



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 19957.007809/2018-29

Reg. Col. nº 0124/2016

Acusado: Rodrigo Almeida Parreira

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 PAS¹ instaurado pela SMI em face de Rodrigo Parreira, 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 01.08.2013 e 14.06.2017, 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. PRELIMINAR: PRESCRIÇÃO

2. Inicialmente, cabe ressaltar que não ocorreu prescrição no presente caso.

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 Penal², considera-se como infração administrativa continuada duas ou mais infrações da mesma espécie

¹ Os termos iniciados em letras maiúsculas e que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes é atribuído no relatório que antecede este voto.

² 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.



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

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 em todas as operações apontadas pela Acusação como irregulares. Assim, o prazo de prescrição se iniciaria somente em junho de 2017.

5. 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 investigado³.

6. No caso em tela, verifico que a SMI encaminhou, em 28.06.2018, Ofício ao Acusado, solicitando que ele se manifestasse sobre os negócios apontados como irregulares no Termo de Acusação⁴.

7. Sendo assim, resta claro que esse ofício foi tempestivo e apto a interromper a prescrição.

III. CONSIDERAÇÕES INICIAIS

III.1. Pano de fundo

8. 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.

9. 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

³ 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.

⁴ Ofício nº 42/2018/CVM/SMI/GMA-1 (Doc. SEI nº 0578711).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

de simulação de pressão compradora ou vendedora, sem intenção de que os negócios sejam efetivamente executados.

10. 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 Machado⁵ e 19957.006019/2018-26 (“Precedente de *layering*”), de relatoria do Presidente Marcelo Barbosa⁶, 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 RJ2016/5348⁷ e RJ2016/2384⁸.

III.2. Eficiência informacional e formação de preços

11. A informação é o principal bem jurídico tutelado pela intervenção estatal no mercado de capitais⁹. O mercado é regulado com base na transparência e no tratamento equitativo de investidores, buscando-se, assim, a mitigação de assimetrias de informação.

12. As informações que orientam as decisões dos investidores podem ser divididas em dois grupos¹⁰:

- a) Informações *exógenas* ao processo de negociação ou informações *explícitas*, relacionadas à companhia emissora de valores mobiliários ou ao mercado em geral, tais como

⁵ PAS CVM nº 19957.005977/2016-18, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 13.03.2018.

⁶ PAS CVM nº 19957.006019/2018-26, Rel. Pres. Marcelo Barbosa, j. em 01.10.2019.

⁷ PAS CVM nº RJ2016/5348, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 17.04.2018.

⁸ PAS CVM nº RJ2016/2384, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 08.10.2019.

⁹ 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.

¹⁰ 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

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.

13. 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.

14. 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.

15. Este Colegiado é firme em proibir, de modo recorrente, a realização de negociações artificiais no mercado¹¹.

16. As informações sobre oferta e demanda presentes no livro de ofertas são insumos importantes para muitas decisões de investimento, inclusive aquelas tomadas por algoritmos¹². O processo de formação dos preços, portanto, não deve sofrer interferências indevidas com a

¹¹ 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. Alexandro Broedel Lopes; PAS CVM nº RJ2002/5015, julgado em 11.12.2003, Dir. Rel. Norma Jonsen Parente.

¹² 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’”.



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

criação de demanda ou oferta artificiais, fornecendo sinais equivocados aos participantes do mercado sobre a liquidez de determinado ativo.

17. A eficiência informacional do mercado¹³ 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 converjam para o valor que reflete os fundamentos econômicos da companhia¹⁴.

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

Considerações iniciais

18. *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 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.

19. 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 àsquelas existentes no livro¹⁵. A cronologia da criação de falsa liquidez é a seguinte:

¹³ 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.

¹⁴ GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. The mechanisms of market efficiency. *Virginia Law Review*, v. 70, 1984.

¹⁵ 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



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:** 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).

20. Como bem apontado pelo Presidente Marcelo Barbosa no Precedente de *layering*, a caracterização da criação de liquidez aparente como manipulação de preços decorre do preenchimento dos elementos normativos da descrição da conduta proibida pela Instrução CVM nº 08/1979.

21. 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.

