



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.007543/2019-03

Reg. Col. nº 1688/2020

Acusado: Luis Eduardo Martins

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

Diretor Relator: Gustavo Machado Gonzalez

RELATÓRIO

I. INTRODUÇÃO

1. Este Processo Administrativo Sancionador (“PAS”) foi instaurado pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (“SMI” ou “Acusação”) para apurar eventual responsabilidade de Luis Eduardo Martins (“Luis Eduardo” ou “Acusado”).
2. Luis Eduardo teria manipulado preços de diversos ativos no mercado de valores mobiliários por meio da colocação de ofertas artificiais no livro de negociação, entre 04.03.2013 e 22.08.2017, caracterizando a infração administrativa definida no inciso II, letra “b”, da Instrução CVM nº 08/1979 e vedada pelo item I daquela mesma Instrução¹.
3. O processo teve origem em processo administrativo disciplinar conduzido pela BM&FBovespa Supervisão de Mercados (“BSM”), em que figuraram como acusados instituição intermediária e funcionário desta, por irregularidades em negócios realizados no mercado de

¹ I - É vedada aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários, a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a manipulação de preço, a realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não equitativas. II - Para os efeitos desta Instrução conceitua-se como: (...) b) manipulação de preços no mercado de valores mobiliários, a utilização de qualquer processo ou artifício destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo, terceiros à sua compra e venda.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

valores mobiliários por Luis Eduardo e outros investidores que atuaram por meio do referido intermediário.

4. Após realizar diligências adicionais, a SMI ofereceu Termo de Acusação em face de Luis Eduardo².

II. ACUSAÇÃO

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

6. Luis Eduardo teria realizado operações por meio de diferentes intermediários no período analisado em que foi identificada manipulação do preço de diversos ativos. A prática ocorreu por meio da inserção de ofertas artificiais no livro de negociação em 7.618 oportunidades, o que teria gerado benefício ilícito para o Acusado no montante R\$ 617.916,00 (seiscentos e dezessete mil e novecentos e dezesseis reais).

Participante de Negociação	Quantidade de Estratégias de <i>Layering</i>	Período	Benefício Auferido R\$
Corretora A	5.027	04.03.2013 a 06.01.2016	434.768,75
Corretora B	2.476	15.01.2016 a 03.02.2017	167.512,22
Corretora C	115	06.02.2017 a 22.08.2017	15.634,86
Total	7.618	04.03.2013 a 22.08.2017	617.916,00

Fonte: B3.

7. O benefício com a prática foi calculado considerando a diferença de preço entre a melhor oferta antes da atuação do Acusado e o preço do negócio realizado por ele após a inserção de ofertas artificiais, multiplicada pela quantidade envolvida no negócio.

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

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



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

9. Os critérios adotados para a identificação da prática de *layering* neste caso foram: **(i)** inserção de, no mínimo, 4 (quatro) ofertas manipuladoras no intervalo de 10 (dez) minutos com propósito de influenciar investidores; **(ii)** posicionamento do lado oposto das ofertas artificiais; **(iii)** execução do negócio envolvendo a oferta-alvo; e **(iv)** cancelamento ou alteração das ofertas artificiais após a execução do negócio para patamares piores (compras a preços mais baixos, vendas a preços mais altos), distanciando-se dos preços de *bid* e *ask*. Também foram considerados como prática de *layering* os casos em que o ato **(ii)** foi realizado antes do ato **(i)**.

10. De acordo com a Acusação, a prática de inserção de ofertas artificiais no livro de ofertas nos termos descritos no caso concreto preenche todos os requisitos citados para a configuração da prática de manipulação de preços:

- a) **Utilização de processo ou artifício:** inserção de ofertas artificiais no livro de ofertas;
- b) **Destinados a promover cotações enganosas, artificiais:** como demonstrado, a inserção das ofertas artificiais tinha por finalidade causar pressão compradora ou vendedora que restavam por levar à consecução de negócio previamente pretendido na outra ponta do livro a preço distinto do que o mercado estava efetivamente praticando, provocando cotações enganosas. Em verdade, a estratégia foi implementada justamente nas situações em que não havia contraparte para o negócio pretendido, levando investidores a negociarem em preço distinto após o aumento da pressão compradora ou vendedora;
- c) **Induzindo terceiros a negociar valores mobiliários cujas cotações foram artificialmente produzidas:** conforme demonstrado, o artifício utilizado induziu terceiros



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

a negociar valores mobiliários com base na pressão compradora ou vendedora causada pelas ofertas artificiais;

- d) **Presença do dolo, ainda que eventual, de alterar as cotações e induzir terceiros a negociar com base nessas cotações falsas:** as características das ofertas artificiais inseridas deixam clara a intenção do investidor de causar pressão compradora ou vendedora no ativo para viabilizar negócio pretendido em preço distinto do qual o mercado estava negociando o ativo.

