



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

**PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR 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

**MANIFESTAÇÃO DE VOTO**

- 1 - Em virtude da divergência que existiu entre a BSM e a CVM, no que se refere à tipificação da conduta denominada como *spoofing*, e levando em conta que se trata do primeiro julgamento sobre essa modalidade específica de fraude no mercado de valores mobiliários, gostaria de tecer algumas breves considerações sobre o tema.
- 2 - Partindo da precisa definição do *spoofing* constante do voto do Relator, pode-se concluir que, em seu aspecto jurídico mais amplo, trata-se de uma modalidade específica de **ato simulado**, uma vez que a ordem realizada pelo investidor não se destina a ser executada, mas sim para afetar artificialmente o mercado e, assim, induzir a realização de outra operação, no lado oposto do “livro”, essa sim efetivamente desejada.
- 3 - Indo do aspecto geral para as regras mais específicas da Lei 6.385/76 e da regulação da CVM, verifica-se que o autorregulador (BSM), no Processo Administrativo Ordinário nº 05/2016, classificou o *spoofing* como sendo uma modalidade de “criação de condição artificial de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários” (infração definida no inciso II, a, da ICVM 8/79), enquanto que a CVM, no presente PAS, classificou o *spoofing*, no que se refere ao administrador de carteira e ao investidor, como sendo a infração de “manipulação de preço no mercado de valores mobiliários” (inciso II, b, da ICVM 8/79).
- 4 - Analisando a questão, parece-me que o *spoofing* contém efetivamente essas duas irregularidades de forma agregada, uma vez que, a criação de condições artificiais de oferta e demanda (ordens simuladas) é o artifício por meio do qual se atinge a manipulação de preços.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

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

5 - O objetivo principal, nesses casos, parece ser a manipulação de preços, mas esse desiderato final é atingido por meio da criação de condições artificiais de demanda.

6 - Nesse contexto, e buscando subsídios no direito penal, entendo ser aplicável ao caso o princípio da consunção ou da absorção, segundo o qual a infração principal, que define o objetivo do infrator, absorve as outras infrações que constituem meios para atingir o propósito final<sup>1</sup>.

7 - No caso, o objetivo final seria a manipulação de preços (com o que se permitiria a realização da operação nas condições desejadas), o que seria realizado por meio de criação de condições artificiais de demanda (ordem artificial no outro lado do “livro”).

8 - Desta forma, embora o entendimento da BSM não possa ser considerado despropositado (tanto que realmente foram criadas condições artificiais de demanda), entendo que a tipificação adotada pela SMI, à luz do princípio da consunção ou absorção, seria a mais adequada para a situação específica em análise.

9 - Do exposto, com as observações acima, acompanho integralmente o voto proferido pelo Diretor Henrique Machado.

É como voto.

Rio de Janeiro, 13 de março de 2018.

**GUSTAVO TAVARES BORBA**  
DIRETOR DA CVM

---

<sup>1</sup> Cumpre, sobre o tema, transcrever a doutrina e a Jurisprudência que abordam o princípio da consunção:

“Há consunção quando um crime é meio necessário ou normal para etapa de preparação ou execução de outro crime. Entre os bens jurídicos protegidos pelas normas penais, verificam-se, às vezes, relações de mais e de menos, uns contêm-se já nos outros, de tal maneira que uma norma consome já a proteção que a outra visa. Daí que, com fundamento na regra *ne bis in idem*, se deve concluir que a *Lex consumens derogat lehi consumtae*.” (Dotti, René Ariel, Curso de direito penal: parte geral – Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 288)

“AGRAVO REGIMENTAL NO RECURSO ESPECIAL. PENAL. DISPARO ABSORVIDO PELA LESÃO CORPORAL LEVE CAUSADA NA VÍTIMA. APLICAÇÃO DO PRINCÍPIO DA CONSUNÇÃO. POSSIBILIDADE. INTENÇÃO DO AGENTE DE LESIONAR A VÍTIMA. REVISÃO. SÚMULA 7/STJ. 1. A jurisprudência desta Corte Superior de Justiça é no sentido de que "o princípio da consunção pressupõe que haja um delito-meio ou fase normal de execução do outro crime (crime-fim), sendo que a proteção de bens jurídicos diversos e a absorção de infração mais grave pelo de menor gravidade não são motivos para, de per si, impedirem a referida absorção" (AgRg no REsp 1472834/SC, Rel. Ministro SEBASTIÃO REIS JÚNIOR, SEXTA TURMA, julgado em 07/05/2015, DJe 18/05/2015). Precedentes. (...). 3. Agravo regimental improvido.”