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

22. 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, arbitadores de *spread*, pois, embora atuem de modo semelhante aos formadores de mercado contratados, que são regulados pela CVM¹⁶, não têm obrigações de prover liquidez, podendo atuar, inclusive, apenas em breves períodos do pregão.

23. 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.

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

24. Vê-se, portanto, que é a intenção do investidor que, em última instância, distingue a manipulação de padrões legítimos de negociação¹⁷. 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.

25. 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

¹⁶ 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.

¹⁷ V. voto que proferi no já mencionado PAS CVM nº RJ2016/2384.



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

realizados e, sobretudo, das ofertas colocadas no livro¹⁸. 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 frequência¹⁹, viabilizada pelo modelo de acesso direto ao mercado, particularmente na modalidade *co-location*.

26. 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 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.

27. Fenômeno intimamente ligado à eletronificação 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

¹⁸ 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.

¹⁹ 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, MIFID 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

prova direta da intenção do investidor em manipular o mercado, por exemplo, por meio da colocação de ofertas artificiais²⁰.

28. No mercado eletronicado, 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.

29. 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.

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

30. 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.

31. 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

²⁰ 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

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 negócio²¹.

32. 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.

33. 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.

34. 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 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:

²¹ 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

- 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

35. 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.

36. 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.

37. 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.

38. 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 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



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

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*.

39. 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.

40. 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 segundos²². 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”.

²² 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

41. 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.

42. 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 livro²³. 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”²⁴ – penso que os parâmetros utilizados e a amostra colhida precisam ser sempre analisados de forma crítica.

43. 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.

44. Nesse sentido, penso que a conclusão de que determinadas estratégias configuram manipulação de preço decorre da combinação de diversos fatores: **(i)** a apreçoação 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

²³ Conforme as definições trazidas no Anexo I a este voto.

²⁴ 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

artificial e buscava, somente, transmitir um sinal enganoso para que os demais investidores atuassem no outro lado do livro, viabilizando o negócio do manipulador.

45. 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).

46. Ou seja, parece-me que os parâmetros utilizados nesse caso recomendam redobrado cuidado, a fim de eliminar os efeitos de possíveis “falsos positivos”²⁵. 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.

47. 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

²⁵ 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

estratégias destacadas pela operação se enquadram no tipo “manipulação de preço” conforme definido pela Instrução CVM nº 08/1979.

48. 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 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.

49. 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.

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

IV. MÉRITO

IV.1 Autoria

51. 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

52. 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 quase quatro anos, Rodrigo Parreira, em prática frequente e reiterada, realizou um total de 21.934 estratégias irregulares²⁶. 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 e/ou vendedora artificial sobre o preço dos ativos

²⁶ Docs. SEI nº 0578717 e 0578718.



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

negociados, tendo como objetivo final executar a compra ou venda do ativo negociado a preço mais vantajoso.

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

Exemplo 1 – Estratégia nº 6.796

54. Tomo como exemplo as operações realizadas pelo Acusado no dia 08.05.2014 com as ações cujo código de negociação é TGMA3²⁷.

55. A Tabela 1 mostra o livro de ofertas de TGMA3 antes da interferência de Rodrigo. O preço da melhor oferta de compra era de R\$18,46 e o preço da melhor oferta de venda era de R\$18,58.

Tabela 1 – Livro de ofertas de TGMA3 em 08.05.2014 às 10h42m26s800ms, antes da interferência de Rodrigo Parreira

Ofertas de Compra					Ofertas de Venda				
Hora de registro	Investidor	Participante	Qtd	Preço (R\$)	Preço (R\$)	Qtd	Participante	Investidor	Hora de registro
10:41:42.367		3	500	18,46	18,58	100	16		10:41:35.324
10:41:41.429		8	100	18,45	18,58	100	72		10:41:42.351
10:39:52.564		40	200	18,43	18,58	200	85		10:30:56.585
10:41:30.104		8	600	18,41	18,60	800	131		10:41:50.692
10:41:17.825		735	100	18,40	18,62	600	8		10:35:00.007
10:38:04.458		262	100	18,38	18,64	700	40		10:41:29.626

Fonte: B3.

