



## 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 19957.000592/2019-15

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

### VOTO

#### I. INTRODUÇÃO

1. Trata-se de PAS<sup>1</sup> instaurado pela SMI em face de Rafael Nassutti Papazian (“Rafael Nassutti” ou “Acusado”), que supostamente 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, configurando a infração administrativa definida no inciso II, letra “b”, da Instrução CVM nº 08/1979 e vedada pelo inciso I daquela mesma Instrução.

#### II. PRELIMINARES

##### II.1. Prescrição

2. O Acusado sustenta a ocorrência de prescrição, pois a primeira oportunidade de conhecimento que teve dos questionamentos deste PAS se deu com apresentação do Termo de Acusação em 14.03.2019. Dessa forma, aplicando-se retroativamente a prescrição quinquenal a partir desta data, todos os negócios realizados antes de 14.03.2014 estariam prescritos.

---

<sup>1</sup> Os termos iniciados em letras maiúsculas e que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes é atribuído no relatório deste voto.



## 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)

3. A ação punitiva da CVM prescreve em cinco anos e é regulada pela Lei nº 9.873/1999. Nos casos de infração continuada, a contagem do prazo se inicia do dia em que ela tiver cessado (artigo 1º, parte final). Por analogia com a previsão contida no artigo 71 do Código Penal<sup>2</sup>, considera-se como infração administrativa continuada duas ou mais infrações da mesma espécie que, pelas condições de tempo, lugar, maneira de execução e outras semelhantes, devem ser havidas como continuação da primeira.
4. No caso dos autos, verifico que houve continuidade entre 04.04.2013 (Estratégia 1) e 28.11.2014 (Estratégia 4.214). Após esse primeiro conjunto de infrações administrativas, o Acusado voltou a realizar supostas operações irregulares após intervalo de cerca de dez meses, em 18.09.2015 (Estratégia 4.215).
5. Assim, mesmo se acolhêssemos o argumento de defesa, segundo o qual a primeira interrupção da prescrição se deu somente em 14.03.2019, concluiríamos que a Acusação agiu dentro do prazo legal de cinco anos, que se ultimaria somente em novembro do ano de 2019.
6. Além disso, a mencionada lei determina que qualquer ato inequívoco de apuração dos fatos é suficiente para interromper a prescrição da pretensão punitiva da Administração Pública Federal (inciso II do artigo 2º). Segundo a jurisprudência desta casa, os atos inequívocos incluem aqueles praticados sem a ciência do investigado<sup>3</sup>.
7. No caso em tela, verifico que em 16.02.2018 a SMI enviou Ofício<sup>4</sup> ao Acusado, solicitando que ele se manifestasse sobre todos os negócios realizados entre 10.09.2015 e 31.10.2016 que continham indícios de “inserção de sucessivas ofertas com a aparente finalidade de exercer pressão compradora ou vendedora no ativo, visando, a princípio, ter oferta no lado oposto do livro agredida por terceiros, numa estratégia de *layering repeat* (“*layering*”)”. Em novo Ofício enviado em 02.04.2018, a SMI complementou seu questionamento de forma a abranger

---

<sup>2</sup> Artigo 71 - Quando o agente, mediante mais de uma ação ou omissão, pratica dois ou mais crimes da mesma espécie e, pelas condições de tempo, lugar, maneira de execução e outras semelhantes, devem os subsequentes ser havidos como continuação do primeiro, aplica-se-lhe a pena de um só dos crimes, se idênticas, ou a mais grave, se diversas, aumentada, em qualquer caso, de um sexto a dois terços.

<sup>3</sup> PAS CVN nº 12/2013, j. em 24.05.2016, Dir. Rel. Gustavo Tavares Borba; PAS CVM nº RJ2014/5807, j. em 15.03.2016, Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes; PAS CVM nº RJ2011/11073 e nº RJ2010/3695, ambos julgados em 15.12.2015, Dir. Rel. Pablo Renteria; PAS CVM nº 14/2009, j. em 11.08.2015, Dir. Rel. Luciana Dias em; PAS CVM nº 04/2009, j. em 11.06.2013, Dir. Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Moraes; PAS CVM nº 03/2006, j. em 01.12.2010, Dir. Rel. Eli Loria; PAS CVM nº RJ2008/2570, j. em 12.05.2009, Dir. Rel. Marcos Barbosa Pinto.

<sup>4</sup> Ofício nº 11/2018/CVM/SMI/GMA-1 (Doc. SEI nº 0674425).



## 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)

também “negócios realizados em bolsa de valores por V.S.<sup>a</sup> entre 04.04.2013 e 31.10.2017, envolvendo diferentes ativos e por meio de distintos intermediários”<sup>5</sup>.

8. Sendo assim, resta claro que o segundo Ofício encaminhado (02.04.2018) foi tempestivo e apto a interromper a prescrição referente a todas as operações apontadas pela SMI como irregulares e elencadas no Termo de Acusação (de 04.04.2013 a 31.07.2017).

9. Ante o exposto, rejeito a preliminar de prescrição quinquenal, prevista no artigo 1º, caput, da Lei nº 9.873/1999.

### **II.2. Violação de defesa e contraditório**

10. O Acusado alega, ainda, a preliminar 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”.

11. 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”.

12. Entendo que os documentos presentes nos autos são mais que suficientes para demonstrar o modus operandi ilícito adotado pelo Acusado por período superior a quatro anos. Além disso, todas as estratégias implementadas por Rafael Nassutti e consideradas irregulares foram disponibilizadas pela SMI para o Acusado, por meio do documento “Anexo I – Relação de Estratégias”<sup>6</sup>.

13. Além das próprias estratégias, ao contrário do que declara o Acusado, estão lá disponíveis os dias em que cada estratégia foi implementada, bem como horário, intermediário e ativo negociado. Em suma, todos os documentos solicitados e disponibilizados à Acusação – os quais foram utilizados para embasamento e formulação do Termo de Acusação – também foram

---

<sup>5</sup> Ofício nº 21/2018/CVM/SMI/GMA-1 (Doc. SEI nº 0578707).

<sup>6</sup> Doc. SEI nº 0674430.



## 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)

disponibilizados ao Acusado, contendo, assim, todas as informações necessárias para formulação de juízo quanto à materialidade ou não acerca da infração, não havendo, portanto, cerceamento de defesa e, tampouco, violação ao contraditório.

### III. CONSIDERAÇÕES INICIAIS

#### III.1. Pano de fundo

14. A prática ilícita internacionalmente conhecida como *layering* ganhou espaço de maneira relativamente recente no debate regulatório internacional. Apesar de se tratar, em essência, de uma modalidade de manipulação possível desde quando os mercados ocorriam por viva voz, o assunto ganhou maior relevância após a disseminação de sistemas eletrônicos de negociação.

15. Assim como a prática congênere conhecida como *spoofing*, o *layering* é estratégia ilícita de manipulação de preços por meio de realização de ofertas no sentido oposto ao negócio que o manipulador pretende realizar, com a criação de uma falsa liquidez no livro de ofertas. Essas ofertas artificiais são realizadas com a exclusiva finalidade de atrair outros investidores por meio de simulação de pressão compradora ou vendedora, sem intenção de que os negócios sejam efetivamente executados.

16. Ambas as modalidades de manipulação de mercado mencionadas foram objeto de julgamentos recentes pela CVM, PAS CVM nº 19957.005977/2016-18 (“Precedente de *spoofing*”), de relatoria do Diretor Henrique Machado<sup>7</sup> e 19957.006019/2018-26 (“Precedente de *layering*”), de relatoria do Presidente Marcelo Barbosa<sup>8</sup>, respectivamente, nos quais o Colegiado se pronunciou pela primeira vez sobre esses assuntos. Além destes dois importantes precedentes, penso ser relevante recuperar as considerações sobre a tutela do processo de formação de preços, a relevância das informações endógenas ao processo de negociação e os critérios que distinguem ofertas legítimas de ofertas artificiais que teci nos julgamentos dos PAS CVM nº RJ2016/5348<sup>9</sup> e RJ2016/2384<sup>10</sup>.

---

<sup>7</sup> PAS CVM nº 19957.005977/2016-18, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 13.03.2018.

<sup>8</sup> PAS CVM nº 19957.006019/2018-26, Rel. Pres. Marcelo Barbosa, j. em 01.10.2019.

<sup>9</sup> PAS CVM nº RJ2016/5348, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 17.04.2018.

<sup>10</sup> PAS CVM nº RJ2016/2384, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 08.10.2019.



## 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)

### III.2. Eficiência informacional e formação de preços

17. A informação é o principal bem jurídico tutelado pela intervenção estatal no mercado de capitais<sup>11</sup>. O mercado é regulado com base na transparência e no tratamento equitativo de investidores, buscando-se, assim, a mitigação de assimetrias de informação.

18. As informações que orientam as decisões dos investidores podem ser divididas em dois grupos<sup>12</sup>:

- a) Informações *exógenas* ao processo de negociação ou informações *explícitas*, relacionadas à companhia emissora de valores mobiliários ou ao mercado em geral, tais como divulgações oficiais da companhia, boatos, noticiários, demonstrações financeiras, dados de conjuntura econômica;
- b) Informações *endógenas* ao processo de negociação ou informações *implícitas*, tais como o preço, o volume financeiro negociado, a identidade dos intermediários por meio dos quais o negócio é realizado, a identidade de quem negocia e o fluxo no livro de ofertas.

