



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

Reg. Col. nº 1179/2018

**Acusado:** Upright Technologies Inc.

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

**Diretor Relator:** Gustavo Machado Gonzalez

### VOTO

#### I. INTRODUÇÃO

1. Trata-se de PAS<sup>1</sup> instaurado pela SPS em conjunto com a PFE em face de Upright Technologies, que supostamente teria manipulado o preço de ações de emissão da HRT no pregão do dia 10.05.2013, caracterizando assim a infração administrativa de manipulação de preços no mercado de valores mobiliários definida no inciso II, letra “b”, da Instrução CVM nº 08/1979 e vedado pelo inciso I daquela mesma Instrução.

#### II. CONSIDERAÇÕES INICIAIS

##### II.1. Pano de fundo

2. 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.

3. 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

---

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



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

4. Ambas as modalidades de manipulação de mercado mencionadas foram objeto de julgamentos recentes pela CVM, PAS CVM nº 19957.005977/2016-18 (“Precedente de *spoofing*”), de relatoria do Diretor Henrique Machado<sup>2</sup> e 19957.006019/2018-26 (“Precedente de *layering*”), de relatoria do Presidente Marcelo Barbosa<sup>3</sup>, respectivamente, nos quais o Colegiado se pronunciou pela primeira vez sobre esses assuntos. Além destes dois importantes precedentes, penso ser relevante recuperar as considerações sobre a tutela do processo de formação de preços, a relevância das informações endógenas ao processo de negociação e os critérios que distinguem ofertas legítimas de ofertas artificiais que tecei nos julgamentos dos PAS CVM nº RJ2016/5348<sup>4</sup> e RJ2016/2384<sup>5</sup>.

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

5. A informação é o principal bem jurídico tutelado pela intervenção estatal no mercado de capitais<sup>6</sup>. O mercado é regulado com base na transparência e no tratamento equitativo de investidores, buscando-se, assim, a mitigação de assimetrias de informação.

6. As informações que orientam as decisões dos investidores podem ser divididas em dois grupos<sup>7</sup>:

- a) Informações *exógenas* ao processo de negociação ou informações *explícitas*, relacionadas à companhia emissora de valores mobiliários ou ao mercado em geral, tais como divulgações oficiais da companhia, boatos, noticiários, demonstrações financeiras, dados de conjuntura econômica;

<sup>2</sup> PAS CVM nº 19957.005977/2016-18, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 13.03.2018.

<sup>3</sup> PAS CVM nº 19957.006019/2018-26, Rel. Pres. Marcelo Barbosa, j. em 01.10.2019.

<sup>4</sup> PAS CVM nº RJ2016/5348, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 17.04.2018.

<sup>5</sup> PAS CVM nº RJ2016/2384, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 08.10.2019.

<sup>6</sup> TRINDADE, Marcelo Fernandez. O Papel da CVM e o Mercado de Capitais. In: SADDI, Jairo (org.). *Fusões e Aquisições: Aspectos Jurídicos e Econômicos*. São Paulo: IOB, 2002, p. 308.

<sup>7</sup> GOSHEN, Zohar; PARCHOMOVSKY, Gideon. The essential role of securities regulation. *Duke Law Journal*, v. 55, 2006, p. 721. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=600709>. Acesso em: 20.01.2020. Nas palavras dos autores: “Verification of the accuracy of information involves two kinds of information: explicit and implicit information. *Explicit information* includes all types of direct firm-specific and general market information, such as financial reports, conference calls and news. *Implicit information* comprises all activities that indirectly convey information, such as price movements, trading volume, trader identity and order flows” (destaques no original).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

- 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.
7. 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.
8. 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.
9. Este Colegiado é firme em proibir, de modo recorrente, a realização de negociações artificiais no mercado<sup>8</sup>.
10. As informações sobre oferta e demanda presentes no livro de ofertas são insumos importantes para muitas decisões de investimento, inclusive aquelas tomadas por algoritmos<sup>9</sup>. O processo de formação dos preços, portanto, não deve sofrer interferências indevidas com a criação de demanda ou oferta artificiais, fornecendo sinais equivocados aos participantes do mercado sobre a liquidez de determinado ativo.

---

<sup>8</sup> Por exemplo, PAS CVM nº 12/2010, julgado em 07.10.2014, Dir. Rel. Luciana Dias; PAS CVM nº 04/2013, julgado em 24.02.2014, Dir. Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novais; PAS CVM nº 16/2001, julgado em 03.11.2005, Dir. Rel. Norma Parente; PAS CVM nº 12/2004, julgado em 11.05.2010, Dir. Rel. Alessandro Broedel Lopes; PAS CVM nº RJ2002/5015, julgado em 11.12.2003, Dir. Rel. Norma Jonssen Parente.

<sup>9</sup> No julgamento do PAS CVM nº RJ2016/5348, assinei que “[t]rata-se de assunto de extrema importância, especialmente no mercado de bolsa, onde muitos investidores tomam as suas decisões de investimento com base em informações pré e pós-negócio. É o caso, por exemplo, das negociações algorítmicas, em que um algoritmo informático determina automaticamente os parâmetros individuais das ordens, tais como o eventual início da ordem, o calendário, o preço ou a quantidade da ordem, ou o modo de gestão após a sua introdução, com pouca ou nenhuma intervenção humana”.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

11. A eficiência informacional do mercado<sup>10</sup> é a capacidade de o preço de um ativo refletir adequadamente todas as informações disponíveis sobre aquele ativo, a partir das decisões tomadas pelos investidores com base nestas informações. A atuação dos diversos investidores, comprando ativos que julgam subavaliados e vendendo ativos que entendem superavaliados, faz com que os preços convirjam para o valor que reflete os fundamentos econômicos da companhia<sup>11</sup>.

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

#### *Considerações iniciais*

12. *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.

13. 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 às existentes no livro<sup>12</sup>. A cronologia da criação de falsa liquidez é a seguinte:

---

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

<sup>11</sup> GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. The mechanisms of market efficiency. *Virginia Law Review*, v. 70, 1984.

<sup>12</sup> Nesse sentido, veja-se p. ex. as definições de *spoofing* e *layering* formuladas pela IOSCO, SEC, CFTC, FINRA e ESMA, constantes do Anexo I a este voto. Nota-se, contudo, que os referidos conceitos não são empregados – ao menos até esse momento – de modo totalmente uniforme pelos diversos reguladores: a *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC), por exemplo, trata das duas condutas de forma indistinta, agrupadas pelo seu gênero: apregoar com a intenção de cancelar a oferta antes de sua execução, criando falsa liquidez. O Anexo 1 traz, para fins ilustrativos, as definições utilizadas pela IOSCO e por alguns reguladores de outros países. Conforme irei explorar



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

- a) **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).