56. Em um período de apenas seis segundos, Rodrigo inseriu sete ofertas de venda de ações TGMA3, que ocuparam as primeiras posições no momento de seus registros e reduziram

²⁷ Ações de emissão da Tegma Gestão Logística S.A.



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

o *spread* entre a melhor oferta de compra e a melhor oferta de venda que antes era de R\$0,12 para R\$0,05.

Tabela 2 – Livro de ofertas de TGMA3 em 08.05.2014 às 10h42m32s551ms, após interferência de Rodrigo Parreira

Ofertas de Compra					Ofertas de Venda				
Hora de registro	Investidor	Participante	Qtd	Preço (R\$)	Preço (R\$)	Qtd	Participante	Investidor	Hora de registro
10:41:42.367		3	500	18,46	18,51	100	82	Rodrigo	10:42:32.551
10:41:41.429		8	100	18,45	18,52	100	82	Rodrigo	10:42:31.178
10:39:52.564		40	200	18,43	18,53	100	82	Rodrigo	10:42:29.672
10:41:30.104		8	600	18,41	18,53	100	16		10:42:31.445
10:41:17.825		735	100	18,40	18,54	100	82	Rodrigo	10:42:29.078
10:38:04.458		262	100	18,38	18,55	100	82	Rodrigo	10:42:28.426
10:38:10.003		8	600	18,37	18,56	100	82	Rodrigo	10:42:27.786
10:22:08.361		386	100	18,36	18,57	100	82	Rodrigo	10:42:26.800
10:19:32.871		39	200	18,35	18,58	100	72		10:41:42.351

Fonte: B3.

57. Às 10h42m35s444ms, três segundos após a etapa anterior, um investidor reagiu ao movimento realizado por Rodrigo Parreira e inseriu oferta de venda de 100 ações ao preço de R\$18,50. Instantes depois, o Acusado inseriu oferta de compra de 100 ações, também ao preço de R\$18,50 e realizou o negócio com esse investidor.

Tabela 3 – Livro de ofertas de TGMA3 em 08.05.2014 às 10h42m38s720ms, com destaque para as ofertas inseridas por Rodrigo Parreira

Ofertas de Compra					Ofertas de Venda				
Hora de registro	Investidor	Participante	Qtd	Preço (R\$)	Preço (R\$)	Qtd	Participante	Investidor	Hora de registro
10:42:38.720	82	Rodrigo	100	18,50	18,50	100	16		10:42:35.444
10:41:42.367	3		500	18,44	18,51	100	82	Rodrigo	10:42:32.551
10:42:37.514	8		100	18,44	18,52	100	82	Rodrigo	10:42:31.178
10:42:37.527	8		100	18,44	18,53	100	82	Rodrigo	10:42:29.672
10:41:17.825	735		100	18,40	18,54	100	82	Rodrigo	10:42:29.078



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

10:38:04.458	262		100	18,38	18,55	100	82	Rodrigo	10:42:28.426
10:38:10.003	8		600	18,37	18,56	100	82	Rodrigo	10:42:27.786
10:22:08.361	386		100	18,36	18,57	100	82	Rodrigo	10:42:26.800
10:19:32.871	39		200	18,35	18,58	100	72		10:41:42.351

Fonte: B3.

58. Após realizar o negócio acima mencionado às 10h42m38s720ms, Rodrigo Parreira excluiu as 7 ofertas de venda constantes no livro de ofertas de TGMA3.

59. Nesse caso específico, o benefício auferido pelo Acusado teria sido de R\$8,00 (oito reais), pois ele logrou comprar 100 (cem) ações ao preço de R\$18,50, oito centavos mais barato que o preço da melhor oferta de venda disponível antes da utilização da estratégia ilícita.