19. Se considerarmos o regime de informação imposto aos emissores de valores mobiliários e a vedação à negociação com uso de informação privilegiada (*insider trading*), notamos a preocupação regulatória com as informações exógenas ao ambiente de negociação, isto é, àquelas que compreendem a atividade própria dos emissores e das quais os participantes do mercado precisam conhecer a fim de tomarem decisões de investimento.

20. As informações endógenas ao ambiente de negociação dizem respeito aos dados atuais e históricos de preço, quantidade e volume dos negócios realizados nos mercados organizados de valores mobiliários. O regime de transparência de pré e pós-negociação delineado pela Instrução CVM nº 461/2007 e as condutas vedadas pela Instrução CVM nº 08/1979 sinalizam a preocupação regulatória com a tomada de decisão, pelos investidores, ao efetivamente enviarem ordens e realizarem negócios nos ambientes geridos pelas entidades administradoras de mercados organizados.

---

<sup>11</sup> TRINDADE, Marcelo Fernandez. O Papel da CVM e o Mercado de Capitais. In: SADDI, Jairo (org.). *Fusões e Aquisições: Aspectos Jurídicos e Econômicos*. São Paulo: IOB, 2002, p. 308.

<sup>12</sup> GOSHEN, Zohar; PARCHOMOVSKY, Gideon. The essential role of securities regulation. *Duke Law Journal*, v. 55, 2006, p. 721. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=600709>. Acesso em: 20.01.2020. Nas palavras dos autores: “Verification of the accuracy of information involves two kinds of information: explicit and implicit information. *Explicit information* includes all types of direct firm-specific and general market information, such as financial reports, conference calls and news. *Implicit information* comprises all activities that indirectly convey information, such as price movements, trading volume, trader identity and order flows” (destaques no original).



## 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)

21. Este Colegiado é firme em proibir, de modo recorrente, a realização de negociações artificiais no mercado<sup>13</sup>.

22. As informações sobre oferta e demanda presentes no livro de ofertas são insumos importantes para muitas decisões de investimento, inclusive aquelas tomadas por algoritmos<sup>14</sup>. O processo de formação dos preços, portanto, não deve sofrer interferências indevidas com a criação de demanda ou oferta artificiais, fornecendo sinais equivocados aos participantes do mercado sobre a liquidez de determinado ativo.

23. A eficiência informacional do mercado<sup>15</sup> é a capacidade de o preço de um ativo refletir adequadamente todas as informações disponíveis sobre aquele ativo, a partir das decisões tomadas pelos investidores com base nestas informações. A atuação dos diversos investidores, comprando ativos que julgam subavaliados e vendendo ativos que entendem superavaliados, faz com que os preços convirjam para o valor que reflete os fundamentos econômicos da companhia<sup>16</sup>.

### III.3. A manipulação baseada em ofertas: *Layering* e *Spoofing*

#### *Considerações iniciais*

24. *Layering* e *spoofing* são práticas de criação de liquidez aparente, com a inserção, em um curto intervalo de tempo, de ofertas que, isoladamente (*spoofing*) ou agregadas (*layering*), representam quantidade expressiva em um dos lados do livro, atraindo contrapartes de modo a

---

<sup>13</sup> Por exemplo, PAS CVM nº 12/2010, julgado em 07.10.2014, Dir. Rel. Luciana Dias; PAS CVM nº 04/2013, julgado em 24.02.2014, Dir. Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novais; PAS CVM nº 16/2001, julgado em 03.11.2005, Dir. Rel. Norma Parente; PAS CVM nº 12/2004, julgado em 11.05.2010, Dir. Rel. Alessandro Broedel Lopes; PAS CVM nº RJ2002/5015, julgado em 11.12.2003, Dir. Rel. Norma Jonssen Parente.

<sup>14</sup> No julgamento do PAS CVM nº RJ2016/5348, assinei que “[t]rata-se de assunto de extrema importância, especialmente no mercado de bolsa, onde muitos investidores tomam as suas decisões de investimento com base em informações pré e pós-negócio. É o caso, por exemplo, das negociações algorítmicas, em que um algoritmo informático determina automaticamente os parâmetros individuais das ordens, tais como o eventual início da ordem, o calendário, o preço ou a quantidade da ordem, ou o modo de gestão após a sua introdução, com pouca ou nenhuma intervenção humana”.

<sup>15</sup> Podemos sintetizar a noção de mercado eficiente como aquele em que: (a) os preços refletem adequadamente as informações disponíveis aos agentes econômicos; (b) a cada nova informação não esperada, os preços convergem rapidamente para um novo patamar, próximo do que seria o “valor intrínseco” do ativo; (c) investidores competem entre si pelas oportunidades, fazendo com que os preços se movimentem de modo relativamente contínuo. Cf. REILLY, Frank K.; BROWN, Keith C. *Investment Analysis & Portfolio Management*. 10. ed. Mason: CENGAGE Learning, 2012, pp. 96-97.

<sup>16</sup> GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. The mechanisms of market efficiency. *Virginia Law Review*, v. 70, 1984.



## 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)

mover os preços em um sentido que venha a permitir a execução de uma ou mais ofertas limitadas inseridas na ponta oposta pelo manipulador. Pressupõe-se que o aumento expressivo na quantidade ofertada nos primeiros níveis de preço do ativo é capaz de influenciar outros investidores, que passam a atuar no mesmo sentido de negociação, de forma a aumentar ou diminuir a cotação do preço do ativo.

25. A diferença está em que, no *layering*, as ordens são enviadas de modo a criar faixas ilusórias de preços, ao passo que, no *spoofing*, a distorção no preço decorre de ofertas com quantidades desproporcionais àquelas existentes no livro<sup>17</sup>. A cronologia da criação de falsa liquidez é a seguinte:

- a) **Criação de falsa liquidez:** Visando influenciar investidores a incluir ou melhorar suas ofertas, induzindo pressão compradora ou vendedora, alterando o *spread* do livro, por meio de
  - i. Se *layering*: Inserção de ofertas artificiais que formam camadas de ofertas sem propósito de fechar negócio;
  - ii. Se *spoofing*: Registro de oferta de quantidade expressiva.
- b) **Reação de investidores:** Investidores reagem ao registro da(s) oferta(s) artificial(is).
- c) **Posicionamento e execução de oferta-alvo:** registro de oferta no lado oposto (antes de forma concomitante ao passo (a)) com consequente execução de negócios contra as ofertas dos investidores que reagiram ao registro da oferta artificial (*spoofing*) ou da camada de ofertas artificiais (*layering*).
- d) **Cancelamento:** após a realização dos negócios, a(s) oferta(s) artificial(is) é(são) cancelada(s).

26. Como bem apontado pelo Presidente Marcelo Barbosa no Precedente de *layering*, a caracterização da criação de liquidez aparente como manipulação de preços decorre do

---

<sup>17</sup> Nesse sentido, veja-se p. ex. as definições de *spoofing* e *layering* formuladas pela IOSCO, SEC, CFTC, FINRA e ESMA, constantes do Anexo I a este voto. Nota-se, contudo, que os referidos conceitos não são empregados – ao menos até esse momento – de modo totalmente uniforme pelos diversos reguladores: a *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC), por exemplo, trata das duas condutas de forma indistinta, agrupadas pelo seu gênero: apregoar com a intenção de cancelar a oferta antes de sua execução, criando falsa liquidez. O Anexo 1 traz, para fins ilustrativos, as definições utilizadas pela IOSCO e por alguns reguladores de outros países. Conforme irei explorar ao longo deste voto, embora as definições variem em diversos aspectos, os principais traços caracterizadores do(s) ilícito(s) são essencialmente os mesmos.



## 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)

preenchimento dos elementos normativos da descrição da conduta proibida pela Instrução CVM nº 08/1979.

27. Assim como nos casos de manipulação baseada em negócios, uma das principais dificuldades dos casos de manipulação baseada em ofertas é a demonstração de que parte das ofertas apregoadas consistiu em artifício destinado a alterar o funcionamento regular do mercado. Afinal de contas, colocar ofertas e realizar negócios são, a princípio, atividades lícitas. Do mesmo modo, o fato de o investidor estar, simultaneamente, apregoando em ambos os lados do livro de ofertas e/ou cancelando ofertas não agredidas pouco após a sua colocação no livro, não denotam, por si só, qualquer irregularidade.

28. Em muitos ativos, parte relevante da liquidez é proveniente *market makers* voluntários – investidores de liquidez que tentam se beneficiar de movimentos de curto prazo, não raro se posicionando nas duas pontas do livro. Sua estratégia de atuação é legítima e não pode ser confundida com a de manipuladores que procuram criar falsa liquidez. Ainda, não devemos nos deixar enganar pela nomenclatura em questão: tais *market makers* voluntários são, na verdade, arbitradores de *spread*, pois, embora atuem de modo semelhante aos formadores de mercado contratados, que são regulados pela CVM<sup>18</sup>, não têm obrigações de prover liquidez, podendo atuar, inclusive, apenas em breves períodos do pregão.

29. A ilicitude das práticas de *layering* e *spoofing* advém do fato de que o investidor coloca oferta(s) em determinado lado do livro sem a intenção de executá-la(s), com o propósito de alterar o processo de formação de preço e viabilizar, assim, a execução de um negócio na ponta oposta.