14. 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.

15. 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.

16. 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

---

ao longo deste voto, embora as definições variem em diversos aspectos, os principais traços caracterizadores do(s) ilícito(s) são essencialmente os mesmos.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

deixar enganar pela nomenclatura em questão: tais *market makers* voluntários são, na verdade, arbitradores de *spread*, pois, embora atuem de modo semelhante aos formadores de mercado contratados, que são regulados pela CVM<sup>13</sup>, não têm obrigações de prover liquidez, podendo atuar, inclusive, apenas em breves períodos do pregão.

17. 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***

18. Vê-se, portanto, que é a intenção do investidor que, em última instância, distingue a manipulação de padrões legítimos de negociação<sup>14</sup>. Historicamente, a prova de que o agente buscava, por meio de ofertas ou negócios, falsear o mercado é extremamente desafiadora. É interessante notar que a eletronificação das bolsas e o desenvolvimento de novas tecnologias alteraram não só a dinâmica de funcionamento do mercado como também, reflexamente, a forma como certas práticas ilícitas podem ser detectadas.

19. Por um lado, a eletronificação do mercado de bolsa acarretou um expressivo aumento no volume transacionado nas bolsas e em um crescimento ainda maior no número de negócios realizados e, sobretudo, das ofertas colocadas no livro<sup>15</sup>. Por outro lado, passou-se a ter registro

---

<sup>13</sup> Os formadores de mercado regularmente contratados são regulados pela Instrução CVM nº 384/2003, que autoriza às entidades administradoras de mercados organizados a expedição de regulamentos sobre sua forma de atuação. A B3 editou o Ofício Circular nº 004/2012-DIN para disciplinar a matéria. Nos termos deste regulamento, o formador de mercado poderá ser contratado pelo emissor dos valores mobiliários para o qual atue como formador de mercado, por empresas controladoras, controladas pelo ou coligadas ao emissor, por quaisquer detentores de ativo(s) que possuam interesse em formar mercado para o(s) referido(s) ativo(s) ou por um consórcio de liquidez que inclua mais de uma dessas pessoas. Dentre as obrigações que lhes são impostas, temos: “estar presente diariamente no mercado, com a colocação de ofertas de compra e de venda para, pelo menos, a quantidade mínima de ativos por oferta determinada pela BM&FBOVESPA”, “respeitar o intervalo máximo entre o preço da oferta de compra e da oferta de venda” e “envidar os melhores esforços para executar as ofertas recebidas”. A atividade é sujeita a credenciamento e os formadores de mercado estão sujeitos a sanções, tanto no âmbito da autorregulação como pela CVM, pelo descumprimento dos parâmetros de sua atuação.

<sup>14</sup> V. voto que proferi no já mencionado PAS CVM nº RJ2016/2384.

<sup>15</sup> De acordo com levantamento realizado pela SMI no âmbito do Sistema de Acompanhamento de Mercado (SAM), por meio do qual a área técnica supervisiona os negócios realizados e as posições detidas pelos investidores, em 2012, quando do início do funcionamento do referido sistema, eram recebidos diariamente cerca de 1 milhão de registros relativos a negócios e contrapartes no mercado de bolsa. Em janeiro de 2020, o número médio de registros



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

não só de todos os negócios realizados, como também de todas as ofertas apregoadas. Some-se a isso o fato de que a velocidade na dinâmica de ofertas e execução de negócios aumentou de modo expressivo, em virtude da negociação algorítmica, sobretudo de alta frequência<sup>16</sup>, viabilizada pelo modelo de acesso direto ao mercado, particularmente na modalidade *co-location*.

20. 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.

21. 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 prova direta da intenção do investidor em manipular o mercado, por exemplo, por meio da colocação de ofertas artificiais<sup>17</sup>.

---

relativos a negócios cresceu para uma ordem de 10 milhões. No tocante a ofertas, o crescimento no mesmo período foi de cerca de 50 milhões para 250 milhões de mensagens.

<sup>16</sup> A negociação algorítmica é aquela “em que um algoritmo informático determina automaticamente os parâmetros individuais das ordens, tais como o eventual início da ordem, o calendário, o preço ou a quantidade da ordem ou o modo de gestão após a sua introdução, com pouca ou nenhuma intervenção humana” Valho-me aqui da definição de negociação algorítmica empregada pela segunda Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros (Markets in Financial Instruments Directive, ou, simplesmente, MFID 2) em seu artigo 4º, nº 1, item 39. Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho de 15.05.2014. Sobre o assunto, COSTA, Isac Silveira da. *High Frequency Trading (HFT) em câmera lenta: compreender para regular*. Dissertação (Mestrado em Direito dos Negócios) - Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (FGV Direito SP), São Paulo, 2018. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/20720>. Acesso em 20.01.2020.

<sup>17</sup> Nos Estados Unidos, as práticas de *spoofing* e *layering* são relacionadas à negociação algorítmica na maior parte dos casos. Em alguns casos, a acusação ouviu testemunhas acerca da especificação de requisitos dos algoritmos, para demonstrar que foram programados de modo a evitar que as ofertas iniciais fossem executadas, para provar o dolo do agente. Esta evidência foi determinante, por exemplo, no caso de Michael Coscia, que, a partir de agosto de 2011, implementou um algoritmo que lhe permitia enviar e cancelar rapidamente ofertas (na escala de milissegundos) de modo a conseguir comprar (vender) contratos a preços menores (maiores) em 17 mercados da



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

22. 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.

23. 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.

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

24. 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.

25. Nos dois primeiros casos em que o Colegiado analisou acusações de manipulação baseada em ofertas, entendeu-se que a totalidade das estratégias apontadas pela acusação consistiu em manipulação de preço, prática vedada pela Instrução CVM nº 08/1979. Nos precedentes, decidiu-se pela aplicação de multa pecuniária calculada em função do benefício auferido pela prática das condutas. O benefício, por sua vez, foi calculado em ambos os casos pela diferença de preços entre a melhor oferta antes de sua atuação e o preço do negócio efetivamente executado multiplicada pela quantidade de ativos envolvidos no negócio<sup>18</sup>.

---

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.

<sup>18</sup> Nos termos do voto do Diretor Henrique Machado no Precedente de *spoofing*: “ao considerarmos a oferta expressiva como instrumento suficiente para alterar as condições de liquidez do livro (liquidez aparente ou fantasma) e promover a realização de negócios por preço diverso daquele que se obteria em condições normais de mercado, a vantagem econômica é, sim, representada pelo diferencial de *spread* entre o preço da melhor oferta (vendedora ou compradora) antes e depois da estratégia de *spoofing*, nos termos da Acusação. O benefício





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

26. 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.