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

Tabela 4 – Ordens realizadas por Rodrigo Parreira em 08.05.2014 em relação ao ativo TGMA3 (Estratégia nº 6.796)

Ocorrência	Compra/Venda	Hora do		Preço (R\$)	Quantidade	----- Venda -----		----- Compra -----		Benefício financeiro (R\$)
		Hora	cancelamento			Participante	Cliente	Participante	Cliente	
Registro	Venda	10:42:26.800	10:42:44.554	18,57	100	82	85900			
Registro	Venda	10:42:27.786	10:42:45.245	18,56	100	82	85900			
Registro	Venda	10:42:28.426	10:42:43.628	18,55	100	82	85900			
Registro	Venda	10:42:29.078	10:42:41.851	18,54	100	82	85900			
Registro	Venda	10:42:29.672	10:42:41.247	18,53	100	82	85900			
Registro	Venda	10:42:31.178	10:42:40.628	18,52	100	82	85900			
Registro	Venda	10:42:32.551	10:42:39.916	18,51	100	82	85900			
Registro	Compra	10:42:38.720		18,50	100			82	85900	
Negócio	Compra	10:42:38.720		18,50	100	16	-	82	85900	8,00

Fonte: Doc. SEI nº 0578718, p. 2.195.



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

Exemplo 2 – Estratégia nº 15.917

61. Outro exemplo que ilustra a estratégia ilícita utilizada por Rodrigo Parreira ocorreu no dia 02.05.2016 com o ativo de código de negociação VLID3²⁸.

62. A Tabela 5 mostra o livro de ofertas de VLID3 antes da interferência de Rodrigo. O preço da melhor oferta de compra era de R\$34,45 e o preço da melhor oferta de venda era de R\$34,65.

Tabela 5 – Livro de ofertas de VLID3 em 02.05.2016 às 13h50m16s047ms, antes da interferência de Rodrigo Parreira

Ofertas de Compra					Ofertas de Venda				
Hora de registro	Investidor	Participante	Qtd	Preço (R\$)	Preço (R\$)	Qtd	Participante	Investidor	Hora de registro
13:50:13.019		8	100	34,45	34,65	100	8		13:50:13.015
13:50:13.019		8	100	34,45	34,65	100	8		13:50:13.015
13:50:13.019		8	100	34,45	34,65	100	8		13:50:13.015
13:50:13.021		9	300	34,45	34,69	100	85		13:38:00.053
13:50:13.219		40	100	34,45	34,77	300	3		13:15:23.702

Fonte: B3.

63. Em um período de apenas onze segundos, Rodrigo Parreira inseriu oito ofertas de venda de ações VLID3, 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\$0,20 para R\$0,07.

Tabela 6 – Livro de ofertas de VLID3 em 02.05.2016 às 13h50m27s975ms, após interferência de Rodrigo Parreira

Ofertas de Compra					Ofertas de Venda				
Hora de registro	Investidor	Participante	Qtd	Preço (R\$)	Preço (R\$)	Qtd	Participante	Investidor	Hora de registro
13:50:27.975	Rodrigo	39	100	34,58	34,65	100	8		13:50:13.015
13:50:27.376	Rodrigo	39	100	34,57	34,65	100	8		13:50:13.015
13:50:26.367	Rodrigo	39	100	34,56	34,69	100	85		13:38:00.053
13:50:25.495	Rodrigo	39	600	34,54	34,77	300	3		13:15:23.702

²⁸ Ações de emissão da Valid Soluções S.A.



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

13:50:25:571		39	100	34,53	34,78	100	3		12:46:36.234
13:50:22.840	Rodrigo	39	600	34,52	34,88	100	3		11:38:40.505
13:50:20.712	Rodrigo	39	100	34,50	34,93	10.000	85		13:13:01.026
13:50:18.303	Rodrigo	39	600	34,48	34,99	200	3		12:43:12.141
13:50:16.047	Rodrigo	39	1.500	34,46	35,20	200	3		11:21:50.715

Fonte: B3.

64. Às 13h50m30s, três segundos após a etapa anterior, houve reação ao movimento realizado por Rodrigo Parreira e foram realizadas duas ofertas de compra de 100 ações cada ao preço de R\$34,59 por terceiros. Instantes depois, o Acusado inseriu oferta de venda de 200 ações, exata quantidade das ofertas realizadas pelos terceiros, também ao preço de R\$34,59 e realizou o negócio com esses investidores.

