações ou práticas incompatíveis com a regularidade que se pretende assegurar ao mercado de valores mobiliários. Dentro dessa ótica é baixada pela CVM a INSTRUÇÃO Nº 08/79, que explicita serem vedadas a todos os participantes do mercado a criação de condições artificiais na negociação de valores mobiliários, a manipulação de preço, as operações fraudulentas e o uso de práticas não equitativas.”

¹¹ EIZIRIK, Nelson ET atl. *Mercado de Capitais Regime Jurídico*. 3ª Ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 547-548.

¹² Neste ponto, importa trazer a colação a decisão do Inquérito Administrativo 02/99, julgado em 6 de setembro de 2001, no qual o Colegiado desta CVM rejeitou a caracterização do ilícito de “criação de condições artificiais” pois o bem jurídico maculado não seria a generalidade de determinado mercado de valores mobiliários mas, sim, participantes específicos em operações individualizadas. Nos termos do voto do Diretor relator Luiz Antonio de Sampaio Campos: “Nessa linha, entendo não se ter verificado a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, por não estarem presentes todos os seus elementos. Na criação artificial de condições de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, o prejuízo potencial dirige-se à generalidade dos detentores de determinado valor mobiliário e ao mercado como um todo, que receberiam uma sinalização fictícia a respeito de determinado valor mobiliário. Nesse mesmo tipo de operação, entendo que não há ganho ou perda entre



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

67. Nada obstante, conforme asseverado no item I deste voto, bem andou a Acusação ao imputar aos Acusados a prática da conduta típica descrita na ICVM nº 08/79 item I c/c II, “b”. Com efeito, a inserção de ofertas expressivas do lado oposto do livro tinha o objetivo de fazer com que a oferta inicial posta do outro lado fosse aceita por terceiros concretizando o negócio em preço distinto daquele que o mercado estava negociando o ativo no momento da inserção da oferta inicial. Nota-se, claramente, que a inserção da oferta expressiva (que inequivocamente alterou o fluxo de ordens do ativo de forma dolosa) tinha por objetivo alterar indiretamente o preço do ativo, isto é, ter a oferta inicial aceita em preço distinto do que o mercado estava negociando o ativo; e induziu terceiros a negociar o papel¹³.

68. Ao fim, melhor sorte não atende a alegação de atipicidade da conduta fundada na ausência de processos administrativos sancionadores destinados à apurar responsabilidades em casos similares. Novamente, a afirmativa não constitui, em si, um argumento jurídico de defesa e tampouco comprova a inexistência de ilícitos previstos na regulação do mercado de capitais. De toda forma, a alegação será analisada no item subsequente, pois se confunde com outros argumentos da peça de defesa.

VI – SEGURANÇA JURÍDICA E ERRO DE PROIBIÇÃO

69. Segundo a Defesa, impõe-se a necessidade de preservar a segurança jurídica, a confiança e a expectativa dos Acusados que estariam sendo ineditamente responsabilizados por uma prática que jamais fora questionada pelo regulador. Além disso, seria preciso reconhecer que a inércia da CVM em manifestar seu entendimento sobre o assunto acarretaria o reconhecimento de que os Acusados agiam sob erro de proibição.

70. Tais alegações, apesar de serem pertinentes para este primeiro processo sancionador sobre “manipulação de preços” na modalidade *spoofing*, não merecem acolhida.

71. Com efeito, não há qualquer ineditismo em termo de acusação por prática não equitativa no âmbito do mercado de capitais brasileiro. Ao contrário, como já relatado neste voto e nos termos da Nota Explicativa CVM nº 14/79, a preocupação com tais práticas é antiga em nosso arcabouço jurídico e em muito antecede a edição da Instrução CVM 08/79.

A necessidade de evitar modalidade de fraude e manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço de títulos ou valores

as partes que participam da criação dessas condições artificiais, são operações que, na verdade, não existiriam em essência, não fosse a pretensão de se criar um falso mercado, um falso parâmetro de preço ou volume.(...)”

¹³ Em sentido semelhante, a Diretora Norma Parente, no âmbito do Processo Administrativo Sancionador nº 2004/2131, julgado em 19.01.2005, afasta a acusação de “criação de condições artificiais” e acolhe a de “manipulação de preços” forte na postura compradora do Acusado que denotava dolo específico do agente. Vale a citação: “Embora concorde com a defesa de que os negócios de compra não criaram condições artificiais de mercado, uma vez que houve a efetiva compra das ações, o mesmo não se pode afirmar em relação à acusação de manipulação de preços que ficou mais do que caracterizada com sua postura compradora e elevação gradativa do preço principalmente no pregão em que foi o único comprador.”



