



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

Manifestação de voto

1. Embora concorde com as conclusões apresentadas pelo Diretor Relator, farei breves observações sobre a metodologia utilizada pela Acusação¹ para a identificação da prática de *layering* e suas implicações na penalidade proposta, de forma a guardar consistência com meu entendimento no PAS CVM nº 19957.006019/2018-26, de minha relatoria.
2. Em síntese, o Diretor Relator entende que, neste processo, foram preenchidos todos os requisitos do tipo administrativo de manipulação de preços, nos termos da letra “b” do inciso II da Instrução CVM nº 8/1979. Ao mesmo tempo, reconhece a existência de “falsos positivos” no conjunto de operações levantadas pela Acusação, o que o levou à conclusão de que *“a penalidade a ser imposta ao manipulador não deve tomar como referência o valor calculado nos precedentes indicados, mas sim os parâmetros fixados nos precedentes que se defrontam com a dificuldade ou mesmo impossibilidade de mensuração precisa do resultado obtido com a manipulação”*, já que, no caso, não seria *“trivial determinar um critério unívoco e preciso para separar as operações efetivamente manipuladoras”*.
3. Além disso, em seu voto, o Diretor Relator aponta a necessidade de ajustes e aprimoramentos na metodologia empregada pela área técnica para identificar operações

¹ Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto e que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes foi atribuído no relatório apresentado pelo Diretor Relator.



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

de *layering*, que deveria levar em consideração outros critérios, como o tempo de permanência da oferta artificial no livro.

4. Os argumentos trazidos pelo Diretor Relator demonstram, com razão, a necessidade de constante aprimoramento das ferramentas de supervisão da CVM, sobretudo em mercados que operam em meio eletrônico, que evoluem constantemente e de forma cada vez mais intensa.

5. Com efeito, em meu voto no PAS CVM nº 19957.006019/2018-26, em 1.10.2019, destaquei a existência de espaço para aperfeiçoamento dos parâmetros utilizados na identificação de operações de *layering*², bem como a possibilidade de os acusados comprovarem, em suas defesas, a inadequação dos critérios adotados. Ainda assim, conclui que os parâmetros utilizados pela SMI eram suficientes para detectar o ilícito e, especificamente naquele caso, permitiam sua adequada mensuração³ – o que me levou a propor a fixação da pena com base no benefício econômico auferido pelo acusado, em linha com o que havia sido decidido pelo Colegiado da CVM ao julgar o PAS CVM nº RJ 2016-7192 (SEI 19957.005977/2016-18), de relatoria do diretor Henrique Machado, em 13.03.2018.

6. Diante disso, parece-me importante destacar que, a meu ver, as possíveis melhorias nos filtros utilizados pela área técnica para identificar operações de *layering*, como aquelas apontadas no voto do Diretor Relator, não afastam, a princípio, a legitimidade dos parâmetros utilizados em outros casos julgados ou ainda sob análise nesta Autarquia. Como visto, tais filtros são importantes pontos de partida para identificar operações cujo objetivo é a manipulação de mercado e, em determinadas situações, podem servir como base para o cálculo da pena a ser aplicada⁴.

² Como afirmo em meu voto: “[e]mbora acredite que haja espaço para o aprimoramento dos parâmetros utilizados para o monitoramento das novas práticas de manipulação de mercado, não é de hoje que a BSM vem analisando e testando formas de identificá-las. Com o passar do tempo, seus sistemas de supervisão foram calibrados e ajustados, tornando-se mais eficientes para a averiguação de práticas potencialmente irregulares. Não à toa a área técnica considerou adequado utilizar os parâmetros constantes do termo de acusação”.

³ Naquele caso, no meu entendimento, confirmado pelo Colegiado: “o Acusado não trouxe elementos probatórios suficientes para desqualificar o cálculo feito pela SMI, tampouco indicou quais operações (e os motivos pelos quais) não deveriam compor as contas da SMI”.

⁴ Como ocorreu no mencionado PAS CVM nº 19957.006019/2018-26 e é igualmente aplicável no PAS CVM nº 19957.005452/2016-82, analisado nesta data.



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

7. Ocorre que, no presente caso, como demonstrou o Diretor Relator ao analisar as operações acostadas aos autos, os parâmetros utilizados pela Acusação são suficientes para comprovar a infração à Instrução CVM nº 8/1979, mas não para quantificar a vantagem econômica obtida pelo Acusado.

8. Ante a demonstração da existência desses “falsos positivos” no conjunto de operações identificadas pela Acusação, diferentemente do que ocorreu em outros casos, concordo com as ponderações do Diretor Relator em relação ao critério utilizado para o cálculo da penalidade a ser aplicada neste caso.

9. Ainda assim, reforço – mais uma vez – a necessidade de a SMI, em conjunto com a BSM, continuarem a empreender esforços para o aprimoramento dos filtros utilizados na identificação de práticas de manipulação de mercado⁵, visando sobretudo eliminar (ou ao menos diminuir) a existência de operações apenas aparentemente lícitas no espaço amostral utilizado pela área técnica para embasar o termo de acusação.

10. Medidas dessa natureza auxiliariam todos os envolvidos no processo administrativo sancionador, pois reduziria o volume de informação a ser processada pelas partes e pelo julgador. Além disso, em algumas situações, viabilizaria a fixação de penalidades, quando comprovada a irregularidade, com base no inciso III do §1º do art. 11 da Lei nº 6.385/1976 – afinal, quando tratamos de violações à Instrução CVM nº 8/1979, o valor da multa aplicada pelo regulador deve ser calculada, sempre que possível, com base no benefício econômico auferido ou prejuízo evitado em decorrência do ilícito, privilegiando a proporcionalidade entre a gravidade da infração cometida e a penalidade imposta.

É como voto.

Rio de Janeiro, 2 de junho de 2020

Marcelo Barbosa

Presidente

⁵ Vale mencionar que tais esforços já são perceptíveis na supervisão da CVM e da BSM, que passaram a adotar como critério para a identificação de *layering* o tempo de permanência de uma ordem no livro, como mencionado pelo Diretor Relator em seu voto.