Tabela 7 – Livro de ofertas de VLID3 em 02.05.2016 às 13h50m33s659ms, com destaque para as ofertas inseridas por Rodrigo Parreira

Ofertas de Compra					Ofertas de Venda				
Hora de registro	Investidor	Participante	Qtd	Preço (R\$)	Preço (R\$)	Qtd	Participante	Investidor	Hora de registro
13:50:30.117		85	100	34,59	34,59	200	39	Rodrigo	13:50:33.659
13:50:30.141		8	100	34,59	34,68	100	85		13:50:30.141
13:50:27.975	Rodrigo	39	100	34,58	34,68	100	8		13:50:30.142
13:50:27.376	Rodrigo	39	100	34,57	34,69	100	85		13:38:00.053
13:50:26.367	Rodrigo	39	100	34,56	34,77	300	3		13:15:23.702
13:50:25.495	Rodrigo	39	600	34,54	34,78	100	3		12:46:36.234
13:50:25:571		39	100	34,53	34,88	100	3		11:38:40.505
13:50:22.840	Rodrigo	39	600	34,52	34,93	10.000	85		13:13:01.026
13:50:20.712	Rodrigo	39	100	34,50	34,99	200	3		12:43:12.141
13:50:18.303	Rodrigo	39	600	34,48	35,20	200	3		11:21:50.715
13:50:16.047	Rodrigo	39	1.500	34,46	35,20	100	114		13:07:04.604

Fonte: B3

65. Após realizar o negócio acima mencionado às 13h50m33s659ms, Rodrigo Parreira cancelou todas as 8 ofertas de compra anteriormente inseridas no livro de ofertas de VLID3.



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

66. Nesse caso específico, o benefício auferido pelo Acusado teria sido de R\$28,00 (vinte e oito reais), pois ele logrou vender 200 (duzentas) ações ao preço de R\$34,59, catorze centavos acima do preço da melhor oferta de compra disponível antes da utilização da estratégia ilícita.

67. 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 Rodrigo Parreira em 02.05.2016 em relação ao ativo VLID3 (Estratégia nº 15.917)

Ocorrência	Compra/Venda	Hora do		Preço (R\$)	Quantidade	----- Venda -----		----- Compra -----		Benefício financeiro (R\$)
		Hora	cancelamento			Participante	Cliente	Participante	Cliente	
Registro	Compra	13:50:16.047	13:51:00.769	34,46	1.500			39	146128	
Registro	Compra	13:50:18.303	13:51:00.774	34,48	600			39	146128	
Registro	Compra	13:50:20.712	13:51:00.775	34,50	100			39	146128	
Registro	Compra	13:50:22.840	13:51:00.776	34,52	600			39	146128	
Registro	Compra	13:50:25.495	13:51:00.777	34,54	600			39	146128	
Registro	Compra	13:50:26.367	13:51:00.779	34,56	100			39	146128	
Registro	Compra	13:50:27.376	13:51:00.779	34,57	100			39	146128	
Registro	Compra	13:50:27.975	13:51:00.781	34,58	100			39	146128	
Registro	Venda	13:50:33.659		34,59	200	39	146128			
Negócio	Venda	13:50:33.659		34,59	100	39	146128	85	-	14,00
Negócio	Venda	13:50:33.659		34,59	100	39	146128	8	-	14,00

Fonte: Doc. SEI nº 0578718, p. 4.997.

Exemplo 3 – Estratégia nº 1

68. No exemplo indicado na tabela abaixo, a atuação de Rodrigo, iniciada em 10h11m02s959ms com a colocação de ofertas de venda de 100 ações, teria feito com que o melhor preço de venda (*ask*) fosse reduzido de R\$17,95 para R\$17,85. Na outra ponta do livro, havia ofertas de compra de Rodrigo a R\$17,79, que foram executadas em 10h11m34s749ms (400 ações). O cancelamento das ofertas de venda nos preços mais próximos iniciou-se em 10h11m39s749ms, 5 segundos após a execução das ofertas de compra. Então, o *spread* do livro, considerando apenas as ofertas de Rodrigo indicadas, ficou em R\$17,79 (*bid*, com uma oferta de compra de 400 ações) e R\$17,89 (*ask*, com uma oferta de venda de 100 ações). O cancelamento das ofertas de venda veio a ocorrer apenas em 10h25m03s353ms, cerca de 14 minutos após a execução das ofertas de compra.