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

mobiliários distribuídos no mercado, bem como a exigência de que fossem observadas práticas comerciais equitativas no mercado de capitais, já era sentida pela LEI Nº 4.728, de 14 de julho de 1965, cujo art. 2º incluía, em seus incisos III e IV, tais objetivos entre as linhas mestras que deveriam orientar a atuação do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central do Brasil, na área de mercado de capitais. Nessa linha e com vistas à operacionalização daquele dispositivo, foi baixada a Resolução nº 39, de 20 de outubro de 1966, cujo art. 93 estabelecia a proibição, reproduzindo substancialmente os termos da lei, da prática de manipulação ou fraude destinada a criar condições artificiais de demanda, oferta ou de preço de títulos ou valores mobiliários negociados em Bolsa ou distribuídos no mercado de capitais, bem como, simultaneamente, a vedação do uso de práticas comerciais não equitativas.

72. Mais do que isso, ao longo dos mais de quarenta anos da autoridade do mercado de valores mobiliários, foram produzidos diversos precedentes¹⁴ e publicações sobre a matéria, que aplicam aos casos concretos os comandos abertos do tipo administrativo contido na ICVM 08/79.

73. Nesse mister, a CVM já teve a oportunidade de analisar um caso também “inédito” de manipulação de preços por meio da internet. Naquela oportunidade, a manipulação de preços não era evidentemente uma novidade, mas a utilização da internet com artifício para a prática não equitativa não havia sido avaliada em um processo administrativo sancionador. Por unanimidade, o acusado foi condenado à pena de inabilitação, merecendo destaque o seguinte excerto do voto da Ilustre Diretora relatora Norma Parente:

O presente inquérito evidencia o quanto pode ser incoseqüente o uso inadequado da Internet. Da mesma forma que a Internet, de um lado, representa um avanço considerável na divulgação instantânea das informações e ampliou os meios de comunicação entre as pessoas, de outro, exige que a mesma seja utilizada com responsabilidade, uma vez que as conseqüências e alcance são imprevisíveis. Daí a necessidade de se inibir toda e qualquer iniciativa de seu uso indevido, por mínimo, que seja, por parte dos órgãos governamentais como a CVM, responsável pelo mercado de capitais. (Inquérito Administrativo CVM 2001/6226)

74. Isto porque, como já relatado neste voto, os tipos administrativos contidos na ICVM nº 08/79 são propositalmente abertos e destinados a conferir flexibilidade ao supervisor, sem prejuízo de sua coercibilidade face à diversidade de situações possíveis da realidade de um

¹⁴ Precedente em casos de manipulação de preços: Inquérito Administrativo CVM 26/00, Inquérito Administrativo CVM TA-RJ 2001/6226, Processo Administrativo Sancionador nº 2001/0236, Processo Administrativo Sancionador nº 06/01, Processo Administrativo Sancionador nº 05/01, Processo Administrativo Sancionador nº 14/00, Processo Administrativo Sancionador nº 2004/2131, Processo Administrativo Sancionador nº 06/95, Processo Administrativo Sancionador nº 35/00, Processo Administrativo Sancionador nº 31/98, Processo Administrativo Sancionador nº 2005/7389, Processo Administrativo Sancionador nº 16/03, entre outros.



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

mercado em constante evolução. É da essência desses tipos administrativos que eles possam se moldar às circunstâncias que permeiam a conduta investigada, sob pena de esvaziamento de seu comando normativo.

75. No caso vertente, a par da nova modalidade tecnológica de manipulação de preços – *spoofing*, tem-se a mesma atividade de subsunção do tipo ao caso concreto. A manipulação de preços (inciso I c/c item II, “b”, da ICVM 08/79) ocorre por meio de uma estratégia de negociação em alta frequência (“*utilização de qualquer processo ou ardil*”), marcada por uma oferta extraordinariamente elevada em um dos lados do livro e o seu cancelamento rápido logo após a execução de outras ofertas do lado oposto do livro (“*direta ou indiretamente*”), promove dolosamente a realização de negócio em cotação de preços artificial (“*elevantar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo terceiros à sua compra e venda*”).