---

<sup>18</sup> Os formadores de mercado regularmente contratados são regulados pela Instrução CVM nº 384/2003, que autoriza às entidades administradoras de mercados organizados a expedição de regulamentos sobre sua forma de atuação. A B3 editou o Ofício Circular nº 004/2012-DIN para disciplinar a matéria. Nos termos deste regulamento, o formador de mercado poderá ser contratado pelo emissor dos valores mobiliários para o qual atue como formador de mercado, por empresas controladoras, controladas pelo ou coligadas ao emissor, por quaisquer detentores de ativo(s) que possuam interesse em formar mercado para o(s) referido(s) ativo(s) ou por um consórcio de liquidez que inclua mais de uma dessas pessoas. Dentre as obrigações que lhes são impostas, temos: “estar presente diariamente no mercado, com a colocação de ofertas de compra e de venda para, pelo menos, a quantidade mínima de ativos por oferta determinada pela BM&FBOVESPA”, “respeitar o intervalo máximo entre o preço da oferta de compra e da oferta de venda” e “envidar os melhores esforços para executar as ofertas recebidas”. A atividade é sujeita a credenciamento e os formadores de mercado estão sujeitos a sanções, tanto no âmbito da autorregulação como pela CVM, pelo descumprimento dos parâmetros de sua atuação.



## 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)

### ***A prova da manipulação baseada em negócios ou ofertas nos mercados eletronicados***

30. Vê-se, portanto, que é a intenção do investidor que, em última instância, distingue a manipulação de padrões legítimos de negociação<sup>19</sup>. Historicamente, a prova de que o agente buscava, por meio de ofertas ou negócios, falsear o mercado é extremamente desafiadora. É interessante notar que a eletronificação das bolsas e o desenvolvimento de novas tecnologias alteraram não só a dinâmica de funcionamento do mercado como também, reflexamente, a forma como certas práticas ilícitas podem ser detectadas.

31. Por um lado, a eletronificação do mercado de bolsa acarretou um expressivo aumento no volume transacionado nas bolsas e em um crescimento ainda maior no número de negócios realizados e, sobretudo, das ofertas colocadas no livro<sup>20</sup>. Por outro lado, passou-se a ter registro não só de todos os negócios realizados, como também de todas as ofertas apregoadas. Some-se a isso o fato de que a velocidade na dinâmica de ofertas e execução de negócios aumentou de modo expressivo, em virtude da negociação algorítmica, sobretudo de alta frequência<sup>21</sup>, viabilizada pelo modelo de acesso direto ao mercado, particularmente na modalidade *co-location*.

32. Com o aumento da capacidade computacional e o desenvolvimento de programas capazes de processar e analisar quantidades massivas de dados, os reguladores e autorreguladores dos mercados de capitais passaram a ter instrumentos muito mais eficazes para detectar práticas que, no mais das vezes, passavam despercebidas aos filtros até então existentes. Provavelmente, o destaque dado às práticas de *layering* e *spoofing* nos últimos anos se deve não só aos impactos da

---

<sup>19</sup> V. voto que proferi no já mencionado PAS CVM nº RJ2016/2384.

<sup>20</sup> De acordo com levantamento realizado pela SMI no âmbito do Sistema de Acompanhamento de Mercado (SAM), por meio do qual a área técnica supervisiona os negócios realizados e as posições detidas pelos investidores, em 2012, quando do início do funcionamento do referido sistema, eram recebidos diariamente cerca de 1 milhão de registros relativos a negócios e contrapartes no mercado de bolsa. Em janeiro de 2020, o número médio de registros relativos a negócios cresceu para uma ordem de 10 milhões. No tocante a ofertas, o crescimento no mesmo período foi de cerca de 50 milhões para 250 milhões de mensagens.

<sup>21</sup> A negociação algorítmica é aquela “em que um algoritmo informático determina automaticamente os parâmetros individuais das ordens, tais como o eventual início da ordem, o calendário, o preço ou a quantidade da ordem ou o modo de gestão após a sua introdução, com pouca ou nenhuma intervenção humana” Valho-me aqui da definição de negociação algorítmica empregada pela segunda Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros (Markets in Financial Instruments Directive, ou, simplesmente, MFID 2) em seu artigo 4º, nº 1, item 39. Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho de 15.05.2014. Sobre o assunto, COSTA, Isac Silveira da. *High Frequency Trading (HFT) em câmera lenta: compreender para regular*. Dissertação (Mestrado em Direito dos Negócios) - Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (FGV Direito SP), São Paulo, 2018. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/20720>. Acesso em 20.01.2020.



## 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)

eletronificação dos mercados na dinâmica de negociação como, também, ao desenvolvimento de novas ferramentas e técnicas de detecção de ilícitos cometidos no ambiente de negociação.

33. Fenômeno intimamente ligado à eletrificação dos mercados, o advento da negociação algorítmica também tem reflexos próprios na forma como os reguladores podem supervisionar os participantes do mercado e detectar práticas ilícitas. No caso da negociação algorítmica, os reguladores passam a dispor não só de informações sobre ofertas e negócios, mas também de um registro das estratégias desenvolvidas por cada investidor. Em tais casos, a análise do código-fonte ou o depoimento de programador a quem o código foi encomendado pode consistir em uma prova direta da intenção do investidor em manipular o mercado, por exemplo, por meio da colocação de ofertas artificiais<sup>22</sup>.

34. No mercado eletrificado, tudo deixa rastro: negócios, ofertas e, no caso dos algoritmos, mesmo as estratégias de negociação. Nesse novo cenário, o desafio dos reguladores reside em desenvolver a capacidade e os instrumentos necessários para lidar com esse conjunto majorado de informações.

35. A análise do algoritmo não é, entretanto, a única forma possível de se demonstrar a intenção de determinado investidor de manipular o mercado com estratégias de *layering* ou *spoofing*. Até porque, embora tais ilícitos usualmente estejam relacionados a negociações algorítmicas, muitas vezes em alta frequência, é possível que a estratégia manipuladora seja implementada manualmente. Nesse sentido, noto que, no caso dos autos, as estratégias indicadas pela Acusação parecem prescindir de algoritmos para sua realização.

---

<sup>22</sup> Nos Estados Unidos, as práticas de *spoofing* e *layering* são relacionadas à negociação algorítmica na maior parte dos casos. Em alguns casos, a acusação ouviu testemunhas acerca da especificação de requisitos dos algoritmos, para demonstrar que foram programados de modo a evitar que as ofertas iniciais fossem executadas, para provar o dolo do agente. Esta evidência foi determinante, por exemplo, no caso de Michael Coscia, que, a partir de agosto de 2011, implementou um algoritmo que lhe permitia enviar e cancelar rapidamente ofertas (na escala de milissegundos) de modo a conseguir comprar (vender) contratos a preços menores (maiores) em 17 mercados da CME Group e 3 mercados da ICE Futures Europe Exchange. Com este artifício, auferiu lucro de USD 1,4 milhão em dez semanas entre agosto e outubro de 2011. O testemunho de um dos programadores do algoritmo idealizado por Coscia trouxe a informação de que havia um “timer” que controlava o tempo no qual as ofertas permaneceriam no livro, a fim de minimizar a probabilidade de que fossem executadas. Ainda, assim que fosse detectada a execução parcial destas ofertas, elas eram imediatamente canceladas. Cf. COMMODITY FUTURES TRADING COMMISSION – CFTC. CFTC Orders Panther Energy Trading LLC and its Principal Michael J. Coscia to Pay \$2.8 Million and Bans Them from Trading for One Year, for Spoofing in Numerous Commodity Futures Contracts. *RELEASE: pr6649-13. Washington, 22.07.2013. Disponível em: <http://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/pr6649-13>. Acesso em: 10.02.2020.*



## 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)

### ***A demonstração da manipulação a partir de dados históricos, extraídos do livro de ofertas.***

36. No Brasil, a CVM e a BSM buscam detectar episódios de *layering* e *spoofing* por meio de programas estatísticos que filtram, dentro do enorme universo de ofertas apregoadas e canceladas e dos negócios realizados, conjuntos de ofertas e negócios (as “estratégias”) que se enquadrem nos parâmetros que, a princípio, caracterizam as referidas práticas.

37. Nos dois primeiros casos em que o Colegiado analisou acusações de manipulação baseada em ofertas, entendeu-se que a totalidade das estratégias apontadas pela acusação consistiu em manipulação de preço, prática vedada pela Instrução CVM nº 08/1979. Nos precedentes, decidiu-se pela aplicação de multa pecuniária calculada em função do benefício auferido pela prática das condutas. O benefício, por sua vez, foi calculado em ambos os casos pela diferença de preços entre a melhor oferta antes de sua atuação e o preço do negócio efetivamente executado multiplicada pela quantidade de ativos envolvidos no negócio<sup>23</sup>.

38. Os casos já julgados demonstram a importância dos filtros estatísticos para a detecção dos ilícitos de mercado. É importante esclarecer que, embora as ferramentas de supervisão sejam ajustadas com base em critérios objetivos, não se pode definir os tipos administrativos da Instrução CVM nº 08/1979, em especial a manipulação de preços, com base exclusivamente em parâmetros dessa natureza. Ou seja, não se pode considerar os filtros de detecção como “filtros de ilicitude”, pois essa decorre da subsunção da conduta ao tipo normativo. Dessa observação resultam duas consequências.

39. A primeira é de que os parâmetros utilizados podem variar ao longo do tempo e mesmo conforme as peculiaridades de cada caso. Deve-se, contudo, atentar para que os parâmetros sejam determinados de forma cuidadosa, a fim de que a amostra obtida seja consistente com o tipo administrativo cuja eventual prática se está apurando.