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

Tabela 9 – Ordens realizadas por Rodrigo Parreira em 01.08.2013 em relação ao ativo IMCH3 (Estratégia nº 1)

IMCH3 - 01/08/2013 - Compra- Estratégia 1 (Partic: 82)										
Ocorrência	Compra/Venda	Hora do		Preço (R\$)	Quantidade	----- Venda -----		----- Compra -----		Benefício financeiro (R\$)
		Hora	cancelamento			Participante	Cliente	Participante	Cliente	
Registro	Venda	10:11:02.959	10:25:07.300	17,95	100	82	85900			
Registro	Venda	10:11:14.819	10:25:04.344	17,91	100	82	85900			
Registro	Venda	10:11:16.103	10:25:03.353	17,89	100	82	85900			
Registro	Venda	10:11:19.774	10:11:40.059	17,87	100	82	85900			
Registro	Venda	10:11:21.995	10:11:39.098	17,85	100	82	85900			
Registro	Compra	10:11:34.749		17,79	400			82	85900	
Negócio	Compra	10:11:34.749		17,79	200	40	-	82	85900	34,00
Negócio	Compra	10:11:34.749		17,79	100	40	-	82	85900	17,00
Negócio	Compra	10:11:34.749		17,79	100	40	-	82	85900	17,00

Fonte: Doc. SEI nº 0578718, p. 1.

69. 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 5.689

70. De modo semelhante, temos o exemplo a seguir. As ofertas de compra consideradas artificiais pela Acusação têm início em 10h55m38s003ms com um aumento da melhor oferta de compra (*bid*) de R\$91,97 para R\$92,14. As ofertas de venda são colocadas a partir de 10h58m09s576ms nos preços de R\$92,43 e R\$92,56 e são executadas a partir de 10h58m19s569ms. As ofertas de compra apontadas como artificiais são canceladas a partir de 11h13m30s527ms, pouco menos de 15 minutos após a execução das ofertas de 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

Tabela 10 – Ordens realizadas por Rodrigo Parreira em 02.04.2014 em relação ao ativo MDIA3 (Estratégia nº 5.689)

MDIA3 - 02/04/2014 - Venda - Estratégia 5.689 (Partic: 82)

Ocorrência	Compra/Venda	Hora do		Preço (R\$)	Quantidade	----- Venda -----		----- Compra -----		Benefício financeiro (R\$)
		Hora	cancelamento			Participante	Cliente	Participante	Cliente	
Alteração	Compra	10:55:38.003	11:13:32.824	91,97	100			82	85900	
Alteração	Compra	10:55:40.354	11:13:32.031	92,02	100			82	85900	
Alteração	Compra	10:56:27.135	11:13:31.307	92,11	100			82	85900	
Registro	Compra	10:56:37.104	11:13:29.782	92,14	100			82	85900	
Alteração	Venda	10:58:09.576		92,43	100	82	85900			
Alteração	Compra	10:58:16.060	11:13:30.527	92,20	100			82	85900	
Negócio	Venda	10:58:19.569		92,43	100	82	85900	3	-	47,00
Registro	Venda	10:58:25.391		92,56	100	82	85900			
Negócio	Venda	10:58:54.759		92,56	100	82	85900	3	-	60,00

Fonte: Doc. SEI nº 0578718, p. 1.859.

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

Considerações gerais acerca da amostra selecionada

72. 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.

73. 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.

74. 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”.

75. 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



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

(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 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

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

77. O Acusado busca demonstrar “por amostragem” inconsistências em algumas das operações elencadas pela SMI e pela BSM.

78. As principais inconsistências seriam: **(i)** a existência de lapso temporal grande entre a concretização de negócio e o cancelamento das ofertas realizadas anteriormente no sentido oposto ao do negócio realizado; **(ii)** espaçamento de apenas R\$0,01 em algumas ofertas, o que só poderia ocorrer “porque tem uma oferta entre elas na qual não aparece aqui nesse book”; e **(iii)** de que na estratégia nº 10.329, suas 7 (sete) ofertas de 100 ações não seriam capazes de “fazer força o suficiente para sair R\$0,20 centavos de diferença”.