27. 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.

28. 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:

- 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 de detecção e as razões pelas quais os problemas dos critérios de seleção, no caso específico, não contaminam a amostra selecionada***

---

econômico é obtido e mensurado, ainda que ele signifique, em cada caso, ampliação de lucros ou redução de perdas”. No referido caso, aplicou-se penalidade de multa pecuniária equivalente a duas vezes o valor da vantagem econômica obtida com a prática de *spoofing*. No Precedente de *layering*, o Colegiado, acompanhando o voto do Presidente Marcelo Barbosa, fixou a penalidade em uma vez e meia a vantagem econômica obtida.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

29. Conforme destaquei nos votos proferidos nos PAS CVM nº 19957.007809/2018-29, nº 19957.000592/2019-15 e nº 19957.007543/2019-03 que também são julgados nesta data, os parâmetros escolhidos para os filtros utilizados pela Acusação<sup>19</sup> possuem algumas inadequações. Com efeito, os critérios de seleção, vistos isoladamente, me parecem excessivamente amplos e podem levar a seleção de uma amostra que inclui “falsos positivos”, isto é, estratégias que, embora indicadas no filtro de detecção, não constituem manipulação de preço após uma análise mais detida do padrão de atuação.

30. Sem prejuízo das ponderações feitas naqueles processos, que aqui reitero, um exame minucioso das estratégias filtradas pela Acusação no caso em tela me leva a uma conclusão distinta da que cheguei naqueles casos. O padrão de inserção e cancelamento das ofertas pela Acusada é mais regular, com rápido cancelamento das ofertas artificiais logo após a execução da oferta-alvo em *todas* as estratégias, bem como a realização de operações de mesmo comitente, as quais induziram os demais investidores a acreditar que havia uma demanda e oferta que não existiam efetivamente.

31. O Anexo III traz a duração do ciclo de todas as estratégias. A média da duração do ciclo das 98 estratégias foi de 41s677ms, com mediana em 24s611ms e terceiro quartil em 44s110ms, com uma distribuição, portanto, de assimetria positiva, com mediana menor que a média. 90% dos ciclos tiveram duração de até 53s605s.

32. Foram detectadas três estratégias nas quais a duração do ciclo é de 6 minutos, porém, mesmo nestes casos, excluindo a última oferta a ser cancelada, que permaneceu no livro por mais tempo, a estratégia teria duração de cerca de 10 segundos, como se pode ver na Tabela 1 abaixo.

33. Logo, a regularidade da efêmera permanência das ofertas em relação à execução da oferta-alvo e a atuação recorrente da Acusada em um único pregão e em um único instrumento representam indícios de que todas as estratégias foram implementadas de forma bastante precisa e com intuito bem definido.

---

<sup>19</sup> Tais critérios são: (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.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

**Tabela 1 – Ordens e negócios realizados por Upright Technologies em 10.05.2013, aproximadamente às 15h06m, em relação ao ativo H RTP3 (Estratégia nº 40)**

Ocorrência	Compra/Venda	Hora do		Preço (R\$)	Quantidade	----- Venda -----		----- Compra -----		Benefício financeiro (R\$)
		Hora	cancelamento			Participante	Cliente	Participante	Cliente	
Registro	Compra	15:06:22.083	15:12:58.960	4,06	3.000			98	48775	
Registro	Venda	15:07:01.682		4,09	25.000	98	48775			
Registro	Venda	15:07:01.923		4,09	25.000	98	48775			
Registro	Venda	15:07:02.172		4,09	25.000	98	48775			
Registro	Compra	15:07:03.068	15:07:12.771	4,06	1.000			98	48775	
Registro	Compra	15:07:03.293	15:07:12.775	4,06	1.000			98	48775	
Registro	Compra	15:07:03.484	15:07:12.778	4,06	1.000			98	48775	
Registro	Compra	15:07:03.669	15:07:12.801	4,06	1.000			98	48775	
Registro	Compra	15:07:03.818	15:07:12.804	4,06	1.000			98	48775	
Registro	Compra	15:07:04.315	15:07:12.172	4,07	1.000			98	48775	
Registro	Compra	15:07:04.502	15:07:12.175	4,07	1.000			98	48775	
Registro	Compra	15:07:04.692	15:07:12.178	4,07	1.000			98	48775	
Registro	Compra	15:07:04.897	15:07:12.181	4,07	1.000			98	48775	
Registro	Compra	15:07:05.090	15:07:12.183	4,07	1.000			98	48775	
Registro	Compra	15:07:05.306	15:07:12.809	4,06	1.000			98	48775	
Registro	Compra	15:07:05.548	15:07:12.811	4,06	1.000			98	48775	
Registro	Compra	15:07:05.788	15:07:12.196	4,07	1.000			98	48775	
Registro	Compra	15:07:05.994	15:07:12.198	4,07	1.000			98	48775	
Registro	Compra	15:07:06.188	15:07:12.201	4,07	1.000			98	48775	
Registro	Compra	15:07:06.371	15:07:12.204	4,07	1.000			98	48775	
Registro	Compra	15:07:06.555	15:07:12.206	4,07	1.000			98	48775	
Registro	Compra	15:07:07.158	15:07:11.338	4,08	1.000			98	48775	
Registro	Compra	15:07:07.338	15:07:11.341	4,08	1.000			98	48775	
Registro	Compra	15:07:07.549	15:07:11.344	4,08	1.000			98	48775	
Registro	Compra	15:07:07.759	15:07:11.347	4,08	1.000			98	48775	
Registro	Compra	15:07:07.962	15:07:11.359	4,08	1.000			98	48775	
Registro	Compra	15:07:08.179	15:07:11.361	4,08	1.000			98	48775	
Registro	Compra	15:07:08.362	15:07:11.363	4,08	1.000			98	48775	
Registro	Compra	15:07:08.575	15:07:11.365	4,08	1.000			98	48775	
Registro	Compra	15:07:08.786	15:07:11.367	4,08	1.000			98	48775	
Registro	Compra	15:07:08.970	15:07:11.376	4,08	1.000			98	48775	
Registro	Compra	15:07:09.228	15:07:11.378	4,08	1.000			98	48775	
Registro	Compra	15:07:09.380	15:07:11.380	4,08	1.000			98	48775	
Registro	Compra	15:07:09.579	15:07:11.382	4,08	1.000			98	48775	
Negócio	Venda	15:07:09.777		4,09	25.000	98	48775	8	-	750,00
Negócio	Venda	15:07:09.777		4,09	25.000	98	48775	8	-	750,00
Negócio	Venda	15:07:09.777		4,09	25.000	98	48775	8	-	750,00

Fonte: Doc. SEI nº 0533364, p. 36 e 37.