40. A segunda é que a identificação de determinadas estratégias a partir dos filtros estatísticos deve ser considerada uma prova indireta, de natureza indiciária, que pode, portanto, ser

---

<sup>23</sup> Nos termos do voto do Diretor Henrique Machado no Precedente de *spoofing*: “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”. No referido caso, aplicou-se penalidade de multa pecuniária equivalente a duas vezes o valor da vantagem econômica obtida com a prática de *spoofing*. No Precedente de *layering*, o Colegiado, acompanhando o voto do Presidente Marcelo Barbosa, fixou a penalidade em uma vez e meia a vantagem econômica obtida.



## 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)

contraditada por contra-indícios ou outras provas em sentido contrário. Nesse sentido, pode-se destacar alguns indícios de que o agente buscava, com a colocação de ofertas em um dos lados do livro, corromper o processo de formação de preços e, assim, viabilizar a realização de negócio no lado oposto do livro em condições mais favoráveis do que aquelas que estariam disponíveis sem a liquidez artificial:

- a) Atipicidade das operações, dos resultados e da taxa de cancelamento de ofertas, com relação ao histórico do próprio investidor e dos demais investidores em contextos comparáveis;
- b) Efetiva execução da(s) oferta(s) colocada(s) na ponta oposta do livro;
- c) Tempo de permanência da oferta artificial no livro antes de ser cancelada;
- d) Ausência de motivação legítima para a inserção e cancelamento das ofertas;
- e) Recorrência do padrão de atuação.

### ***A parametrização dos filtros estatísticos no presente caso e os problemas da amostra selecionada***

41. No caso em tela, verifica-se que a SMI definiu os seguintes critérios para detecção da ocorrência da prática de *layering*, acordados em cooperação técnica com a BSM e submetidos a um procedimento de revisão contínua:

- a) Inserção de, no mínimo, 4 (quatro) ofertas artificiais no intervalo de 10 (dez) minutos com o propósito de influenciar investidores;
- b) Acompanhado de colocação de oferta no lado oposto do livro (sempre há atuação simultânea em ambos os lados do livro);
- c) Execução do negócio pretendido; e
- d) Cancelamento de todas as ofertas artificiais após a etapa anterior.

42. Embora os parâmetros utilizados neste processo sejam os mesmos que foram empregados no Precedente de *layering*, penso ser adequado revisá-los pelos motivos que passo a expor.

43. Em primeiro lugar, os parâmetros adotados não nos permitem inferir, de forma segura, que as ofertas alegadamente artificiais eram idôneas a alterar o preço do papel.

44. No Precedente de *spoofing*, por exemplo, o tamanho e nível de preços definido pela Acusação foi de ofertas pelo menos 1,8 vezes maior que a soma de todas as outras ofertas



## 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)

constantes no mesmo lado do livro do ativo, até o 3º nível de preço e ofertas 6 vezes maiores que o tamanho médio praticado pelo mercado nos 3 pregões que antecederam o negócio. Esses parâmetros refletem, assim, uma presunção de que ofertas de quantidades significativamente maiores que as presentes nos primeiros níveis de preços são aptas a influenciar a tomada de decisão de investidores no curtíssimo prazo, no âmbito do “microcosmo” do livro de ofertas. Não há raciocínio semelhante, a meu ver, nos parâmetros adotados para a detecção de *layering*.

45. A toda evidência, não é qualquer oferta que é apta a falsear o mercado. Uma coisa é concluir que uma oferta expressiva colocada em determinado nível do livro, ou que um conjunto de ofertas colocadas nos primeiros níveis, pode consistir em um sinal enganoso para os demais participantes do mercado, apto a gerar uma distorção temporária no *spread* e, assim, viabilizar a realização de um negócio pequeno do outro lado do livro em condições mais favoráveis ao manipulador. Outra coisa, bem diferente, é dizer que uma oferta pequena, ou mesmo que um conjunto pouco expressivo de ofertas, pode distorcer o preço do outro lado do livro de modo a melhorar as condições de execução de uma ordem substancialmente a maior. Do modo como o filtro de detecção foi parametrizado, todos os exemplos indicados poderiam, potencialmente, estar compreendidos pela amostra selecionada pela Acusação.

46. Do mesmo modo, o intervalo de tempo de 10 (dez) minutos parece muito longo para que a prática seja apta a produzir os resultados pretendidos. É também inconsistente com o critério adotado para caracterização da conduta congênere de *spoofing* pela BSM, avalizado pela SMI e por este Colegiado no julgamento do Precedente de *spoofing*, quando se considerou que a oferta artificial tenha permanecido no livro por apenas 10 segundos<sup>24</sup>. Como assinalou o Diretor Henrique Machado na ocasião, a manipulação em apreço se encerra em curtíssima janela temporal:

“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 a adquirir seus ativos do outro lado do livro de ofertas”.

---

<sup>24</sup> Naquele precedente, 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 pregões que antecederam o negócio e; (iii) que tenham permanecido menos de 10 segundos no livro do ativo.



## 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)

47. Em terceiro lugar, o critério da SMI para *layering* também difere do critério adotado para *spoofing* ao não estabelecer um tempo mínimo de permanência da oferta no livro antes de seu cancelamento para que seja considerada como artificial. Não se trata, é bom ressaltar, de fixar um parâmetro objetivo de artificialidade baseado no tempo de permanência da oferta no livro, o que sequer seria compatível com a forma como o ilícito está definido na Instrução CVM nº 08/1979, mas de se ter confiança de que houve o emprego de um artifício em cada uma das estratégias consideradas irregulares pela acusação.

48. Feita essa ressalva, noto que, no tocante ao artifício, as definições de *layering* e *spoofing* usualmente enfatizam a elevada taxa de cancelamento das ofertas inseridas pelo manipulador e, ainda, a permanência “extremamente curta” da oferta no livro<sup>25</sup>. Embora não seja possível estabelecer critérios objetivos para a caracterização do ilícito de manipulação – sob pena, como já referido, de equivocadamente se tomar um “filtro de detecção” por um “filtro de ilicitude”<sup>26</sup> – penso que os parâmetros utilizados e a amostra colhida precisam ser sempre analisados de forma crítica.

49. No caso em tela, tenho para mim que os parâmetros fixados acabaram incluindo, no universo de práticas alegadamente irregulares, estratégias bastante diferentes. As detecções obtidas pelos filtros de detecção deveriam ser o ponto de partida para uma análise mais pormenorizada, conjugando-se com os demais indícios, a fim de se obter uma amostra para a qual não haveria dúvida razoável do caráter artificial das estratégias.

50. Nesse sentido, penso que a conclusão de que determinadas estratégias configuram manipulação de preço decorre da combinação de diversos fatores: **(i)** a apregoação contemporânea de ofertas em ambos os lados do livro; **(ii)** as características das ofertas colocadas em cada um dos lados do livro; e **(iii)** o cancelamento das ofertas colocadas em um dos lados do livro pouco após a realização de um negócio na ponta oposta, especialmente **(iv)** quando observadas de modo reiterado. É esse conjunto convergente de fatores que usualmente permite ao julgador formar convicção de que a liquidez ofertada em um dos lados do livro era artificial e buscava, somente, transmitir um sinal enganoso para que os demais investidores atuassem no outro lado do livro, viabilizando o negócio do manipulador.

---

<sup>25</sup> Conforme as definições trazidas no Anexo I a este voto.

<sup>26</sup> Parece-me possível, e mesmo desejável, que a parametrização dos filtros de detecção considere as características específicas do mercado de cada valor mobiliário. Por exemplo, janelas temporais maiores podem, eventualmente, ser adequadas para papéis de baixa liquidez. Nessa direção, a SMI e a BSM podem, por exemplo, conduzir estudos para checar se os filtros devem ser ajustados em função da liquidez média do ativo.



## 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)

51. A questão é que os parâmetros, da forma como estabelecidos para este caso, tiram parte da força probatória da amostra colhida. Por exemplo, **(i)** quando se aumenta ou se retira o intervalo de permanência da oferta artificial, perde força o argumento de que aquela oferta foi colocada sem a intenção de ser executada; **(ii)** na medida em que se aumenta o intervalo entre a realização da oferta-alvo e o cancelamento da oferta artificial, fica menos claro que a dita oferta artificial tinha como objetivo alterar o outro livro; **(iii)** na medida em que o tempo passa – e estamos falando de um mercado em que as vezes se compete por milissegundos – fica mais difícil concluir que uma oferta colocada em um dos lados do livro é idônea para alterar o comportamento do lado oposto, e ainda mais difícil concluir que um eventual movimento do outro lado do livro pode ser creditado àquela oferta que há muito consta do livro; e **(iv)** quando se retiram os qualificadores da oferta artificial, seja em tamanho da oferta (ou do conjunto de ofertas), seja pela sua localização nos diferentes níveis de preço, menos claro fica a idoneidade daquelas ofertas para alterar o regular funcionamento do mercado. Esses aspectos me parecem especialmente relevantes quando se entende que a configuração da “manipulação de preços”, nos termos da Instrução CVM nº 08/1979, exige a produção de resultado (o falseamento da cotação em razão do artifício).

52. Ou seja, parece-me que os parâmetros utilizados nesse caso recomendam redobrado cuidado, a fim de eliminar os efeitos de possíveis “falsos positivos”<sup>27</sup>. Noto que, recentemente, a BSM passou a incorporar um parâmetro adicional nos filtros de detecção para casos mais recentes de *layering* e *spoofing*, desconsiderando as ofertas que foram canceladas após o tempo médio entre negócios observado no pregão anterior – adotando, assim, um parâmetro variável e calculado por ativo, o que responde a muitas das críticas feitas acima.

