



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

### PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.005452/2016-82

Reg. Col. nº 1179/2018

**Acusado:** Upright Technologies Inc.

**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 Processos Sancionadores (“SPS”) em conjunto com a Procuradoria Federal Especializada (“PFE” e, em conjunto com SPS, “Acusação”) para apurar eventual responsabilidade de Upright Technologies Inc. (“Upright Technologies” ou “Acusada”), que teria realizado ordens e operações com intuito de manipular o preço de ações de emissão da HRT Participações em Petróleo S.A. (“HRT”) em 10.05.2013, o que caracterizaria a infração administrativa de manipulação de preços no mercado de valores mobiliários, definida no inciso II, letra “b”, da Instrução CVM nº 08/1979 e vedada pelo inciso I daquela mesma Instrução<sup>1</sup>.

2. O processo teve origem em relatório de análise da Superintendência de Relações com Empresas (“SEP”), que apontou indícios de infrações administrativas relacionadas a negócios

---

<sup>1</sup> 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](http://www.cvm.gov.br)

realizados com ações de emissão da HRT<sup>2</sup>. Foi, então, instaurado inquérito administrativo para investigar o ocorrido<sup>3</sup>.

### II. ACUSAÇÃO

3. A Acusação afirma que, em 10.05.2013, Upright Technologies comprou e vendeu 9.121.300 ações de emissão da HRT, o que correspondeu a 30,7% dos negócios realizados com esta ação neste dia, sendo que 2.528 desses negócios (2.423.000 das ações negociadas) corresponderam a operações de mesmo comitente (“OMC”), i.e., a Acusada figurou ao mesmo tempo como compradora e vendedora em tais negócios.

4. Segundo a SPS e a PFE, a Upright Technologies realizou prática internacionalmente conhecida como *layering*. Em outras palavras, os negócios realizados pela Upright Technologies tiveram como característica a inserção de sucessivas ofertas a preços melhores que a última oferta registrada, com o objetivo de atrair outros participantes e induzi-los a inserir ou melhorar suas ofertas, para fechar negócio contra este outro participante, se beneficiando do movimento artificial de preços.

5. A área técnica se valeu de análise realizada pela BM&FBovespa Supervisão de Mercado (“BSM”), que identificou 98 ocorrências da mencionada prática realizadas pela Acusada na mencionada data, observadas a partir do seguinte ciclo<sup>4</sup>:

- a) **Criação de falsa liquidez:** o investidor insere ofertas artificiais do lado oposto ao do posicionamento, que formam camadas de ofertas sem propósito de fechar negócio e alteram o spread do livro de ofertas, com intenção de atrair investidores para incluir ou melhorar suas ofertas;
- b) **Posicionamento:** o investidor registra oferta de compra ou de venda que deseja executar em um lado do livro, antes ou após a criação de falsa liquidez.
- c) **Execução do negócio:** a oferta pretendida de compra ou de venda do investidor é executada contra a oferta de terceiro que foi inserida ou alterada à vista da falsa liquidez criada com as ofertas artificiais do investidor.

<sup>2</sup> Doc. SEI nº 0175934 e Doc. SEI nº 0175598.

<sup>3</sup> PORTARIA/CVM/SGE/Nº 188, de 09.08.2016 (Doc. SEI nº 0143700).

<sup>4</sup> Doc. SEI nº 0533360 e Doc. SEI nº 0533364.



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

- d) **Cancelamento:** após a realização dos negócios, as ofertas artificiais são canceladas.
6. Os critérios adotados para a identificação da prática de *layering* nesse caso foram: **(i)** inseriu no mínimo 4 ofertas manipuladoras no intervalo de 10 minutos com propósito de influenciar investidores; **(ii)** se posicionou do lado oposto das ofertas artificiais; **(iii)** executou o negócio; e **(iv)** cancelou/alterou para preços piores 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)**.
7. A Acusação afirma também que as operações realizadas pela Upright Technologies com a inserção de ofertas artificiais resultaram, em diversas oportunidades, em operações de mesmo comitente, pois, como a Acusada realizava grande quantidade de ordens com o intuito de atrair outros investidores e influenciar o preço do ativo, quando outro investidor registrava oferta ao mesmo preço da sua, pelo princípio de ordem cronológica, a oferta da Upright Technologies tinha prioridade na negociação.
8. Então, ao registrar ordem na ponta inversa para fechar negócio com esse investidor, a Acusada realizava negócio contra sua própria oferta com prioridade na negociação, o que resultava em operação de mesmo comitente, para depois fechar negócio com esse outro investidor, que estava em segundo lugar na prioridade. Ao invés de cancelar sua oferta com prioridade de execução, a Upright inseria lote na ponta inversa com quantidade suficiente para fechar negócio contra as duas primeiras ofertas do livro e realizar negócio primeiro contra sua oferta e depois contra outro investidor, atraído pela pressão causada no livro.
9. Assim, as OMCs faziam parte da estratégia de manipulação e teriam sido utilizadas por Upright Technologies como forma de sinalizar liquidez para o mercado, com a intenção de atrair outros vendedores para fecharem negócios contra suas ofertas de compra. Essas operações foram, portanto, fruto da estratégia adotada pelo investidor, que, junto com o *layering*, visavam construir artificialmente as condições necessárias para a execução de negócios a preços mais vantajosos.
10. Segundo a Acusação, as operações supostamente irregulares realizadas em 10.05.2013 teriam proporcionado um benefício financeiro indevido de R\$113.862,00.