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



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

### III. MÉRITO

#### III.1. Autoria

35. Em suas razões de defesa, a Upright Technologies reconhece que realizou as operações supostamente irregulares que são objeto deste processo.

36. Nos memoriais<sup>20</sup>, a acusada alegou que, entre a prática dos fatos e o primeiro ofício da CVM, o seu controle societário e a sua gestão foram transferidos. Sobre esse ponto, acompanho o entendimento majoritário da CVM no sentido de que a transferência de controle não extingue a punibilidade de pessoas jurídicas. Como bem colocado pelo então Diretor Otavio Yazbek no julgamento do PAS CVM nº RJ2007/14708:

“[N]ão posso concordar com os fundamentos de que se valeu o SMI para absolver a Intra, em sede preliminar. Isto porque a alienação do controle da corretora não deve, em nenhuma hipótese, implicar extinção da punibilidade. Admitir tal tese é o mesmo que jogar por terra toda a racionalidade por trás da constituição da pessoa jurídica como centro de imputação de responsabilidades independente da figura dos sócios. Por consequência, é igualmente inadequado imaginar que, no limite, a CVM deva orientar sua atuação pela manutenção do quadro societário do participante do mercado, sob o argumento de que, ao contrário, a aplicação da penalidade seria ‘injusta’ ou ‘irrazoável’ (...). E, ao contrário do que alegou a defesa (...), a tese da extinção da punibilidade por alienação do controle do ente administrado não prevalece na autarquia, sendo hoje posição isolada (...)”.

37. Do mesmo modo, as alegações de que o atual representante legal da Upright Technologies desconhecia totalmente as operações realizadas e que nenhuma participação ou ingerência teve nas operações relatadas na acusação, ou delas recebeu qualquer proveito, que também foram suscitados quando da entrega dos memoriais, em nada afetam no exame da autoria. Afinal de contas, o processo imputa responsabilidade apenas à pessoa jurídica, beneficiária direta da prática do ilícito, e não ao seu representante.

#### III.2. Materialidade da infração

38. Conforme consta dos autos, no pregão que data do dia 10.05.2013, a Upright Technologies realizou um total de 98 estratégias irregulares no mercado, com nítido intuito de manipular a formação de preços das ações de emissão da HRT, exercendo, por meio da inserção

---

<sup>20</sup> Doc. SEI 1003113.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

de ofertas artificiais no livro de negociação, pressão compradora e/ou vendedora sobre o ativo em questão, tendo como objetivo final executar a compra ou venda do ativo a preço mais vantajoso.

### *Exemplo 1 – Estratégia nº 19*

39. Tomo como exemplo uma das operações realizada aproximadamente às 14h48m da mencionada data. Conforme a Tabela 2, a Upright Technologies registrou duas ofertas de venda de 25.000 ações cada ao preço unitário de R\$4,04, às 14h48m53s e às 14h53m55s (“posicionamento”). Ato contínuo, passou a inserir ofertas de compra de 100 e de 1.000 ações, a preços crescentes (33 ofertas no total, as primeiras ofertas tiveram preço de R\$4,01 e as últimas de R\$4,03), entre 14h48m57s e 14h49m08s (“criação de falsa liquidez”).

40. A pressão compradora exercida pela Acusada induziu outros investidores a melhorarem ou realizarem ofertas de compra e, às 14h49m08s, ambas as ofertas realizadas inicialmente por Upright Technologies foram quase que totalmente agredidas, concretizando o negócio pretendido (“execução do negócio”). Cerca de três segundos depois, as ofertas manipuladoras foram todas canceladas.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

**Tabela 2 – Ordens e negócios realizados por Upright Technologies em 10.05.2013, aproximadamente às 14h18m, em relação ao ativo H RTP3 (Estratégia nº 19)**

Ocorrência	Compra/Venda	Hora do		Preço (R\$)	Quantidade	----- Venda -----		----- Compra -----		Benefício financeiro (R\$)
		Hora	cancelamento			Participante	Cliente	Participante	Cliente	
Registro	Venda	14:48:53.881		4,04	25.000	98	48775			
Registro	Venda	14:48:55.130		4,04	25.000	98	48775			
Registro	Compra	14:48:57.001	14:49:12.177	4,01	1.000			98	48775	
Registro	Compra	14:48:57.186	14:49:12.181	4,01	1.000			98	48775	
Registro	Compra	14:48:57.568	14:49:12.184	4,01	1.000			98	48775	
Registro	Compra	14:48:57.840	14:49:12.187	4,01	1.000			98	48775	
Registro	Compra	14:48:58.087	14:49:12.203	4,01	1.000			98	48775	
Registro	Compra	14:48:58.321	14:49:12.206	4,01	1.000			98	48775	
Registro	Compra	14:48:58.577	14:49:12.209	4,01	1.000			98	48775	
Registro	Compra	14:48:58.787	14:49:12.212	4,01	1.000			98	48775	
Registro	Compra	14:48:58.982	14:49:12.222	4,01	1.000			98	48775	
Registro	Compra	14:48:59.160	14:49:12.240	4,01	1.000			98	48775	
Registro	Compra	14:48:59.311	14:49:12.243	4,01	1.000			98	48775	
Registro	Compra	14:48:59.719	14:49:12.246	4,01	100			98	48775	
Registro	Compra	14:48:59.912	14:49:11.350	4,02	100			98	48775	
Registro	Compra	14:49:00.224	14:49:11.353	4,02	100			98	48775	
Registro	Compra	14:49:00.432	14:49:11.356	4,02	100			98	48775	
Registro	Compra	14:49:00.632	14:49:11.359	4,02	100			98	48775	
Registro	Compra	14:49:00.840	14:49:11.374	4,02	100			98	48775	
Registro	Compra	14:49:01.055	14:49:11.377	4,02	1.000			98	48775	
Registro	Compra	14:49:01.247	14:49:11.380	4,02	1.000			98	48775	
Registro	Compra	14:49:01.422	14:49:11.384	4,02	1.000			98	48775	
Registro	Compra	14:49:01.606	14:49:11.396	4,02	1.000			98	48775	
Registro	Compra	14:49:01.782	14:49:11.413	4,02	1.000			98	48775	
Registro	Compra	14:49:01.967	14:49:11.416	4,02	1.000			98	48775	
Registro	Compra	14:49:02.159	14:49:11.419	4,02	100			98	48775	
Registro	Compra	14:49:02.345	14:49:11.422	4,02	100			98	48775	
Registro	Compra	14:49:06.267	14:49:11.425	4,02	100			98	48775	
Registro	Compra	14:49:06.282	14:49:11.428	4,02	100			98	48775	
Registro	Compra	14:49:06.791	14:49:11.446	4,02	1.000			98	48775	
Registro	Compra	14:49:06.999	14:49:11.450	4,02	1.000			98	48775	
Registro	Compra	14:49:07.206	14:49:11.452	4,02	1.000			98	48775	
Registro	Compra	14:49:07.920	14:49:10.648	4,03	1.000			98	48775	
Registro	Compra	14:49:08.103	14:49:10.651	4,03	1.000			98	48775	
Registro	Compra	14:49:08.323	14:49:10.654	4,03	1.000			98	48775	
Negócio	Venda	14:49:08.349		4,04	25.000	98	48775	8	-	750,00
Negócio	Venda	14:49:08.349		4,04	18.300	98	48775	8	-	549,00
Negócio	Venda	14:49:08.494		4,04	6.600	98	48775	8	-	198,00

Fonte: Doc. SEI nº 0533364, p. 22.

