



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.000592/2019-15

Reg. Col. nº 1671/2019

Acusado: Rafael Nassutti Papazian

Assunto: Infração ao inciso I c/c inciso II, letra “b” da Instrução CVM nº 08/1979 – Manipulação de preços – *Layering*.

Diretor Relator: Gustavo Machado Gonzalez

RELATÓRIO

I. INTRODUÇÃO

1. Este Processo Administrativo Sancionador (“PAS”) foi instaurado pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (“SMI” ou “Acusação”) para apurar eventual responsabilidade de Rafael Nassutti Papazian (“Rafael Nassutti” ou “Acusado”).
2. Rafael Nassutti teria manipulado preços de diversos ativos no mercado de valores mobiliários por meio da colocação de ofertas artificiais no livro de negociação, entre 04.04.2013 e 31.07.2017, caracterizando a infração administrativa definida no inciso II, letra “b”, da Instrução CVM nº 08/1979 e vedada pelo inciso I daquela mesma Instrução¹.
3. O processo teve origem em processo administrativo disciplinar conduzido pela BM&FBovespa Supervisão de Mercados (“BSM”), em que figuraram como acusados instituição

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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

intermediária e funcionário dessa, por irregularidades em negócios realizados no mercado de valores mobiliários por Rafael Nassutti e outros investidores que atuaram por meio do referido intermediário.

4. Após realizar diligências adicionais, a SMI ofereceu termo de acusação em face de Rafael Nassutti².

II. ACUSAÇÃO

5. A SMI afirma que Rafael Nassutti realizou prática internacionalmente conhecida como *layering*, caracterizada pela inserção de sucessivas ofertas de um lado do livro a preços melhores que a última oferta registrada, que formam camadas de ofertas sem o propósito de fechar negócio, com o objetivo de atrair outros Clientes para a negociação e executar negócios do lado oposto do livro.

6. Rafael Nassutti teria realizado operações por meio de diferentes intermediários no período analisado em que foi identificada manipulação do preço de diversos ativos. A prática ocorreu por meio da inserção de ofertas artificiais no livro de negociação em 7.960 oportunidades, o que teria gerado benefício ilícito para o Acusado no montante R\$ 748.525,94 (setecentos e quarenta e oito mil, quinhentos e vinte e cinco reais e noventa e quatro centavos), conforme quadro abaixo.

Tabela 1 – Visão geral da atuação de Rafael Nassutti Papazian no período de análise

| Participante de Negociação | Quantidade de Estratégias de <i>Layering</i> | Período | Benefício Auferido R\$ |
|----------------------------|--|--------------------------------|------------------------|
| Corretora A | 2.606 | 04.04.2013 a 26.03.2014 | 233.856,27 |
| Corretora B | 1.608 | 27.03.2014 a 28.11.2014 | 131.575,61 |
| Corretora C | 3.722 | 18.09.2015 a 03.02.2017 | 379.242,28 |
| Corretora D | 24 | 30.06.2017 a 31.07.2017 | 3.851,75 |
| Total | 7.960 | 04.04.2013 a 31.07.2017 | 748.525,94 |

Fonte: B3.

7. As camadas de ofertas artificiais, inseridas sem a intenção de execução e para criar falsa pressão compradora ou vendedora, foram identificadas a partir do seguinte ciclo:

² As condutas dos demais investidores envolvidos no aludido PAD conduzido pela BSM são objeto de processos apartados.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

- a) **Criação de falsa liquidez:** o investidor inseria camadas de ofertas artificiais (colocadas sem o propósito de serem executadas) do lado oposto ao de oferta que efetivamente desejada executar (“oferta-alvo”), criando falsa liquidez com intenção de atrair investidores para incluir ou melhorar suas ofertas, alterando o *spread* do livro de ofertas;
- b) **Posicionamento:** antes ou depois da criação de falsa liquidez, o investidor emitia ofertas-alvo de compra ou venda que desejava executar do lado oposto ao das ofertas artificiais;
- c) **Execução do negócio:** a oferta-alvo de compra ou venda do investidor era executada em decorrência do movimento dos preços e das ofertas dos demais investidores, influenciados pela falsa liquidez; e
- d) **Cancelamento:** após a realização dos negócios, as ofertas artificiais eram canceladas.

8. Os critérios adotados para a identificação da prática de *layering* neste caso foram: **(i)** inseriu no mínimo 4 ofertas manipuladoras (artificiais) no intervalo de 10 minutos com propósito de influenciar investidores; **(ii)** se posicionou do lado oposto das ofertas manipuladoras; **(iii)** executou o negócio; e **(iv)** cancelou 100% das ofertas manipuladoras após o negócio. Também foram considerados como prática de *layering* os casos em que o ato **(ii)** foi realizado antes do ato **(i)**.

9. Segundo a SMI, o Acusado teria sido notificado por diferentes intermediários da ilicitude da prática, o que, no entanto, não o levou a interromper sua conduta. Ao contrário, como forma de dissimular a prática, o investidor mudava de corretora para continuar a praticar a infração administrativa.

III. DEFESA

10. O Acusado apresentou defesa tempestiva³.

III.1. Preliminares

11. Em sede preliminar Rafael Nassutti defende a “prescrição da ação punitiva do Estado, nos termos na Lei No. 9.494/1997 (sic)”, aplicando-se o prazo prescricional de 5 (cinco) anos. Assim, considerando que a “primeira oportunidade de conhecimento do feito integral, com todos os questionamentos de operações, se deu para o Defendente apenas com a apresentação do

³ Doc. SEI nº 0783411.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

Termo de Acusação, i.e. em, 14/03/2019”, todo e qualquer negócio realizado antes de 14.03.2014 não poderia ser questionado.