76. Noutro pórtico, é também incorreta alegação de ausência de qualquer orientação ao mercado quanto à ilicitude da conduta em exame. Ainda em 2012, a BSM desenvolveu alertas e definiu o foco de atuação para os casos de *layering* e *spoofing*. Em 2013, diversos participantes foram formalmente notificados sobre essa prática, inclusive a corretora UM por meio da qual o José Joaquim realizou as operações. Ao longo dos últimos anos, foram diversas medidas de persuasão e de treinamento voltadas ao mercado.

77. Quanto à alegação de erro de proibição, poder-se-ia dizer simplesmente que a tese não merece acolhida pelas mesmas razões expostas acima. Afinal, diante do quadro apresentado, não me parece possível sustentar a tese de inevitável ignorância da norma administrativa.

78. Nada obstante, é oportuno salientar que não se espera do participante profissional do mercado de valores mobiliários o grau de diligência e conhecimento comuns ao homem médio. Espera-se mais. Do agente que exerce profissionalmente atividades no mercado de valores mobiliários, como os Acusados, requer-se diligência proporcional aos seus encargos e conhecimento integral da disciplina jurídica afeta aos seus negócios. Nesse sentido a lição de Rafael Munhoz Mello¹⁵:

Cabe notar que o grau de diligência exigido varia conforme a atividade desenvolvida pelo particular que pratica a infração administrativa, se profissional ou não. Sendo a norma dirigida à generalidade das pessoas, a todos os integrantes do grupo social, a diligência que se pode exigir é a adotada pelo homem comum, prudente e normal. A situação é distinta se a norma jurídica impõe obrigação ou proibição no âmbito de certa atividade profissional, sendo plenamente exigível dos profissionais que a exercem o pleno conhecimento da sua disciplina jurídica. Uma pessoa que atue profissionalmente em certa área não pode invocar desconhecimento das normas que a disciplinam, pois a

¹⁵ MELLO, Rafael Munhoz de. *Sanção administrativa e o princípio da culpabilidade*. AC Revista de Direito Administrativo e Constitucional, Belo Horizonte, ano 5, nº 22, p. 25-57, out/dez. 2005.



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

diligência dela exigível é a de conhecer todas as normas que se aplicam à sua atividade profissional.

79. Em outras palavras, em processo administrativo sancionador desta Comissão de Valores Mobiliários não se deve discutir se um cidadão comum teria potencial conhecimento da ilicitude de seus atos frente à regulamentação especial do mercado de valores mobiliários. A discussão deve cingir-se à diligência e ao grau de conhecimento esperado de um profissional, o que afasta, como regra geral, alegações da espécie¹⁶.

VII – CÁLCULO DO BENEFÍCIO AUFERIDO

80. Segundo a Defesa, 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. Além disso, o cálculo de qualquer benefício apurado por um comitente em operações no mercado de valores mobiliários deveria considerar o valor despendido no pagamento das taxas de corretagem e emolumentos.

81. Por fim, sustenta que as operações realizadas nas contas máster de José Joaquim foram reespecificadas para determinados investidores de forma que a Acusação não poderia atribuir a ele 100% do benefício. O benefício efetivamente obtido por José Joaquim seria, no máximo, correspondente ao valor que ele houvesse recebido como remuneração de seus clientes.

82. Neste ponto, melhor sorte não assiste à Defesa. Nos termos deste voto, a configuração da manipulação de preços de que trata o inciso I c/c item II, “b”, da ICVM 08/79, independe da demonstração de que os Acusados realizaram negócios nas duas pontas do livro ou que se desfizeram futuramente dos ativos em condições ainda mais vantajosas. Nesse sentido, perceba-se que, ao considerarmos a oferta expressiva como instrumento suficiente para alterar as condições de liquidez do livro (liquidez aparente ou fantasma) e promover a realização de negócios por preço diverso daquele que se obteria em condições normais de mercado, a vantagem econômica é, sim, representada pelo diferencial de *spread* entre o preço da melhor oferta (vendedora ou compradora) antes e depois da estratégia de *spoofing*, nos termos da Acusação. O benefício econômico é obtido e mensurado, ainda que ele signifique, em cada caso, ampliação de lucros ou redução de perdas.