41. Nesse caso específico, o benefício auferido pelo Acusada foi de R\$1.497,00 (mil quatrocentos e noventa e sete reais), pois ela logrou vender 49.900 ações ao preço de R\$4,04, três centavos mais caro que o preço da melhor oferta de compra disponível antes da utilização da estratégia ilícita.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

42. Em outras palavras, a real intenção da Acusada era vender os mencionados ativos acima do preço então disponível (R\$4,01) e, para isso, a Acusada realizou duas ofertas de venda ao preço de R\$4,04. Após esse ato, foram realizadas diversas ofertas de compra, cujo exclusivo intuito era o de induzir terceiros a inserirem ou modificarem suas ofertas de compra, viabilizando a venda a preço maior.

43. Outro indício robusto da manipulação foi a discrepância entre o tamanho a quantidade das ofertas realizadas pela Acusada. Se de um lado, foram realizadas duas ofertas de venda de 25.000 ações cada, do outro, a Acusada inseriu 33 ofertas de compra manipuladoras entre 100 e 1.000 ações cada, rapidamente canceladas após a execução das duas primeiras.

### ***Exemplo 2 – Estratégia nº 44***

44. Outro exemplo que ilustra a estratégia ilícita utilizada por Upright Technologies ocorreu aproximadamente às 15h13m (Estratégia nº 44).

45. Diferentemente do exemplo anterior, dessa vez a Acusada tinha a intenção de comprar ações a preço mais baixo que o então disponível.

46. Conforme a Tabela 3, a Upright Technologies registrou três ofertas de compra de 25.000 ações cada ao preço unitário de R\$4,07, às 15h13m45s e às 15h13m46s (“posicionamento”). Ato contínuo, passou a inserir ofertas de venda de 900 e de 1.000 ações, a preços decrescentes (33 ofertas no total, as primeiras ofertas tiveram preço de R\$4,10 e as últimas de R\$4,08), entre 15h13m47s e 15h13m57s (“criação de falsa liquidez”).

47. A pressão vendedora exercida pela Acusada induziu outros investidores a melhorarem ou realizarem ofertas de compra e, às 15h13m57s, as três ofertas realizadas inicialmente por Upright Technologies foram totalmente agredidas, concretizando o negócio pretendido (“execução do negócio”). Cerca de dois segundos depois, as ofertas manipuladoras foram todas canceladas.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

**Tabela 3 – Ordens e negócios realizados por Upright Technologies em 10.05.2013, aproximadamente às 15h13m, em relação ao ativo H RTP3 (Estratégia nº 44)**

Ocorrência	Compra/Venda	Hora do		Preço (R\$)	Quantidade	----- Venda -----		----- Compra -----		Benefício financeiro (R\$)
		cancelamento	Hora			Participante	Cliente	Participante	Cliente	
Registro	Compra	15:13:45.644		4,07	25.000			98	48775	
Registro	Compra	15:13:45.908		4,07	25.000			98	48775	
Registro	Compra	15:13:46.419		4,07	25.000			98	48775	
Registro	Venda	15:13:47.499	15:14:00.695	4,10	1.000	98	48775			
Registro	Venda	15:13:47.683	15:14:00.698	4,10	1.000	98	48775			
Registro	Venda	15:13:47.901	15:14:00.701	4,10	1.000	98	48775			
Registro	Venda	15:13:48.121	15:14:00.704	4,10	1.000	98	48775			
Registro	Venda	15:13:48.329	15:14:00.707	4,10	1.000	98	48775			
Registro	Venda	15:13:48.532	15:14:00.710	4,10	1.000	98	48775			
Registro	Venda	15:13:48.698	15:14:00.713	4,10	1.000	98	48775			
Registro	Venda	15:13:49.564	15:14:00.083	4,09	900	98	48775			
Registro	Venda	15:13:49.808	15:14:00.086	4,09	1.000	98	48775			
Registro	Venda	15:13:50.160	15:14:00.089	4,09	1.000	98	48775			
Registro	Venda	15:13:50.417	15:14:00.092	4,09	1.000	98	48775			
Registro	Venda	15:13:50.683	15:14:00.117	4,09	1.000	98	48775			
Registro	Venda	15:13:50.914	15:14:00.119	4,09	1.000	98	48775			
Registro	Venda	15:13:51.141	15:14:00.121	4,09	1.000	98	48775			
Registro	Venda	15:13:51.350	15:14:00.124	4,09	1.000	98	48775			
Registro	Venda	15:13:51.540	15:14:00.126	4,09	1.000	98	48775			
Registro	Venda	15:13:51.728	15:14:00.129	4,09	1.000	98	48775			
Registro	Venda	15:13:51.913	15:14:00.131	4,09	1.000	98	48775			
Registro	Venda	15:13:54.576	15:13:59.169	4,08	1.000	98	48775			
Registro	Venda	15:13:54.792	15:13:59.172	4,08	1.000	98	48775			
Registro	Venda	15:13:55.001	15:13:59.174	4,08	1.000	98	48775			
Registro	Venda	15:13:55.219	15:13:59.177	4,08	1.000	98	48775			
Registro	Venda	15:13:55.416	15:13:59.179	4,08	1.000	98	48775			
Registro	Venda	15:13:55.634	15:13:59.182	4,08	1.000	98	48775			
Registro	Venda	15:13:55.833	15:13:59.184	4,08	1.000	98	48775			
Registro	Venda	15:13:56.027	15:13:59.187	4,08	1.000	98	48775			
Registro	Venda	15:13:56.242	15:13:59.201	4,08	1.000	98	48775			
Registro	Venda	15:13:56.463	15:13:59.203	4,08	1.000	98	48775			
Registro	Venda	15:13:56.676	15:13:59.206	4,08	1.000	98	48775			
Registro	Venda	15:13:56.841	15:13:59.209	4,08	1.000	98	48775			
Registro	Venda	15:13:57.041	15:13:59.212	4,08	1.000	98	48775			
Registro	Venda	15:13:57.250	15:13:59.214	4,08	1.000	98	48775			
Registro	Venda	15:13:57.450	15:13:59.241	4,08	1.000	98	48775			
Negócio	Compra	15:13:57.525		4,07	25.000	8	-	98	48775	750,00
Negócio	Compra	15:13:57.525		4,07	25.000	8	-	98	48775	750,00
Negócio	Compra	15:13:57.525		4,07	23.000	8	-	98	48775	690,00
Negócio	Compra	15:13:57.527		4,07	2.000	8	-	98	48775	60,00

Fonte: Doc. SEI nº 0533364, p. 40.