11. O Luis Eduardo teria sido notificado por diferentes intermediários da ilicitude da prática, o que, no entanto, não o levou a interromper sua conduta.

III. DEFESA

12. O Acusado apresentou defesa tempestiva³.

III.1 Preliminares

13. Em sede preliminar Luis Eduardo defende a “prescrição da ação punitiva do Estado, nos termos na Lei No. 9.494/1997 (sic)”. Aplicando-se retroativamente o prazo prescricional de 5 (cinco) anos considerando a “primeira oportunidade de conhecimento do feito integral, com todos os questionamentos de operações, que se deu para o Defendente apenas com o recebimento do Ofício No. 52/2019/CVM/GMA-1, em 27/09/2019”, todo e qualquer negócio realizado antes de 27.09.2014 não poderia ser questionado, tendo-se em vista que o “alcance da capacidade estatal de punição está preclusa (sic)”.

14. Ademais, alega cerceamento de defesa e violação ao contraditório, pois não lhe foram disponibilizados os livros de negociações diários nos quais as supostas estratégias irregulares teriam sido implementadas, de modo que pudessem “atestar que as supostas ‘camadas’ inseridas por Luis tivessem levado a aumento ou queda em preços de ativos, e assim figurar-se, ou não, em efetiva manipulação de preço”.

15. 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 ainda eventos diversos que poderiam ter atuado como eventos externos ao mercado, que pudessem alterar os valores e

³ Doc. SEI nº 0923444.



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

ordens dos ativos, seja de venda ou de compra”, sendo que as condições das quais aproveitou poderiam ter sido aproveitadas sem sua presença no mercado.

16. Outro argumento utilizado pelo Acusado é o de que protocolou sua manifestação prévia – em obediência ao artigo 5º da Instrução CVM nº 607/2019 – no dia 14.10.2019 e, apenas dois dias depois, em 16.10.2019, foi protocolado o Termo de Acusação pela SMI. Esse curto lapso temporal o leva a acreditar que houve mero cumprimento de formalidade por parte da Acusação, sem uma verdadeira análise dos fatos e argumentos arguidos pelo defendente em sua manifestação. Posto isto, estariam caracterizadas violações à ampla defesa, ao devido processo legal e ao contraditório.

III.2 Mérito

17. Luis Eduardo defende que o método utilizado pela Acusação para realização do cálculo de benefício financeiro obtido com os negócios é baseado em mera “especulação e ilação”, não tendo a Acusação se desincumbido de seu ônus de provar a existência de ganhos *in concreto*, sendo impossível que ele apresente prova negativa de que “não auferiu os ganhos supostamente auferidos”. Nesse sentido, o benefício econômico auferido teria sido considerado em abstrato, via estimativa e não considerando o resultado concreto das operações – logo, não teria sido ocorrido verificação efetiva do benefício auferido, sem prova de que ocorreram efetivos ganhos, apenas ilações e especulações a respeito.

18. Sustenta que os negócios questionados neste PAS representam menos de 0,005% do volume financeiro de negócios operados pelo Acusado – o qual ele declara girar em torno de R\$ 150.000.000,00 (cento e cinquenta milhões de reais) ao mês – e menos de 1,0% do total de negócios realizados.

19. Argumenta que é um investidor-especulador, sendo natural que atue colocando e cancelando várias ordens e que, inclusive, se encontrava em cenário de enorme disparidade nos últimos anos frente à agilidade e automatização de robôs utilizados pelas grandes instituições *players* do mercado. Nessa perspectiva, diz que a estratégia de “colocar várias ordens ao invés de simplesmente alterá-las” é uma questão de competitividade com tais robôs, uma “equiparação de armas” e que, em verdade, a verdadeira manipulação de preços é dirigida pelas grandes instituições por meio desses robôs.

20. Impugna também a acusação de que teria colocado ofertas artificiais no livro de negociações, isto porque suas ordens, até o momento de retirada, estavam abertas à execução caso houvesse contraparte para negócio, sendo isso um risco assumido em sua estratégia, a qual,



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

inclusive, poderia ter lhe dado prejuízo como resultado.

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

22. Requer que a imputação seja julgada improcedente ou, subsidiariamente, sejam seus bons antecedentes considerados para efeito de dosimetria, explicitando haver “condições objetivas e subjetivas do defendente”, pela inexistência de processos na esfera administrativa, cível e penal contra o acusado.

23. Na sequência, fui designado relator desse processo⁴.

É o Relatório.

Rio de Janeiro, 02 de junho de 2020.

Gustavo Machado Gonzalez

Diretor Relator

⁴ Doc. SEI nº 0929495.