



## 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 19957.004091/2019-08

Reg. Col. nº 1851/2020

**Acusado:** Eduardo Nassutti Andriotti

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

**Diretor Relator:** Gustavo Machado Gonzalez

### RELATÓRIO

#### I. INTRODUÇÃO

1. Este Processo Administrativo Sancionador (“PAS”) foi instaurado pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (“SMI” ou “Acusação”) para apurar eventual responsabilidade de Eduardo Nassutti Andriotti (“Eduardo Andriotti” ou “Acusado”).

2. Eduardo Andriotti teria manipulado preços de diversos ativos no mercado de valores mobiliários por meio da colocação de ofertas artificiais no livro de negociação, entre 08.01.2013 e 22.03.2018, caracterizando a infração administrativa definida no item II, letra “b”, da Instrução CVM nº 08/1979 e vedada pelo item I daquela mesma Instrução<sup>1</sup>.

3. O processo teve origem em comunicado enviado pela BM&FBovespa Supervisão de Mercados (“BSM”) acerca de indícios de irregularidades em operações realizadas pelo Acusado, com a utilização da prática de *layering*, identificadas no âmbito do Processo Administrativo Ordinário nº 24/2016, onde foram apuradas falhas de intermediário na supervisão de operações, permitindo que clientes utilizassem ofertas artificiais com a finalidade de alterar a regular formação de preços de ativo negociado em bolsa.

---

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



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

4. Após realizar diligências adicionais, a SMI ofereceu termo de acusação em face de Eduardo Andriotti<sup>2</sup>.

### II. ACUSAÇÃO

5. A SMI afirma que Eduardo Andriotti realizou prática internacionalmente conhecida como *layering*, caracterizada pela inserção de ofertas manipuladoras de compra ou de venda de ações que formavam camadas de ofertas e alterar o *spread* do livro, com o intuito de influenciar outros investidores a incluir ou melhorar as respectivas ofertas para, assim, executar uma ou mais ofertas-alvo presentes no lado oposto do livro. Após a realização dos negócios, as camadas de ofertas eram canceladas em curto intervalo de tempo.

6. Eduardo Andriotti realizou operações por meio de diferentes intermediários no período analisado em que foi identificada a suposta manipulação do preço de diversos ativos. A Acusação enumerou 10.767 estratégias supostamente irregulares, as quais geraram benefício de R\$771.338,24, conforme a Tabela 1. O cálculo do benefício financeiro tomou como base a diferença de preço entre a melhor oferta antes da atuação do Acusado e o preço do negócio-alvo realizado em razão da suposta manipulação, multiplicada pela quantidade negociada.

**Tabela 1. Estratégias utilizadas pelo Acusado e supostos benefícios auferidos**

Participante de Negociação	Estratégias	Período da Prática	Benefício auferido (R\$)
Corretora A	151	08.01.2013 a 26.03.2013	9.621,00
Corretora B	2.184	05.04.2013 a 12.03.2014	139.107,13
Corretora C	4.536	18.03.2014 a 27.11.2015	289.519,92
Corretora D	3.758	02.12.2015 a 02.02.2017	303.300,00
Corretora E	11	08.03.2017 a 25.04.2017	1.699,00
Corretora F	24	14.06.2017 a 22.03.2018	7.637,19
Corretora G	103	01.09.2017 a 12.01.2018	20.454,00
<b>Total</b>	<b>10.767</b>	<b>08.01.2013 a 22.03.2018</b>	<b>771.338,24</b>

Fonte: B3.

7. As ofertas supostamente manipuladoras inseridas por Eduardo Andriotti foram identificadas a partir do seguinte ciclo:

<sup>2</sup> Doc. SEI nº 0723264.