48. Nesse caso específico, o benefício auferido pelo Acusada foi de R\$2.250,00 (dois mil duzentos e cinquenta reais), pois ela logrou comprar 75.000 ações ao preço de R\$4,07, três centavos mais barato que o preço da melhor oferta de venda disponível antes da utilização da estratégia ilícita.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

49. Assim como no exemplo anterior, resta claro que a real intenção da Acusada era comprar a preços mais vantajosos que os disponíveis e, para isso, a Acusada realizou três ofertas de compra ao preço de R\$4,07. Após esse ato, foram realizadas diversas ofertas de venda, cujo exclusivo intuito era o de induzir terceiros a inserirem ou modificarem suas ofertas de venda. Também está presente, como indício adicional, a discrepância entre o tamanho a quantidade das ofertas realizadas pela Acusada. Se de um lado, foram realizadas três ofertas de compra de 25.000 ações cada, do outro, a Acusada inseriu 33 ofertas de venda manipuladoras de 1.000 ações cada, rapidamente canceladas após a execução das duas primeiras.
50. No mesmo dia 10.05.2013, além dos casos exemplificados, a estratégia irregular foi repetida em outras 96 (noventa e seis) oportunidades em relação ao mesmo ativo.
51. Os exemplos acima buscam apenas ilustrar a prática reiterada e intencional da Acusada no decorrer daquele dia envolvendo as ações da HRT3. Além disso, demonstram também que os critérios utilizados pela BSM e pela SPS se mostraram, no presente caso, coerentes e razoáveis para determinar que a reiterada inserção de ofertas sem a intenção de executá-las constitui, no caso concreto, o artifício característico da prática de *layering*.
52. Assim, entendo que a Acusada realizou ofertas sem nenhuma intenção de executá-las, utilizando-as apenas como mecanismo para exercer pressão sobre o processo de formação de preços das ações emitidas por HRT, com o objetivo de induzir os outros participantes a realizarem ou modificarem suas ofertas. 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 manipulado.
53. 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”.
54. A utilização de processo ou artifício previsto na norma restou caracterizada pela primeira etapa de implementação da estratégia irregular, que consistiu na inserção de diversas 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.
55. Por fim, passo a analisar detidamente os demais argumentos de defesa.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

56. A Acusada alega que não há tipificação para a conduta praticada, sendo a tipicidade “condição essencial para a configuração do ilícito na esfera administrativa”, e afirma que o conceito do que seja manipulação é controverso, bem como o próprio enquadramento das práticas de *layering* e *spoofing* neste conceito. De maneira semelhante, afirma que agiu com desconhecimento da ilicitude da conduta.

57. 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. Embora a conduta objeto da acusação tenha sido consumada em período anterior ao julgamento do primeiro processo que tratou do tema, i.e., não havia orientação da CVM expressa e específica à época dos fatos, os atos da Acusada preenchem todos os tipos do ilícito administrativo, há décadas previstos na regulamentação. Ou seja, em suma, trata-se apenas de nova modalidade de prática de um ilícito administrativo que já possuía previsão normativa.

58. Conforme apontado pelo Presidente Marcelo Barbosa no Precedente de *layering*, a mencionada Instrução adotou tipos abertos que “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’)”.

59. A tentativa de induzir investidores a erro por meio da colocação de ofertas artificiais no livro é uma prática conhecida de longa data, até mesmo na época do pregão viva-voz, razão pela qual, à época, exigia-se que uma oferta de quantidade expressiva fosse anotada em um quadro à parte e permanecesse vigente por certo período. Nos mercados eletronicados, tal exigência regulatória é conhecida em outros ordenamentos como *minimum resting time*<sup>21</sup>: requisito de tempo mínimo de permanência de uma oferta no livro antes que possa ser alterada ou cancelada.

---

<sup>21</sup> “The impetus for imposing a minimum is that markets now feature a large number of fleeting orders that are cancelled very soon after submission. This increases the costs of monitoring the market for all participants, and reduces the predictability of a trade’s execution quality since the quotes displayed may have been cancelled by the time the market order hits the resting orders. The nature of high frequency trading across markets, as well as the wide-spread usage of hidden orders on exchanges, are responsible for some of this fleeting order behaviour. However, frequent cancelling of quotes may also result from abusive strategies including spoofing, layering, and quote stuffing which can undermine market quality or, at the least, create a bad public perception. As a result, minimum resting times have been suggested whereby a limit order submitted cannot be cancelled within a given span of time. This measure can take a multitude of forms, such as a uniform 500 milli-seconds across all assets and securities, or a delay that depends on the security and/or general market conditions. It would also be possible to prescribe different minimum resting times on limit orders to buy or to sell, or that adjust to reflect volatility or other



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

61. Outro argumento da Acusada é de que caberia à bolsa de valores ter adotado procedimento especial no caso de suas ordens serem consideradas fora dos parâmetros de preço ou volume, utilizando assim seu poder de fiscalização e determinando a suspensão do pregão para leilão.

62. A B3 realmente pode determinar a suspensão do pregão por um período determinado de tempo em caso de oscilação brusca no preço de ativo (leilão). No entanto, essa medida tem como finalidade melhorar a formação de preço, dando aos agentes do mercado tempo suficiente para analisar informações e tomar decisões refletidas, e é exercida quando as variações atípicas atingem indicadores objetivos e pré-determinados pela própria bolsa. Assim, o fato de a bolsa não ter determinado a suspensão das negociações do ativo não guardando relação direta com a ocorrência ou não de manipulação de preços durante o pregão.

63. Além disso, o argumento dá a entender que a bolsa de valores teria o dever de repelir práticas manipuladoras em tempo real, chegando-se à conclusão absurda de que se isso não ocorresse, a conduta irregular não caracterizaria infração administrativa. A esse respeito, vale dizer que o próprio *modus operandi* utilizado pela Acusada torna muito difícil sua detecção em tempo real, cabendo à CVM e à própria bolsa de valores analisar *a posteriori* os fatos em busca das provas da mencionada infração administrativa, como de fato ocorreu. Na mesma linha, o fato de a BSM não ter penalizado a corretora por meio da qual a Upright operou também me parece irrelevante para fins de apuração de culpa da acusada.