¹⁶ É mais restritivo o comando descrito na Circular nº 3.857, de 14 de novembro de 2017, editada pelo Banco Central do Brasil para dispor sobre o rito do processo administrativo sancionador no âmbito daquela autarquia:

“Art. 48 Não constituem causa de extinção da punibilidade:

I – a correção da irregularidade pelo infrator; ou

II – a alegação de ignorância ou de errada compreensão da legislação.”



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

83. No caso concreto descrito nos autos, a vantagem econômica foi devidamente quantificada para cada um dos Acusados com esteio nas tabelas anexas que demonstram, em cada negócio concretizado, a variação do valor das ofertas antes e depois do início da estratégia de *spoofing*. O somatório dos diferenciais de *spreads*, portanto, foi apontado objetivamente pela Acusação, independentemente do erro formal apontado pela Defesa na citação pela Acusação do número total de operações realizadas.

84. Refuto, ainda, a alegação de que tal vantagem econômica deveria ser calculada subtraindo-se o custo dos Acusados com taxas de corretagem e emolumentos. Primeiro, porque não há previsão legal ou infralegal de exclusão dessas despesas no cálculo da vantagem obtida. Segundo, porque tais gastos foram incorridos para a execução do ato ilícito ou, dito de outra forma, não são gastos que teriam sido realizados ainda que os Acusados tivessem optado por agir conforme a Lei. De toda forma, não é razoável extrair do art. 11, §1º, III, da Lei nº 6.385/76, o comando para que a autoridade do mercado de capitais identifique todas as despesas operacionais incorridas pelo infrator, como pagamento de prestadores de serviços, energia elétrica, encargos trabalhistas e tributos, a fim de estimar a vantagem econômica 'líquida' decorrente da infração.

85. Vale registrar, ainda neste ponto, que todos os precedentes desta comissão relativos a ilícitos diversos no mercado de capitais (como manipulação de preços, *insider trading*, operações fraudulentas, etc.) não consideram as despesas com taxas de corretagem e emolumentos para identificação da vantagem econômica auferida.

86. Quanto à alegação de que as operações realizadas nas contas máster de José Joaquim foram reespecificadas para determinados investidores de forma que a Acusação não poderia atribuir a ele 100% do benefício, tenho que o argumento resta prejudicado pois a Defesa sequer demonstra quais operações teriam tido o lucro revertido para clientes do Acusado. Com efeito, cabendo a José Joaquim a responsabilidade pelas operações realizadas em seu nome, ele deveria ter demonstrado a extensão do benefício econômico que não aproveitou.

VIII – CONCLUSÃO E PENALIDADES

87. Por todo exposto, com fundamento no art. 11, II, da Lei nº 6.385/76, com redação anterior a edição da Lei nº 13.506¹⁷, de 13 de novembro de 2017, considerando de um lado a gravidade da conduta, a prática reiterada da conduta delitativa, a vantagem auferida ou pretendida

¹⁷ A redação do art. 11, *caput*, da Lei nº 6.385/76, foi alterada de modo a prever expressamente a aplicação cumulativa das penalidades descritas nos incisos do mesmo artigo. Assim, nos processos administrativos sancionadores destinados a apurar a regularidades das condutas praticadas após a edição da Lei nº. 13.506/17, o Colegiado desta CVM deverá refletir sobre a aplicação cumulativa das penalidades de multas e inabilitação/proibição temporária, medida que se afigura adequada para os casos de *spoofing* e *layering*.



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

pelo infrator, o dano à imagem do mercado de valores mobiliários e a especialização dos agentes e, de outro, a primariedade dos Acusados, voto pela condenação de:

- a) José Joaquim Paifer à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 684.000,00 (seiscentos e oitenta e quatro mil reais), equivalente a duas vezes o valor da vantagem econômica obtida, 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*;
- b) Paiffer Management Ltda. – ME à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 1.710.000,00 (um milhão, setecentos e dez mil reais), equivalente a duas vezes a vantagem econômica obtida, 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*.

88. Por fim, impende oficiar o Ministério Público Federal no Estado de São Paulo para conhecimento do teor deste julgamento e análise das providências que julgar cabíveis no âmbito de sua competência, em complemento ao Ofício nº 166/2016/CVM/SGE, de 11 de outubro de 2016.

É o voto.

Rio de Janeiro, 13 de março de 2018.

HENRIQUE BALDUINO MACHADO MOREIRA
DIRETOR RELATOR