### III. DEFESA



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

11. Upright Technologies apresentou defesa tempestiva<sup>5</sup>.
12. Inicialmente, a Acusada alega falta de tipificação da conduta e que a Acusação se limitou a mencionar operações que poderiam ter indícios de práticas abusivas, sem que houvesse apresentação da descrição das provas colhidas e identificação específica da ação ou omissão, e do nexos de causalidade com o resultado danoso. Afirma que a mera constatação de que houve inserção de ofertas nos dois lados do livro e de tamanho superior ao lote padrão, bem como o cancelamento de ofertas seria inconsistente para provar práticas supostamente ilícitas.
13. Argumenta também que a infração apontada requer a atuação com conhecimento da ilicitude da conduta, o que não teria acontecido no caso, pois a Acusada realizaria milhares de operações por dia, sem que tenha havido apontamento por parte do regulador.
14. Defende que caberia à bolsa de valores a adoção de procedimento especiais no caso de tais ordens de compra/venda terem sido consideradas fora dos parâmetros de preços ou de quantidade, com o fim de garantir a transparência e a maior eficiência possível do mercado. Assim, afirma que se a bolsa de valores não usou seu poder de fiscalização e não suspendeu o pregão para colocar os lotes de compra a leilão, é porque as operações não foram consideradas inadequadas, já que as oscilações estavam dentro dos limites estabelecidos. Esse fato demonstraria a falta da comprovação da existência de dolo.
15. No mesmo sentido, afirma que a definição do que seja manipulação não é simples e que não é nítida a informação do que realmente é ou não é permitido fazer quando o assunto é a tipificação de determinada conduta como *spoofing* ou *layering*, pois práticas como cancelamento constante de ordens são observadas diariamente no mercado.
16. Salienta que não foi informada pela corretora de qualquer circular sobre boas práticas ou de qualquer prática ilícita que tenha cometido.
17. Especificamente sobre o pregão de 10.05.2013, afirma que o preço de abertura do ativo foi de R\$4,13 e a última operação realizada pela Acusada foi às 16h16m ao preço de R\$4,36, sendo que o preço de fechamento foi de R\$4,60. Isso confirmaria a tendência de alta do preço das ações de emissão da HRT que se iniciou em fevereiro daquele ano.

---

<sup>5</sup> Doc. SEI nº 0603021.



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

18. Ressalta que nesse dia houve renúncia do diretor presidente da HRT e que, conforme reconhecido pela Acusação, o referido anúncio de fato relevante foi publicado somente ao final do dia e precedido por valorização de 10,84% das ações, presentes, portanto, indícios de vazamentos e utilização de informação privilegiada. Assim, alega que foram eventos internos à companhia que levaram o preço do ativo a ter comportamento não habitual, o que demonstraria que as operações de mesmo comitente realizadas pela Acusada não contribuíram para a suposta alta artificial dos preços do ativo naquele dia.

19. Afirma que teve lucro líquido de R\$73.171,15 no dia 10.05.2013 e prejuízo de R\$31.306,94 no pregão seguinte, o que resultaria em lucro líquido de R\$41.864,21 (inferior ao apontado pela Acusação). Nesses termos, impugna a afirmação da Acusação, segundo a qual o benefício financeiro indevidamente obtido teria sido de R\$113.862,00.

#### IV. PROPOSTA DE TERMO DE COMPROMISSO E DISTRIBUIÇÃO DO PROCESSO

20. Em reunião do Colegiado de 02.10.2018, fui designado relator desse processo<sup>6</sup>.

21. Em 22.03.2019, Upright Technologies propôs a celebração de Termo de Compromisso, comprometendo-se a pagar à CVM o montante total de R\$62.796,31, valor baseado no lucro líquido obtido nos pregões de 10 e 13.05.13 (R\$41.864,21), conforme cálculos por ela apresentados em sua defesa<sup>7</sup>.

22. O Colegiado, por unanimidade, acompanhando o voto por mim proferido, deliberou rejeitar a proposta de Termo de Compromisso apresentada<sup>8</sup>.

É o Relatório.

Rio de Janeiro, 1 de junho de 2020

**Gustavo Machado Gonzalez**

Diretor Relator

---

<sup>6</sup> Doc. SEI nº 0609508

<sup>7</sup> Doc. SEI nº 0717394 e Doc. SEI nº 0717395.

<sup>8</sup> Doc. SEI nº 0799717.