64. A Acusada alega também que o preço de abertura do ativo no dia em questão foi de R\$4,13 e a última operação que realizou foi às 16h16m ao preço de R\$4,36, sendo que o preço de fechamento foi de R\$4,60, o que confirmaria a tendência de alta do preço das ações de emissão da HRT iniciada em fevereiro daquele ano.

---

market conditions.”. Cf. UNITED KINGDOM. The Government Office for Science. *Foresight: the future of computer trading in financial markets*. Final Project Report. London, 2012, p. 111. Disponível em: <https://www.gov.uk/government/publications/future-of-computer-trading-in-financial-markets-an-international-perspective>. Acesso em 13.02.2020.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

65. O argumento é impertinente, porque a tendência de alta (ou de baixa) na cotação de determinado ativo não impede que sejam utilizadas estratégias de manipulação de curtíssimo prazo (segundos ou minutos), que foi justamente o que ocorreu neste caso. Nesse sentido, vejo como impertinente também o argumento de que o comportamento atípico do ativo foi causado, supostamente, por vazamento e utilização privilegiada (*insider trading*). Assim como a tendência legítima de alta não ilide a possibilidade da realização de operações de manipulação, a oscilação atípica de preço em decorrência do uso de informação privilegiada, não impede que, em período concomitante, sejam praticadas outras modalidades de manipulação de mercado como *layering* e *spoofing* por terceiros<sup>22</sup>.

#### IV. DOSIMETRIA

66. Antes de passar à fixação da penalidade, cabe analisar a impugnação feita pela defesa a respeito do *quantum* indevidamente obtido. Segundo a Acusação, a vantagem ilícita seria de R\$113.862,00, ao passo que a Acusada afirma que teve lucro líquido de R\$73.171,15 no dia 10.05.2013 e prejuízo de R\$31.306,94 no pregão seguinte, o que resultaria em lucro líquido de R\$41.864,21.

67. Inicialmente, cabe pontuar que a Acusação fundamentou sua conclusão na descrição detalhada de cada uma das 98 ocorrências da prática ilícita realizadas pela Acusada<sup>23</sup>.

68. Por sua vez, Upright Technologies se utiliza de documentos impertinentes para a impugnação. Primeiramente, as operações realizadas no pregão seguinte ao do dia 10.05.2013 não guardam relação com o presente processo, devendo ser desconsideradas. Além disso, o extrato trazido pela defesa aponta suposto lucro líquido de R\$73.171,15 em 10.05.2013, mas não discrimina a quais negócios ele se refere, i.e., o documento considera de forma consolidada os negócios realizados com o ativo H RTP3 que não foram apontados pela Acusação como ilegítimos, bem como com todos os demais ativos negociados pela Acusada na mesma data.

69. Assim, rejeito a impugnação realizada pela defesa.

70. Quanto à dosimetria levo em consideração, como circunstância atuante, os bons antecedentes da Acusada.

---

<sup>22</sup> Sobre as relações entre a manipulação de preço e *insider trading*, inclusive no tocante à coexistência dos dois ilícitos, reporto-me ao voto que proferi no PAS CVM nº RJ2016/2348, j. em 08.10.2018, de minha relatoria.

<sup>23</sup> Doc. nº 0533364 e item 97 da peça acusatória (Doc. SEI nº 0547606).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

71. Nesses termos, voto pela condenação da Acusada à penalidade de multa pecuniária na importância de uma vez e meia<sup>24</sup> o valor da vantagem econômica obtida mediante o descumprimento ao inciso II, letra “b”, da Instrução CVM nº 08/1979 e vedado pelo inciso I desta mesma Instrução. O valor da vantagem indevida mencionada deverá ser atualizado pelo IPCA desde a data da ocorrência das operações irregulares, ou seja, 10.05.2013.

72. A vantagem ilícita obtida totalizou R\$113.862,00 (cento e treze mil, seiscentos e sessenta e dois reais) em valores da época e, atualizados correspondem a R\$164.410,40 (cento e sessenta e quatro mil e quatrocentos e dez reais e quarenta centavos)<sup>25</sup>.

73. Ante o exposto, voto pela condenação de Upright Technologies à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$246.615,60 (duzentos e quarenta e seis mil e seiscentos e quinze reais e sessenta centavos).

É como voto.

Rio de Janeiro, 02 de junho de 2020.

**Gustavo Machado Gonzalez**

Diretor Relator

---

<sup>24</sup> 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.

<sup>25</sup> Cf. Anexo II.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

#### *IOSCO*

De acordo com a IOSCO<sup>26</sup>:

“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).”

---

<sup>26</sup> INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS - IOSCO. *Regulatory Issues Raised by the Impact of Technological Changes on Market Integrity and Efficiency*. Final Release. Madrid, 2011, p. 30, nota 49. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD361.pdf>. Acesso em 13.02.2020.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

### **FINRA**

A *Financial Industry Regulatory Authority* (FINRA), entidade autorreguladora do mercado norte-americano, descreve em sua Rule 5210 as proibições de *disruptive quoting and trading activities*<sup>27</sup>:

“(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:

---

<sup>27</sup> FINRA. *Rule 5210. Publication of Transactions and Quotations*. Disponível em: <https://www.finra.org/rules-guidance/rulebooks/finra-rules/5210>. Acesso em 13.02.2020.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

“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 prática<sup>28</sup>:

---

<sup>28</sup> EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY. *ESMA’s technical advice on possible delegated acts concerning the Market Abuse Regulation*. Final Report. Paris, Feb, 3 2015, p. 20-21. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/document/esma%E2%80%99s-technical-advice-possible-delegated-acts-concerning-market-abuse-regulation>. Acesso em 10.02.2020.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

“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).]”