53. Assim, reiterando não estar aqui analisando a correspondência das operações destacadas pela Acusação às descrições mais usuais de *layering* e *spoofing*, mas a subsunção da conduta do acusado aos elementos descritos no tipo normativo, entendo que os critérios que embasaram a Acusação no presente PAS não nos permitem concluir, com a segurança necessária, que **todas** as estratégias destacadas pela operação se enquadram no tipo “manipulação de preço” conforme definido pela Instrução CVM nº 08/1979.

54. Diante da existência de uma “zona cinzenta” de estratégias em que o tempo no qual as ofertas supostamente artificiais permanecem no livro e a inconveniência da fixação de um

---

<sup>27</sup> É claro que, em certos casos, as fragilidades do filtro de detecção acima indicadas não resultarão em problemas na amostra coletada – nessa mesma sessão de julgamento há um caso em que, na minha avaliação, toda as operações apontadas constituem manipulação de preço.



## 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)

critério objetivo estanque para qualquer caso de criação de falsa liquidez, penso 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.

55. Tal medida me parece oportuna nos casos em que, se há certeza de que houve manipulação de mercado, não seja possível segregar com precisão as ofertas lícitas das ofertas ilícitas. Se há “falsos positivos” no universo de operações trazido pela Acusação e se não é trivial determinar um critério unívoco e preciso para separar as operações efetivamente manipuladoras, o suposto benefício econômico obtido com a manipulação deve ser desconsiderado.

56. Feitas as ponderações acima, passo a decidir o mérito do presente processo.

### **IV. MÉRITO**

#### **IV.1 Autoria**

57. Inicialmente, cumpre destacar que o Acusado – em suas razões de defesa – reconhece que realizou as operações supostamente irregulares que são o objeto deste processo, não havendo, portanto, controvérsia quanto à autoria da infração administrativa apontada.

#### **IV.2 Materialidade da infração**

58. A Acusação, como visto, se valeu de determinados critérios objetivos para filtrar um conjunto de estratégias que, na sua visão, configurariam episódios de manipulação de preço. Assim, concluiu que, durante um período de pouco mais de quatro anos, Rafael Nassutti, em prática frequente e reiterada, realizou um total de 7.960 estratégias supostamente irregulares no mercado<sup>28</sup>. O padrão, em todos os casos teria sido o mesmo: criação, por meio da inserção de ofertas artificiais no livro de negociação, de uma pressão compradora ou vendedora artificial sobre o preço dos ativos negociados, tendo como objetivo final executar a compra ou venda do ativo negociado a preço mais vantajoso.

59. Conforme destacado acima, em razão dos parâmetros empregados, entendo não ser possível concluir que todas as estratégias preenchem os elementos necessários para caracterizar a prática de manipulação de preços. Destaco, a seguir, dois exemplos de estratégias que, na minha visão, claramente configuraram a prática do ilícito (os exemplos 1 e 2) bem como de duas

---

<sup>28</sup> Doc. SEI nº 0674429.



## 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)

situações em que, no meu julgamento, não é possível firmar convicção pela tese acusatória (os exemplos 3 e 4).

### **Exemplo 1 – Estratégia nº 2.858**

60. Tomo como exemplo as operações realizadas pelo Acusado no dia 13.05.2014 com as ações cujo código de negociação é SMLE3<sup>29</sup>.

61. A Tabela 1 mostra o livro de ofertas de SMLE3 antes da interferência de Rafael Nassutti. O preço da melhor oferta de compra era de R\$42,50 e o preço da melhor oferta de venda era de R\$42,59.

**Tabela 1 – Livro de ofertas de SMLE3 em 13.05.2014 às 16h39m51s600ms, antes da interferência de Rafael Nassutti**

Ofertas de Compra					Ofertas de Venda				
Hora de registro	Investidor	Participante	Qtd	Preço (R\$)	Preço (R\$)	Qtd	Participante	Investidor	Hora de registro
16:39:34.129	8		100	42,50	42,59	200		16	16:35:13.271
16:39:50.340	40		200	42,50	42,63	100		227	16:19:07.771
16:37:31.146	9		100	42,46	42,63	100		735	16:38:47.829
16:24:45.012	40		100	42,45	42,64	500		21	16:16:04.860
16:30:35.570	40		2.100	42,43	42,65	200		227	16:18:17.513
16:39:34.127	40		3.100	42,41	42,65	200		8	16:25:55.664
16:28:43.757	227		100	42,34	42,68	500		21	16:18:45.494
16:36:38.276	16		3.400	42,34	42,68	200		114	16:21:21.446
16:35:49.597	8		200	42,31	42,68	100		72	16:31:32.192

Fonte: B3.

62. Em um período de apenas vinte e cinco segundos, Rafael Nassutti inseriu seis ofertas de compra de ações SMLE3, que ocuparam as primeiras posições no momento de seus registros e reduziram o *spread* entre a melhor oferta de compra e a melhor oferta de venda que antes era de R\$0,09 para R\$0,04.

**Tabela 2 – Livro de ofertas de SMLE3 em 13.05.2014 às 16h40m17s910ms, após interferência de Rafael Nassutti**

Ofertas de Compra					Ofertas de Venda				
Hora de registro	Investidor	Participante	Qtd	Preço (R\$)	Preço (R\$)	Qtd	Participante	Investidor	Hora de registro
16:40:17.910	Rafael	3	100	42,64	42,68	500	21		16:18:45.494
16:40:14.294	Rafael	3	100	42,63	42,68	200	114		16:21:21.446
16:40:14.334		40	4.200	42,63	42,68	100	72		16:31:32.192

<sup>29</sup> Ações de emissão da SMILES FIDELIDADE S.A. (atual SMLS3).



## 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  
SCLN 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)

16:40:13.711	Rafael	3	100	42,62	42,69	500	227		16:18:35.820
16:40:11.689	Rafael	3	100	42,61	42,70	2.500	174		16:17:54.858
16:40:02.630	Rafael	3	100	42,60	42,72	3.400	16		16:39:57:372
16:24:45.012		40	100	42,59	42,74	200	8		16:26:26:381
16:26:57.925		40	200	42,56	42,76	100	735		16:17:38.275
16:39:52.762	Rafael	3	100	42,55	42,76	300	16		16:40:05.052
16:37:31.146		9	100	42,54	42,83	200	8		16:29:31.386
16:40:16.705		16	3.400	42,54	42,83	1.200	8		16:39:52.803

Fonte: B3.

63. Às 16h42m18s323ms, pouco mais de um minuto após a etapa anterior, houve reação de um investidor ao movimento realizado por Rafael Nassutti, inserindo oferta de compra de 2.500 ações ao preço de R\$42,65. Instantes depois, o Acusado inseriu oferta de venda de 2.500 ações, também ao preço de R\$42,65 e realizou o negócio com esse investidor.

**Tabela 3 – Livro de ofertas de SMLE3 em 13.05.2014 às 16h40m20s242ms, com destaque para as ofertas inseridas por Rafael Nassutti**

Ofertas de Compra					Ofertas de Venda				
Hora de registro	Investidor	Participante	Qtd	Preço (R\$)	Preço (R\$)	Qtd	Participante	Investidor	Hora de registro
<b>16:40:18.323</b>		<b>174</b>	<b>2.500</b>	<b>42,65</b>	<b>42,65</b>	<b>2.500</b>	<b>3</b>	<b>Rafael</b>	<b>16:40:20.242</b>
16:40:14.910	Rafael	3	100	42,64	42,68	300	21		16:18:42.494
16:40:14.294	Rafael	3	100	42,63	42,68	200	114		16:21:21.446
16:40:14.334		40	4.100	42,63	42,68	100	72		16:31:32.192
16:40:13.711	Rafael	3	100	42,62	42,68	100	40		16:40:20.037
16:40:11.689	Rafael	3	100	42,61	42,67	2.500	174		16:17:54.858
16:40:02.630	Rafael	3	100	42,60	42,74	200	8		16:26:26.381
16:24:45.012		40	100	42,59	42,76	100	735		16:17:38.275
16:26:57.925		40	200	42,56	42,76	300	16		16:40:05.052
16:39:52.762	Rafael	3	100	42,55	42,77	3.400	16		16:40:19.954
16:37:31.146		9	100	42,54	42,83	200	8		16:29:31.386
16:40:16.705		16	3.400	42,54	42,87	700	40		16:40:18.024

Fonte: B3.



## 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)

64. Após realizar o negócio acima mencionado às 16h40m20s242ms, Rafael Nassutti excluiu as 6 ofertas de compra constantes no livro de ofertas de SMLE3.

65. Nesse caso específico, o benefício auferido pelo Acusado foi de R\$375,00 (trezentos e setenta e cinco reais), pois ele logrou vender 2.500 (duas mil e quinhentas) ações ao preço de R\$42,65, quinze centavos mais caro que o preço da melhor compra disponível antes da utilização da estratégia ilícita. O exemplo pode também ser visualizado a partir de outra tabela, que sintetiza a ação do Acusado, conforme abaixo.