## 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:** o investidor insere ofertas artificiais do lado oposto ao do posicionamento, que formam camadas de ofertas sem propósito de fechar negócio e alteram o *spread* do livro de ofertas, com intenção de atrair investidores para incluir ou melhorar suas ofertas.
- b) **Posicionamento:** o investidor registra oferta de compra ou de venda que deseja executar em um lado do livro, antes ou após a criação de falsa liquidez.
- c) **Execução do negócio:** a oferta pretendida de compra ou de venda do investidor é executada contra a oferta de terceiro que foi inserida ou alterada à vista da falsa liquidez criada com as ofertas artificiais do investidor.
- d) **Cancelamento:** após a realização dos negócios, as ofertas artificiais são canceladas.
8. Narra a Acusação que todas as 10.767 estratégias<sup>3</sup> foram identificadas segundo os seguintes critérios: **(i)** inserção de, no mínimo, 4 ofertas manipuladoras no intervalo de 10 minutos com propósito de influenciar investidores; **(ii)** posicionamento do lado oposto das ofertas artificiais; **(iii)** execução do negócio-alvo; e **(iv)** cancelamento ou alteração para preços piores das ofertas manipuladoras após o negócio. Também foram considerados como prática de *layering* os casos em que o ato **(ii)** foi realizado antes do ato **(i)**.
9. Em esclarecimentos prestados à SMI acerca das operações, Eduardo Andriotti afirmou que<sup>4</sup>:
- a) Era profissional liberal e investidor, atuando como *day trader*, definindo suas estratégias no dia a dia, utilizando sites de notícias e gráficos e tendências, nunca com a intenção de manipular o mercado, sempre respeitando o limite operacional definido pela corretora;
- b) Sua atuação foi dificultada pela presença de investidores que se utilizam de estratégias automatizadas que são muito mais rápidas, em milésimos de segundos, em face dos quais encontrava-se em desvantagem;
- c) A sua atuação respeita as normas vigentes, sendo natural a inserção de várias ordens de compra ou venda, na intenção de estar em primeiro no livro de ofertas para executar as

<sup>3</sup> A lista de estratégias encontra-se no doc. SEI nº 0723243.

<sup>4</sup> Docs. SEI nº 0723240 e 0723242.



## 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)

ordens inseridas, bem como o cancelamento ou alteração de ordens, decorrente de tomada rápida de decisão;

- d) Ao solicitar esclarecimentos, a CVM apenas forneceu afirmações genéricas, sem indicar os ativos negociados, preços, quantidades, datas e horários e o período em questão era demasiado longo.

### III. DEFESA

10. Após ser regularmente intimado, o Acusado apresentou defesa tempestiva<sup>5</sup>.

#### III.1. Preliminar

11. Em sede preliminar, Eduardo Andriotti alega: **(i)** prescrição da pretensão punitiva com respeito aos negócios realizados há mais de 5 (cinco) anos; e **(ii)** cerceamento de defesa e violação ao contraditório.

#### *Prescrição*

12. Para o Acusado, deve ser reconhecida a prescrição da pretensão punitiva da CVM conforme o disposto na Lei nº 9.494/1997, para negócios apontados como irregulares que ocorreram há mais de cinco anos da data em que teve ciência do Termo de Acusação, qual seja, 02.04.2018. Logo, todos os negócios realizados por Eduardo Andriotti anteriores a 02.04.2013 não poderiam ser objeto de questionamento.

#### *Cerceamento de defesa e violação ao contraditório*

13. De acordo com o Acusado, houve cerceamento de defesa em razão da falta de apresentação do livro completo de negociações, resultando em uma acusação baseada em uma visão unilateral da SMI, sem o devido contraditório, baseada em extratos parciais das operações realizadas, sem descrever um panorama integral dos negócios de cada ativo durante o pregão, a fim de determinar se houve, de fato, manipulação de preços.

14. Eduardo Andriotti prossegue alegando que não haveria meios de verificar se foram publicadas notícias, fatos relevantes, boatos ou eventos diversos que poderiam ter atuado como

---

<sup>5</sup> Doc. SEI nº 0824739.



## 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)

eventos externos ao mercado, que pudessem alterar as cotações dos valores mobiliários afetados pelas ofertas supostamente manipuladoras.

15. Adicionalmente, o Acusado afirma que não seria possível verificar quais negócios foram realizados antes ou após sua atuação, sugerindo que outros investidores poderiam ter obtido os mesmos resultados, aproveitando condições similares às que teriam beneficiado Eduardo Andriotti.