### ANEXO II – ATUALIZAÇÃO DOS VALORES REFERENTES À VANTAGEM ECONÔMICA

<b>Período</b>	<b>Benefício Auferido</b>	<b>Data da última operação irregular</b>	<b>Período para atualização</b>	<b>Índice de correção</b>	<b>Valor da vantagem indevida atualizado</b>	<b>Valor da Multa</b>
10.05.2013	R\$113.862,00	10.05.2013	mai/2013 a abr/2020	IPCA	R\$164.410,40	R\$246.615,60

### ANEXO III – DURAÇÃO DOS CICLOS DAS ESTRATÉGIAS DE UPRIGHT

<b>Média</b>	00:41,7
<b>Desvio-Padrão</b>	01:06,9
<b>1o quartil</b>	00:16,4
<b>2o quartil</b>	00:24,6
<b>3o quartil</b>	00:44,1

<b>Nº</b>	<b>Primeira inserção</b>	<b>Último cancelamento</b>	<b>Duração (ms)</b>
1	14:25:18,520	14:26:04,732	00:00:46,212
2	14:26:09,696	14:26:47,635	00:00:37,939
3	14:28:56,985	14:30:18,044	00:01:21,059
4	14:28:56,985	14:30:19,037	00:01:22,052
5	14:34:05,371	14:34:53,046	00:00:47,675
6	14:34:08,305	14:34:53,049	00:00:44,744
7	14:36:45,669	14:37:18,869	00:00:33,200
8	14:36:52,687	14:37:18,869	00:00:26,182
9	14:37:22,934	14:38:04,812	00:00:41,878



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

10	14:38:10,485	14:38:19,810	00:00:09,325
11	14:39:59,137	14:40:29,112	00:00:29,975
12	14:40:34,181	14:41:03,068	00:00:28,887
13	14:40:34,181	14:41:03,068	00:00:28,887
14	14:41:17,652	14:42:41,913	00:01:24,261
15	14:41:37,761	14:42:41,913	00:01:04,152
16	14:41:37,761	14:42:41,913	00:01:04,152
17	14:43:00,506	14:43:30,347	00:00:29,841
18	14:46:14,284	14:46:48,360	00:00:34,076
19	14:46:26,209	14:46:47,107	00:00:20,898
20	14:48:57,001	14:49:12,246	00:00:15,245
21	14:51:14,964	14:51:40,364	00:00:25,400
22	14:51:16,950	14:51:40,364	00:00:23,414
23	14:51:16,950	14:51:40,364	00:00:23,414
24	14:51:45,660	14:52:03,838	00:00:18,178
25	14:52:08,812	14:52:18,144	00:00:09,332
26	14:52:59,042	14:53:10,894	00:00:11,852
27	14:59:26,874	14:59:41,185	00:00:14,311
28	15:00:17,169	15:00:28,309	00:00:11,140
29	15:00:51,841	15:01:08,160	00:00:16,319
30	15:01:52,640	15:02:23,399	00:00:30,759
31	15:01:52,640	15:02:23,441	00:00:30,801
32	15:03:17,051	15:03:39,405	00:00:22,354
33	15:03:18,189	15:03:39,405	00:00:21,216
34	15:03:18,189	15:03:39,405	00:00:21,216
35	15:04:04,975	15:04:14,144	00:00:09,169
36	15:04:48,094	15:05:13,130	00:00:25,036
37	15:05:53,357	15:06:27,093	00:00:33,736
38	15:05:54,725	15:06:27,093	00:00:32,368
39	15:05:54,725	15:06:27,101	00:00:32,376
40	15:06:22,083	15:12:58,960	00:06:36,877
41	15:06:22,083	15:12:58,960	00:06:36,877
42	15:06:22,083	15:12:58,960	00:06:36,877
43	15:11:30,404	15:11:37,082	00:00:06,678
44	15:11:54,401	15:12:26,569	00:00:32,168
45	15:13:45,644	15:14:00,713	00:00:15,069
46	15:14:17,539	15:14:27,146	00:00:09,607
47	15:15:01,153	15:15:18,781	00:00:17,628
48	15:15:01,153	15:15:18,781	00:00:17,628
49	15:15:22,937	15:15:39,484	00:00:16,547
50	15:15:24,095	15:15:39,484	00:00:15,389
51	15:15:59,369	15:17:47,824	00:01:48,455
52	15:18:13,950	15:18:23,567	00:00:09,617
53	15:18:13,950	15:18:23,567	00:00:09,617
54	15:18:43,447	15:19:17,226	00:00:33,779
55	15:18:43,447	15:19:17,226	00:00:33,779
56	15:19:05,567	15:20:53,152	00:01:47,585
57	15:21:00,299	15:21:18,470	00:00:18,171



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

58	15:20:50,277	15:21:18,486	00:00:28,209
59	15:20:50,277	15:21:42,213	00:00:51,936
60	15:20:50,277	15:21:42,216	00:00:51,939
61	15:21:44,492	15:22:02,806	00:00:18,314
62	15:21:44,492	15:22:02,809	00:00:18,317
63	15:22:07,012	15:22:25,807	00:00:18,795
64	15:22:07,561	15:22:25,807	00:00:18,246
65	15:22:27,257	15:23:16,773	00:00:49,516
66	15:23:38,250	15:23:44,737	00:00:06,487
67	15:23:38,250	15:23:44,745	00:00:06,495
68	15:27:17,301	15:27:41,203	00:00:23,902
69	15:27:41,626	15:28:05,813	00:00:24,187
70	15:28:13,727	15:28:26,926	00:00:13,199
71	15:28:13,727	15:28:26,926	00:00:13,199
72	15:28:29,277	15:28:46,745	00:00:17,468
73	15:28:45,397	15:29:15,763	00:00:30,366
74	15:28:45,397	15:29:15,763	00:00:30,366
75	15:29:17,819	15:29:36,569	00:00:18,750
76	15:29:59,325	15:30:45,332	00:00:46,007
77	15:29:59,325	15:30:45,332	00:00:46,007
78	15:29:59,325	15:30:44,534	00:00:45,209
79	15:29:59,325	15:30:45,332	00:00:46,007
80	15:32:22,683	15:33:19,356	00:00:56,673
81	15:35:02,062	15:35:14,445	00:00:12,383
82	15:36:10,972	15:36:31,664	00:00:20,692
83	15:36:35,794	15:37:18,002	00:00:42,208
84	15:37:29,731	15:37:39,179	00:00:09,448
85	15:37:29,731	15:37:39,293	00:00:09,562
86	15:37:54,683	15:38:12,935	00:00:18,252
87	15:38:15,789	15:38:32,732	00:00:16,943
88	15:38:15,789	15:38:32,732	00:00:16,943
89	15:38:44,449	15:38:55,540	00:00:11,091
90	15:38:58,361	15:39:12,667	00:00:14,306
91	15:40:10,264	15:40:26,248	00:00:15,984
92	15:43:20,542	15:44:24,148	00:01:03,606
93	15:43:20,542	15:44:24,148	00:01:03,606
94	15:43:20,542	15:44:24,148	00:01:03,606
95	15:43:20,542	15:44:24,148	00:01:03,606
96	15:58:50,955	15:59:14,690	00:00:23,735
97	16:11:28,403	16:11:59,177	00:00:30,774
98	16:16:41,366	16:16:43,995	00:00:02,629