**Tabela 4 – Ordens realizadas por Rafael Nassutti em 13.05.2014 em relação ao ativo SMLE3 (Estratégia nº2.858)**

Ocorrência	Compra/Venda	Hora	Hora do		Preço (R\$)	Quantidade	----- Venda -----		----- Compra -----		Benefício financeiro (R\$)
			cancelamento				Participante	Cliente	Participante	Cliente	
Registro	Compra	16:39:52.762	16:42:48.428		42,55	100			3	3431303	
Registro	Compra	16:40:02.630	16:42:29.370		42,60	100			3	3431303	
Registro	Compra	16:40:11.689	16:40:27.549		42,61	100			3	3431303	
Registro	Compra	16:40:13.711	16:40:26.913		42,62	100			3	3431303	
Registro	Compra	16:40:14.294	16:40:21.441		42,63	100			3	3431303	
Registro	Compra	16:40:17.910	16:40:22.138		42,64	100			3	3431303	
Registro	Venda	16:40:20.242			42,65	2.500	3	3431303			
Negócio	Venda	16:40:20.242			42,65	2.500	3	3431303	174	-	375,00

Fonte: Doc. SEI nº 0674429, p. 64.

### **Exemplo 2 – Estratégia nº 4.215**

66. Outro exemplo que ilustra a estratégia ilícita utilizada por Rafael Nassutti ocorreu no dia 18.09.2015 com o mesmo ativo do exemplo anterior.

67. A Tabela 5 mostra o livro de ofertas de SMLE3 antes da interferência do Acusado. O preço da melhor oferta de compra era de R\$37,80 e o preço da melhor oferta de venda era de R\$38,06.

**Tabela 5 – Livro de ofertas de SMLE3 em 18.09.2015 às 10h08m05s665ms, antes da interferência de Rafael Nassutti**

Ofertas de Compra					Ofertas de Venda				
Hora de registro	Investidor	Participante	Qtd	Preço (R\$)	Preço (R\$)	Qtd	Participante	Investidor	Hora de registro
10:08:01.625		72	200	37,80	38,06	300	40		10:07:37.755
10:08:00.625		72	100	37,78	38,07	200	39		10:07:47.439
10:08:02.030		3	100	37,72	38,11	100	40		10:07:36.338
10:07:43.168		3	100	37,68	38,12	100	3		10:01:06.608
10:07:37.736		3	100	37,64	38,16	100	3		10:01:06.609

Fonte: B3.



## 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  
SCRN 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)

68. Em um período de apenas nove segundos, Rafael Nassutti inseriu cinco ofertas de venda de ações SMLE3, que ocuparam as primeiras posições no momento de seus registros e reduziram o *spread* entre a melhor oferta de compra e a melhor oferta de venda que antes era de R\$0,26 para R\$0,12.

**Tabela 6 – Livro de ofertas de SMLE3 em 18.09.2014 às 10h08m14s849ms, após interferência de Rafael Nassutti**

Ofertas de Compra					Ofertas de Venda				
Hora de registro	Investidor	Participante	Qtd	Preço (R\$)	Preço (R\$)	Qtd	Participante	Investidor	Hora de registro
10:08:01.625		72	200	37,80	37,92	100	39	Rafael	10:08:14.847
10:08:00.625		72	100	37,78	37,93	300	40		10:08:13.640
10:08:02.030		3	100	37,72	37,94	100	39	Rafael	10:08:13.616
10:07:43.168		3	100	37,68	37,96	100	39	Rafael	10:08:11.448
10:07:37.736		3	100	37,64	37,98	100	39	Rafael	10:08:10.753
10:08:02.011		16	5200	37,64	38,00	100	39	Rafael	10:08:05.666

Fonte: B3.

69. Às 10h08m14s872ms, apenas alguns milésimos de segundo após a etapa anterior, um investidor reagiu ao movimento realizado por Rafael Nassutti e inseriu oferta de venda de 300 ações ao preço de R\$37,91. Instantes depois, o Acusado inseriu oferta de compra de 300 ações, exata quantidade da oferta realizada pelo terceiro, também ao preço de R\$37,91 e realizou o negócio com esse investidor.

**Tabela 7 – Livro de ofertas de SMLE3 em 18.09.2015 às 10h08m16s839ms, com destaque para as ofertas inseridas por Rafael Nassutti**

Ofertas de Compra					Ofertas de Venda				
Hora de registro	Investidor	Participante	Qtd	Preço (R\$)	Preço (R\$)	Qtd	Participante	Investidor	Hora de registro
<b>10:08:16.829</b>	<b>39</b>	<b>Rafael</b>	<b>300</b>	<b>37,91</b>	<b>37,91</b>	<b>300</b>	<b>40</b>		<b>10:08:14.872</b>
10:08:01.625	72		200	37,80	37,92	100	39	Rafael	10:08:14.847
10:08:00.625	72		100	37,78	37,94	100	39	Rafael	10:08:13.616
10:08:02.230	3		100	37,72	37,96	100	39	Rafael	10:08:11.448
10:07:43.168	3		100	37,68	37,98	100	39	Rafael	10:08:10.753
10:07:37.736	3		100	37,64	38,00	100	39	Rafael	10:08:05.666

Fonte: B3.

70. Às 10h08m18s224ms, Rafael Nassutti inseriu outra oferta de venda também de 300 ações ao preço de R\$37,91 e fechou negócio com outro investidor.

71. Apenas quatro segundos após a concretização do segundo negócio, Rafael Nassutti cancelou todas as cinco ofertas de venda inseridas no livro de ofertas de SMLE3.



## 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)

72. Nesse caso específico, o benefício auferido pelo Acusado foi de R\$90,00 (noventa reais), pois ele logrou comprar 300 (trezentas) ações ao preço de R\$37,91, quinze centavos mais barato que o preço da melhor oferta de venda disponível antes da utilização da estratégia ilícita.

73. O exemplo acima pode também ser visualizado a partir de outra tabela, que sintetiza a ação do Acusado, conforme abaixo.

**Tabela 8 – Ordens realizadas por Rafael Nassutti em 18.09.2015 em relação ao ativo TGMA3 (Estratégia nº 4.215)**

Ocorrência	Compra/Venda	Hora	Hora do		Preço (R\$)	Quantidade	----- Venda -----		----- Compra -----		Benefício financeiro (R\$)
			cancelamento				Participante	Cliente	Participante	Cliente	
Registro	Venda	10:08:05.666	10:08:22.745	38,00	100	39	1474433				
Registro	Venda	10:08:10.753	10:08:22.745	37,98	100	39	1474433				
Registro	Venda	10:08:11.448	10:08:22.748	37,96	100	39	1474433				
Registro	Venda	10:08:13.616	10:08:22.749	37,94	100	39	1474433				
Registro	Venda	10:08:14.847	10:08:22.750	37,92	100	39	1474433				
Registro	Compra	10:08:16.839		37,91	300			39	1474433		
Negócio	Compra	10:08:16.839		37,91	300	40	-	39	1474433		45,00
Registro	Compra	10:08:18.224		37,91	300			39	1474433		
Negócio	Compra	10:08:18.224		37,91	300	40	-	39	1474433		45,00

Fonte: Doc. SEI nº 0674429, p. 171.

### **Exemplo 3 – Estratégia nº 13**

74. Na Estratégia nº 13, Rafael Nassuti, colocou quatro ofertas de venda de ESTC3 entre 10h01m53s794ms e 10h02m52s362ms entre R\$44,85 e R\$44,78 (*ask*), consideradas artificiais pela Acusação, e colocou a oferta-alvo de compra a R\$44,77 a 10:02:57.961, a qual foi executada logo depois em 10h02m57s966ms. O cancelamento das ofertas ocorreu em 10h27ms26s350ms e 10h27m27s131ms, ou seja, cerca de 25 minutos após a execução da oferta-alvo. A dinâmica é reproduzida na tabela a seguir.



## 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)

**Tabela 9 – Ordens realizadas por Rafael Nassutti em 09.04.2013 em relação ao ativo ESTC3 (Estratégia nº 13)**

### ESTC3 - 09/04/2013 - Compra- Estratégia 13 (Partic: 386)

Ocorrência	Compra/Venda	Hora do		Preço (R\$)	Quantidade	----- Venda -----		----- Compra -----		Benefício financeiro (R\$)
		Hora	cancelamento			Participante	Cliente	Participante	Cliente	
Registro	Venda	10:01:53.794	10:27:27.131	44,85	500	386	724113			
Registro	Venda	10:02:13.866	10:27:26.725	44,83	100	386	724113			
Registro	Venda	10:02:25.593	10:27:26.548	44,80	100	386	724113			
Registro	Venda	10:02:52.362	10:27:26.350	44,78	100	386	724113			
Registro	Compra	10:02:57.961		44,77	100			386	724113	
Negócio	Compra	10:02:57.966		44,77	100	8	-	386	724113	7,00

Fonte: Doc. SEI nº 0674429, p. 4.

75. Com base nos elementos disponíveis nos autos, não me parece possível concluir que essas ofertas, que poderiam ter sido agredidas por outros participantes, podem ser consideradas artifícios idôneos.

#### ***Exemplo 4 – Estratégia nº 7.558***

76. De modo semelhante, temos o exemplo a seguir. Na Estratégia nº 7.558, após a execução de negócios com ARZZ3 aos preços de R\$30,85 e R\$30,86 às 10h18min38s215ms, foram canceladas as ofertas de compra supostamente artificiais entre R\$30,55 e R\$30,70.

77. No entanto, permaneceram no livro por cerca de 34 minutos ofertas de compra a R\$30,53 e R\$30,64, sendo que, neste último preço, a quantidade era de 2.000 ações, muito superior às demais quantidades das demais ofertas apontadas como artificiais.