12. Ademais, alega cerceamento de defesa e violação ao contraditório, pois não lhe foram disponibilizadas cópias integrais “de todos os livros de negociações diários, de cada um dos 7.960 negócios impugnados, da abertura do pregão ao seu fechamento” nos quais as supostas estratégias irregulares teriam sido implementadas, de modo que pudessem “atestar que as supostas ‘camadas’ inseridas por Rafael tivessem levado a aumento ou queda em preços de ativos, e assim figurar-se, ou não, em efetiva manipulação de preço”.

13. Nesse sentido, o Acusado declara que sem acesso aos referidos livros não há como determinar se houve manipulação de preços por ação exclusivamente sua, visto que não possui meios de verificar “se foram publicadas notícias, fatos relevantes, boatos ou eventos diversos que poderiam ter atuado como eventos externos ao mercado, que pudessem alterar os valores e ordens dos ativos, seja de venda ou de compra”.

14. Ainda, afirma que a SMI “pinçou, i.e., selecionou, negócios isolados sem tratar a totalidade”.

III.2 Mérito

15. A defesa impugna o valor de R\$ 748.525,94, apontado pela Acusação com o benefício indevidamente obtido por Rafael Nassutti. Afirma que o método utilizado pela SMI para calcular o mencionado benefício seria arbitrado e não baseado em negócios concretamente realizados. Nas palavras da defesa, “a SMI induz que o benefício econômico ocorreu com base em valor que ‘supunha’ existir antes da suposta atuação manipuladora do defendente, o que é mera especulação e ilação”, i.e., “a SMI baseia sua acusação que Rafael obteve ganho financeiro sob uma premissa não verificada, mas apenas estimada”.

16. Sustenta que o montante de R\$ 748.525,94 questionado neste PAS representa menos de 0,01% do volume financeiro por ele negociado – o qual ele declara ser em torno de R\$ 150.000.000,00 (cento e cinquenta milhões de reais) mensais, à época dos fatos, – e menos de 1,5% do total de negócios realizados.

17. Argumenta que é um investidor-especulador, sendo natural que atue colocando e cancelando várias ordens e que, inclusive, se encontrava em cenário de enorme disparidade nos últimos anos frente à agilidade e automatização de robôs utilizados pelas grandes instituições



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

players do mercado. Nessa perspectiva, diz que a estratégia de “colocar várias ordens ao invés de simplesmente alterá-las” é uma questão de competitividade com tais robôs, uma “equiparação de armas” e que, em verdade, a verdadeira manipulação de preços é dirigida pelas grandes instituições por meio desses robôs. No mesmo sentido, afirma que “operava de forma manual, ficando em enorme desvantagem e *delay* (atraso) em relação aos grandes *traders*” (grifos originais).

18. Impugna também a acusação de que teria colocado ofertas artificiais no livro de negociações, isto porque suas ordens, até o momento de cancelamento, estavam disponíveis à execução caso houvesse contraparte para negócio, sendo isso um risco assumido em sua estratégia, a qual, inclusive, poderia ter lhe dado prejuízo como resultado. No mesmo sentido, afirma que “não houve óbice ou interrupção [dos negócios] por violação de túnel de preços ou mecanismos análogos, sobretudo, mecanismos de controle de mercado indicados da ICVM No. 168”.

19. Por fim, alega que não há definição legal do que é *layering*, além de enunciados esparsos em processos administrativos e apresentações da BSM e da CVM, não podendo ser tal atividade – à luz do princípio da anterioridade da lei punitiva – ser entendida como ilícita.

20. Requer que a imputação seja julgada improcedente ou, subsidiariamente, sejam seus bons antecedentes considerados para efeito de dosimetria.

IV. PROPOSTA DE TERMO DE COMPROMISSO E DISTRIBUIÇÃO DO PROCESSO

21. Rafael Nassutti apresentou proposta de celebração de Termo de Compromisso, comprometendo-se (i) cessar a prática de atividade ou ato considerado ilícito; (ii) não realizar operações *day-trade* com sua carteira de ações pelo prazo de 2 (dois) anos e 6 (seis) meses; (iii) pagar à CVM o montante de R\$ 150.000,00 (cento e cinquenta mil reais), em quinze parcelas mensais, iguais e consecutivas, atualizadas pela taxa SELIC.

22. Ao analisar os aspectos legais da proposta, a PFE concluiu que – não obstante a não ocorrência de prejuízos mensuráveis, com possível identificação dos investidores lesados – “a existência de danos difusos mostra-se inafastável (...) ora, em vista da vantagem econômica obtida, a indenização a ser fixada deve ser, no mínimo, superior ao montante total auferido pelo



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

proponente, que, no caso concreto, foi calculado pela área técnica no montante de R\$ 748 mil”⁴.

23. O Comitê de Termo de Compromisso (“Comitê”) decidiu negociar as condições da proposta, sugerindo o pagamento à CVM, em parcela única, de obrigação pecuniária no valor total de R\$ 1.871.314,85 (um milhão, oitocentos e setenta e um mil, trezentos e quatorze reais e quinze centavos), calculado com parâmetro no benefício financeiro obtido pelo Acusado em cada intermediário, atualizado pelo IPCA a partir das datas em que as operações cessaram em cada uma das corretoras até seu efetivo pagamento.

24. Em 6 de dezembro de 2019, o Proponente declinou da continuidade das negociações com o Comitê, por absoluta falta de meios de “apresentar uma proposta exequível *vis-à-vis*” ao exigido.

É o Relatório.

Rio de Janeiro, 1 de junho de 2020.

Gustavo Machado Gonzalez

Diretor Relator

⁴ Doc. SEI nº 0830781.