79. Concordo em parte com o argumento do Acusado. 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.

80. Quanto ao segundo argumento, entendo que houve equívoco do Acusado, pois a tabela por ele questionada se refere ao registro de suas próprias ofertas e negócios e não ao livro de ofertas de determinado ativo em dado pregão.

81. Em relação ao terceiro argumento, entendo que o mesmo é impertinente, pois, ao contrário do que pretende o Acusado, a Estratégia nº 10.329 demonstra que foi obtida uma vantagem ilícita maior que a média das demais estratégias, pois Rodrigo Parreira conseguiu



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

concluir negócio de venda a um preço muito acima que o praticado antes da manipulação por ele concluída (mais de R\$0,20, vinte centavos).

82. Outro argumento apresentado pelo Acusado é o de que “não tinha conhecimento que atuar dessa forma era proibido, pois apenas acreditava que fosse uma estratégia/competição de mercado”. No mesmo sentido, o Acusado sustenta que não realizou a inserção de ofertas artificiais no livro de negociação, mas que atuava com estratégias que “habitualmente se vê no mercado”, inclusive praticadas por algoritmos (robôs) de corretoras.

83. 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.



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

84. 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’)”.

85. Apesar de a conduta objeto da acusação ter 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, a conduta do Acusado consistiu em manipulação de mercado que já estava tipificada na legislação vigente. Ou seja, em suma, trata-se apenas de nova forma de praticar de um ilícito administrativo que já possuía previsão normativa.

86. 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*²⁹: requisito de tempo mínimo de permanência de uma oferta no livro antes que possa ser alterada ou cancelada.

87. 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 práticas abusivas. A inserção e o cancelamento de ofertas deixam rastros que permitem a sua

²⁹ “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

deteção, razão pela qual ilícitos que poderiam ser praticados de forma indiscriminada sem punição passam a ser alvo de ações de *enforcement*.

88. 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.

89. 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.

90. Vale pontuar que a SMI afirma, em seu termo de acusação (itens 61, 62 e 63), que Rodrigo foi devidamente notificado de que as estratégias por ele utilizadas nas operações em questão eram ilícitas, sendo a notificação feita tanto pela Corretora B, quanto pela Corretora C. Ocorre que a SMI não tratou de juntar aos autos as respectivas notificações, havendo apenas menção em ofício de resposta da Corretora B à BSM (Doc. SEI nº 0578720) de que um e-mail havia sido direcionado ao cliente (Rodrigo). Do mesmo modo, a Corretora C afirma que contactou Rodrigo por meio de agente autônomo de investimento³⁰, mas também não há nos autos qualquer prova da realização de contato e/ou notificação.

91. Esse fato, no entanto, não afasta o 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 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.

³⁰ Doc. SEI nº 0578721.



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

IV. DOSIMETRIA E CONCLUSÃO

92. Passo, por fim, à fixação da penalidade.

93. Quanto à dosimetria levo em consideração, como circunstância agravante, a prática reiterada e sistemática da conduta irregular pelo prolongado período de quase quatro anos (operações irregulares entre 01.08.2013 a 14.06.2017). Por outro lado, tenho que os bons antecedentes do Acusado constituem circunstância atenuante.

94. 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.

95. 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.

96. Logo, a penalidade a ser aplicada deve tomar como referência os casos de manipulação nos quais não se pode mensurar objetivamente a vantagem econômica obtida³¹.

97. Nesses termos, voto, com base no inciso II do art. 11 da Lei nº 6.385/1976, pela **condenação de Rodrigo Almeida Parreira 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.

³¹ 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

98. 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 nº/2018/CVM/SGE³².

É como voto.

Rio de Janeiro, 02 de junho de 2020.

Gustavo Machado Gonzalez

Diretor Relator

³² Docs. SEI nº 0822362 e nº 0615945, respectivamente.



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

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

IOSCO

De acordo com a IOSCO³³:

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

Layering: with this strategy a 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% of 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).”

³³ 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

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*³⁴:

“(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:

³⁴ 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

“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, 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 prática³⁵:

³⁵ 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:



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

“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:

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).]”

<https://www.esma.europa.eu/document/esma%E2%80%99s-technical-advice-possible-delegated-acts-concerning-market-abuse-regulation>. Acesso em 10.02.2020.