78. Durante este intervalo de tempo (frise-se: 34 minutos), o *spread* do livro era de 2.000 ações a R\$30,64 (*bid*) e 300 ações a R\$30,85 (*ask*), ambas ofertas de Rafael Nassutti, como mostra a tabela a seguir.

79. Assim, pelos mesmos motivos expostos no exemplo anterior, surgem dúvidas quanto ao preenchimento, no caso, dos elementos caracterizadores do ilícito indicado.



## 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  
SCLN 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)

**Tabela 9 – Ordens realizadas por Rafael Nassutti em 26.10.2016 em relação ao ativo ARZZ3 (Estratégia nº 7.558)**

### ARZZ3- 26/10/2016 - Venda - Estratégia 7.558 (Partic: 39)

Ocorrência	Compra/Venda	Hora do		Preço (R\$)	Quantidade	----- Venda -----		----- Compra -----		Benefício financeiro (R\$)
		Hora	cancelamento			Participante	Cliente	Participante	Cliente	
Registro	Compra	17:12:16.444	17:53:02.207	30,53	600			39	147443	
Registro	Compra	17:13:22.228	17:18:55.530	30,55	100			39	147443	
Registro	Compra	17:13:42.947	17:18:54.323	30,58	100			39	147443	
Registro	Compra	17:13:43.899	17:18:46.282	30,60	100			39	147443	
Registro	Compra	17:13:44.955	17:18:41.642	30,62	100			39	147443	
Registro	Compra	17:15:21.431	17:18:39.739	30,70	100			39	147443	
Registro	Compra	17:18:31.366	17:53:02.212	30,64	2.000			39	147443	
Registro	Venda	17:18:38.215		30,85	300	39	147443			
Negócio	Venda	17:18:38.215		30,86	100	39	147443	40	-	32,00
Negócio	Venda	17:18:38.215		30,86	100	39	147443	40	-	32,00
Negócio	Venda	17:18:38.215		30,85	100	39	147443	40	-	31,00

Fonte: Doc. SEI nº 0674429, p. 2.514.

### *Considerações gerais acerca da amostra selecionada*

80. Embora reconheça que haja “falsos positivos” nas estratégias elencadas como irregulares pela Acusação, entendo que o Acusado habitualmente colocava ofertas no livro sem nenhuma intenção de executá-las, utilizando-as apenas como mecanismo para exercer pressão sobre o processo de formação de preços dos ativos negociados, com o objetivo de alterar o *spread* do livro de ofertas e de induzir os outros participantes do mercado a modificarem suas ofertas.

81. O objetivo final era o de executar negócio na ponta oposta do livro de ofertas a preços mais vantajosos que aqueles disponíveis em condições de mercado não manipulados.

82. Desta maneira, entendo preenchidos todos os requisitos da infração administrativa de manipulação de preços no mercado de valores mobiliários prevista na Instrução CVM nº 08/1979, definida como “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”.

83. A utilização de processo ou artifício previsto na norma restou caracterizada pelas etapas de: **(i)** inserção de ofertas com a finalidade exclusiva de promover a criação de uma camada artificial de ofertas no livro, exercendo pressão artificial sobre o processo de formação de preços (artifício); **(ii)** influência no preço do negócio realizado pelo mesmo comitente do lado oposto do livro com terceiros; **(iii)** cancelamento imediatamente subsequente ao negócio realizado no lado



## 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)

oposto das ofertas artificiais sem serem executadas (evidência de dolo); e **(iv)** repetição sistemática do ciclo, de modo a confirmar o dolo e afastar, no conjunto da obra, a relevância de eventual influência externa.

### *Outros argumentos de defesa*

84. Por fim, passo a analisar detidamente os demais argumentos de defesa.

85. No que se refere ao argumento de que o método utilizado pela SMI para cálculo do benefício financeiro obtido é baseado em estimativas, verifico que este Colegiado já se posicionou no sentido de que, em operações de *layering*, assim como em casos de *spoofing*, o benefício financeiro obtido é calculado mediante a diferença entre o preço do ativo antes da interferência das ofertas manipuladoras e o preço do negócio realizado em condições manipuladas<sup>30</sup>.

86. Cabe destacar também que, em ambos os precedentes, emolumentos, taxas de corretagem e impostos não foram excluídos do cálculo de vantagem obtida, visto que, conforme exposto no voto do Diretor Relator<sup>31</sup> **(i)** não há qualquer tipo de previsão legal que determine a exclusão; e **(ii)** tais gastos são decorrentes da própria execução das estratégias ilícitas.

87. No entanto, como já sinalizei ao longo deste voto, entendo que, de fato, a Acusação não logrou demonstrar que *todas* as estratégias destacadas consistiram em expedientes manipulativos. Entendo, contudo, que o problema não fulmina de morte a acusação, uma vez que, conforme demonstrado acima, existem diversos episódios em que a manipulação restou suficientemente demonstrada. O problema, portanto, não se refere a todo o conjunto de estratégias, mas apenas uma parte delas e, conseqüentemente, será acolhido para fins de dosimetria da penalidade, sendo determinante para a escolha do critério que norteará a fixação da pena.

88. Outro argumento apresentado pelo Acusado é o de que não há definição legal e conceitual precisa ou tipificação para o que seja *layering*, não podendo tal prática ser enquadrada como atividade ilícita em respeito ao princípio da anterioridade da lei punitiva.

---

<sup>30</sup> Conforme apontado no item 24 do Termo de Acusação.

<sup>31</sup> PAS CVM nº 19957.005977/2016-18, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 13.03.2018.



## 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)

89. Trata-se de alegação de erro sobre a ilicitude do fato, também conhecido como erro de proibição, que se assemelha aos argumentos analisados (e rejeitados) nos precedentes mencionados.

90. Chego à mesma conclusão quanto à improcedência do argumento, uma vez que a Instrução CVM nº 08/1979 adotou tipos abertos que, como já afirmou o Presidente Marcelo Barbosa no Precedente de *layering*, “permitem que determinadas estratégias que, à época, não eram utilizadas ou sequer existiam, possam ser enquadradas como ilícitos administrativos – desde que, é claro, estejam preenchidos os seus requisitos e tenham o condão de prejudicar o bem jurídico tutelado pela norma (isto é, o ‘funcionamento regular do mercado’)”.

91. Embora a conduta objeto da acusação tenha sido consumada em período anterior ao julgamento do primeiro processo que tratou do tema, i.e., não havia orientação da CVM expressa e específica à época dos fatos, os atos da Acusada consistiram em manipulação de mercado que já estava tipificada na legislação vigente. Ou seja, em suma, trata-se apenas de nova modalidade de prática de um ilícito administrativo que já possuía previsão normativa.

92. A tentativa de induzir investidores a erro por meio da colocação de ofertas artificiais no livro é uma prática conhecida de longa data, até mesmo na época do pregão viva-voz, razão pela qual, à época, exigia-se que uma oferta de quantidade expressiva fosse anotada em um quadro à parte e permanecesse vigente por certo período. Nos mercados eletronicados, tal exigência regulatória é conhecida em outros ordenamentos como *minimum resting time*<sup>32</sup>: requisito de tempo mínimo de permanência de uma oferta no livro antes que possa ser alterada ou cancelada.

93. Em sistemas de negociação eletrônicos, assim como é possível praticar condutas ilícitas de novas formas, a supervisão de mercado também pode se valer de novos recursos para detectar

---

<sup>32</sup> “The impetus for imposing a minimum is that markets now feature a large number of fleeting orders that are cancelled very soon after submission. This increases the costs of monitoring the market for all participants, and reduces the predictability of a trade’s execution quality since the quotes displayed may have been cancelled by the time the market order hits the resting orders. The nature of high frequency trading across markets, as well as the wide-spread usage of hidden orders on exchanges, are responsible for some of this fleeting order behaviour. However, frequent cancelling of quotes may also result from abusive strategies including spoofing, layering, and quote stuffing which can undermine market quality or, at the least, create a bad public perception. As a result, minimum resting times have been suggested whereby a limit order submitted cannot be cancelled within a given span of time. This measure can take a multitude of forms, such as a uniform 500 milli-seconds across all assets and securities, or a delay that depends on the security and/or general market conditions. It would also be possible to prescribe different minimum resting times on limit orders to buy or to sell, or that adjust to reflect volatility or other market conditions.”. Cf. UNITED KINGDOM. The Government Office for Science. *Foresight: the future of computer trading in financial markets*. Final Project Report. London, 2012, p. 111. Disponível em: <https://www.gov.uk/government/publications/future-of-computer-trading-in-financial-markets-an-international-perspective>. Acesso em 13.02.2020.



## 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)

práticas abusivas. A inserção e o cancelamento de ofertas deixam rastros que permitem a sua detecção, razão pela qual ilícitos que poderiam ser praticados de forma indiscriminada sem punição passam a ser alvo de ações de *enforcement*.

94. Novas tecnologias são *meios* e não fins em si mesmas. Em muitos casos, a novidade consiste em uma nova roupagem para algo que, em essência, já existia no mercado. Esse fato não desmerece a tecnologia – que, dentre outros benefícios, indiscutivelmente ampliou o acesso dos investidores a produtos e permitiu que muitos serviços passassem a ser prestados de modo melhor ou menos custoso – mas recomenda cautela ao regulador. Muitos dos conceitos-chave da regulação do mercado de capitais foram concebidos de modo proposadamente aberto e, por isso, servem, também, para os produtos e serviços que surgem junto com as novas tecnologias.

95. Em outras palavras, em um cenário no qual as inovações aparecem de forma cada vez mais rápida, com maior complexidade e feições desafiadoras, o regulador pode e deve se valer das normas existentes. Em certas situações, é possível que as novas tecnologias acabem exigindo revisões normativas, mas essa avaliação deve ser bem ponderada, de modo a preservarmos a segurança jurídica em meio a tantas novas modas, febres e euforias.

96. Verifico que a SMI afirma, em seu termo de acusação (itens 72 a 75), que Rodrigo foi devidamente notificado de que as estratégias por ele utilizadas nas operações em questão eram ilícitas, tendo a notificação sido feita por diferentes corretoras. Ocorre que a SMI não tratou de juntar aos autos as respectivas notificações, havendo apenas menções em ofícios de resposta das corretoras à BSM de que o Rafael teria sido questionado e contatado por diferentes meios sobre as supostas irregularidades em suas operações. Uma das corretoras chegou até a juntar o Aviso de Recebimento positivo pelo qual Rafael foi notificado sobre a opção da Corretora de romper o contrato unilateralmente, no entanto, não se encontra nos autos o conteúdo da mencionada notificação<sup>33</sup>. Outra corretora também afirmou ter enviado e-mail ao Acusado, mas a mensagem não foi juntada aos autos<sup>34</sup>.

97. Isso, no entanto, não afasta o fato de que o Acusado praticou a conduta demonstrada com a consciência de sua ilicitude. Apesar de não se tratar de profissional do ramo, a habitualidade e a quantidade de estratégias irregulares realizadas pelo Acusado no período em questão demonstra que o mesmo possuía conhecimento sobre a dinâmica de formação de preços e sobre o impacto ilícito que exercia no mercado. Nesse sentido, constato que o Acusado possuía

---

<sup>33</sup> Doc. SEI nº 0674433 (fl. 10).

<sup>34</sup> Doc. SEI nº 0674434.



## 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)

consciência de que a estratégia ilícita adotada resultava em variação artificial de preços, ou seja, de que seu *modus operandi* consistia em forma de manipulação de mercado.

#### IV. DOSIMETRIA E CONCLUSÃO

98. Passo, por fim, à fixação das penalidades.

99. Quanto à dosimetria levo em consideração, como circunstância agravante, a prática reiterada e sistemática da conduta irregular pelo prolongado período de mais de quatro anos (operações irregulares entre 04.04.2013 a 31.07.2017). Por outro lado, tenho que os bons antecedentes do Acusado constituem circunstância atenuante.

100. Como indiquei anteriormente, há estratégias dentre as apontadas pela Acusação como ilícitas, nas quais o padrão de atuação do Acusado se distanciou do que seria uma manipulação de mercado, especialmente pelo maior tempo de permanência das ofertas indicadas como artificiais. Como já ressaltado, não considero adequada a fixação de um limite objetivo e estanque para este intervalo de tempo, o que não só levaria a um critério que, invariavelmente, acabaria por ser mais abrangente ou mais restritivo do que o que o tipo da Instrução CVM nº 08/1979 quis abarcar, como, também, poderia permitiria aos destinatários da norma burlá-la a partir de pequenas variações a partir desse limite.

101. Por essa razão, em face da insuficiência de indícios trazidos pela Acusação para além do padrão recorrente de atuação do investidor, afasto a possibilidade de analisar, estratégia por estratégia, quais delas seriam lícitas e quais seriam ilícitas, o que permitiria calcular o benefício auferido usando o critério adotado nos precedentes já citados.

102. Logo, a penalidade a ser aplicada deve tomar como referência os casos de manipulação nos quais não se pode mensurar objetivamente a vantagem econômica obtida<sup>35</sup>.

103. Nesses termos, voto, com base no inciso II do art. 11 da Lei nº 6.385/1976, pela **condenação de Rafael Nassuti Papazian à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$450.000,00 (quatrocentos e cinquenta mil reais)** pelo descumprimento ao inciso II, letra “b”, da Instrução CVM nº 08/1979 e vedado pelo inciso I desta mesma Instrução.

---

<sup>35</sup> Os seguintes precedentes envolveram a aplicação de multas pecuniárias sem que fosse possível identificar objetivamente a vantagem econômica obtida pela prática de ilícitos da Instrução CVM nº 08/1979: PAS CVM nº SP2001/0236, Rel. Dir. Eli Loria, j. em 19.07.2004; PAS CVM nº SP2003/0445, Rel. Dir. Wladimir Castelo Branco Castro, j. em 21.03.2005; PAS CVM nº 12/2004, Rel. Dir. Alesandro Broedel Lopes, j. em 11.05.2010. PAS CVM nº SP2010/178, Rel. Dir. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. em 25.03.2014; PAS CVM nº 02/2014, Rel. Dir. Carlos Alberto Rebello Sobrinho, j. em 17.12.2019.



## 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)

104. Finalmente, proponho que o resultado desse julgamento seja comunicado à 6ª Vara Criminal Especializada em Crimes Contra o Sistema Financeiro Nacional de São Paulo e ao Ministério Público Federal, em complemento ao Ofício nº70/2019/CVM/SGE<sup>36</sup>.

É como voto.

Rio de Janeiro, 02 de junho de 2020.

**Gustavo Machado Gonzalez**

Diretor Relator

---

<sup>36</sup> Doc. SEI nº 0704946.



## 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)

### ANEXO I – DEFINIÇÕES DE *LAYERING* E *SPOOFING* DA IOSCO, CFTC, FINRA, SEC E ESMA

#### ***IOSCO***

De acordo com a IOSCO<sup>37</sup>:

“Spoofing: is an abusive practice where the use of displayed limit orders are used to manipulate prices;

Layering: with this strategy [one] layers the book with multiple bids and offers at different prices and sizes, generating an enormous volume of orders and high cancellation rates of 90% or more. The orders also may have an extremely short duration before they are cancelled if not executed, often of a second or less”.

#### ***CFTC***

Na legislação que rege a *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC), especialmente com a definição contida na § 6c (a) (5) do *Commodity Exchange Act* de 1936 pelo *Dodd-Frank Act* em 2010:

“§6c. Prohibited transactions (a) In general [...]

(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).”

#### ***FINRA***

A *Financial Industry Regulatory Authority* (FINRA), entidade autorreguladora do mercado norte-americano, descreve em sua Rule 5210 as proibições de *disruptive quoting and trading activities*<sup>38</sup>:

<sup>37</sup> INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS - IOSCO. *Regulatory Issues Raised by the Impact of Technological Changes on Market Integrity and Efficiency*. Final Release. Madrid, 2011, p. 30, nota 49. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD361.pdf>. Acesso em 13.02.2020.



## 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)

“(b) Disruptive quoting and trading activity shall include a frequent pattern in which the following facts are present:

(1) Disruptive Quoting and Trading Activity Type 1:

(A) a party enters multiple limit orders on one side of the market at various price levels (the "Displayed Orders");

and

(B) following the entry of the Displayed Orders, the level of supply and demand for the security changes; and

(C) the party enters one or more orders on the opposite side of the market of the Displayed Orders (the "Contra-Side Orders") that are subsequently executed; and

(D) following the execution of the Contra-Side Orders, the party cancels the Displayed Orders.

(2) Disruptive Quoting and Trading Activity Type 2:

(A) a party narrows the spread for a security by placing an order inside the national best bid and national best offer ("NBBO"); and

(B) the party then executes an order on the opposite side of the market that executes against another market participant that joined the new inside market established by the order described in subparagraph (A)”.  
”.

### **SEC**

Nos EUA, a criação de falsa liquidez é sujeita a vedações na legislação que rege a SEC (§ 9(a)(2), § 10(b) do *Securities and Exchange Act* de 1934 e a Rule 10b-5, regras de descrição ampla das condutas, buscando coibir a prática de fraudes ou quaisquer outras formas de engano no mercado:

“9 (a) It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce, or of any facility of any national securities exchange, or for any member of a national securities exchange – (2) To effect, alone or with 1 or more other persons, a series of transactions in any security other than a government security, any security not so registered, or in connection with any security-based swap or security-based swap agreement with respect to such security creating actual or apparent active trading in such security,

---

<sup>38</sup> FINRA. *Rule 5210. Publication of Transactions and Quotations*. Disponível em: <https://www.finra.org/rules-guidance/rulebooks/finra-rules/5210>. Acesso em 13.02.2020.



## 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)

or raising or depressing the price of such security, for the purpose of inducing the purchase or sale of such security by others. [15 U.S.C § 78i(a)(2)]

10 It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange (b) To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, or any securities-based swap agreement any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors. [15 U.S.C § 78j(b)]

10b-5 Employment of manipulative and deceptive devices.

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange,

(a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud,

(b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or

(c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security. [17 C.F.R. §240.10b-5]”

### **ESMA**

No âmbito da União Europeia, a *European Securities and Markets Authority* (ESMA) definiu, no contexto de caracterização de abuso de mercado (“*market abuse*”) a seguinte prática<sup>39</sup>:

“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:

---

<sup>39</sup> EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY. *ESMA’s technical advice on possible delegated acts concerning the Market Abuse Regulation*. Final Report. Paris, Feb, 3 2015, p. 20-21. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/document/esma%E2%80%99s-technical-advice-possible-delegated-acts-concerning-market-abuse-regulation>. Acesso em 10.02.2020.



## 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)

- 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).]”