16. Desse modo, consoante as razões de defesa, a SMI teria “pinçado” negócios do Acusado, prejudicando o contraditório, o qual só seria possível se fossem disponibilizados “todos os livros de negociação diários” relativos a cada uma das estratégias indicadas pela Acusação, desde a abertura até o fechamento do pregão.

### III.2. Mérito

17. No mérito, o Acusado argumenta que: **(i)** o benefício financeiro foi calculado com método inadequado; **(ii)** os negócios apontados como irregulares seriam insignificantes em face do volume total negociado pelo Acusado, do número total de pregões no período e do número total de negócios nos ativos indicados; **(iii)** as estratégias utilizadas eram legítimas; **(iv)** não há tipificação legal da conduta de *layering*; **(v)** devem ser levadas em consideração suas “condições objetivas e subjetivas”.

#### *Inadequação do método de cálculo do benefício financeiro*

18. De acordo com o Acusado, o método utilizado pela Acusação para o cálculo de benefício financeiro obtido com os negócios seria “meramente conjectural”, assim como os seus percentuais de acerto e de cancelamento de ofertas. Ainda, não teriam sido apresentadas provas de houve efetivos ganhos e que teriam sido elencadas pela SMI apenas as operações que lhe deram lucro, sem inclusão de custos operacionais e prejuízos decorrentes de outras operações. Não seria possível, portanto, provar que o Acusado não auferiu os supostos ganhos.

#### *Irrelevância estatística dos negócios apontados irregulares*

19. O Acusado sustenta que o número de negócios questionado é estatisticamente irrelevante com base no seguinte raciocínio:

“Apenas, a título estatístico, se projetarmos que no período questionado de praticamente 5 (cinco) anos, e computando que em cada ano, o Defendente operou em apenas 200 (duzentos) dias úteis,



## 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)

se dividirmos os 10.767 negócios impugnado a cada dia neste período – 1000 (mil) dias, teríamos uma média de menos de 11 (onze) negócios questionados por dia, em um universo de mais de milhar de negócios realizados ao dia”.

20. Ainda, de acordo com o Acusado, seu volume médio de negócios por dia era de R\$150 milhões, do que o suposto benefício auferido indicado pela Acusação seria percentualmente irrelevante em face deste volume e em termos de número de negócios apontados como irregulares e o número total de operações realizadas nos ativos indicados.

### ***Legitimidade das estratégias utilizadas***

21. O Acusado afirma atuar como *day trader* desde 2008, especulando com ativos de grande liquidez, competindo com “robôs” capazes de enviar ordens de forma automatizada. Desse modo, afirma, operava de forma manual, com enorme desvantagem, não lhe restando cancelar e alterar ordens no livro para buscar os melhores preços, assumindo riscos e colocando ofertas visíveis no livro para quem desejasse agredi-las. Suas operações jamais teriam causado interrupção da negociação por violação de túnel de preços.

### ***Ausência de tipificação legal da conduta de layering***

22. De acordo com o Acusado, inexistente definição legal de *layering* como ilícito civil, penal ou administrativo, havendo apenas enunciados esparsos em processos administrativos e apresentações da BSM e da CVM. Haveria até mesmo divergência conceitual entre BSM e CVM no tocante à qualificação da prática como criação de condições artificiais de demanda, oferta e preço ou manipulação de mercado. Restaria violado, por conseguinte, o princípio da legalidade.

### ***Condições objetivas e subjetivas do defendente***

23. O Acusado sustenta que nunca teve contra si nenhum processo de ordem administrativa, cível ou penal. Ainda, ressalva que é “pessoa honesta, idônea e primário” perante o Sistema Financeiro Nacional, gozando de ótimos antecedentes, o que deve ser levado em conta na dosimetria de eventual penalidade que venha a ser aplicada.

24. Nesses termos, requer que a imputação seja julgada improcedente.



## 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)

### IV. PROPOSTA DE TERMO DE COMPROMISSO E DISTRIBUIÇÃO DO PROCESSO

25. Em 30.08.2019, Eduardo Andriotti propôs a celebração de Termo de Compromisso<sup>6</sup>, comprometendo-se a pagar à CVM o montante total de R\$100.000,00, bem como abster-se de realizar operações *daytrade* por dois anos e seis meses.

26. Em Parecer<sup>7</sup>, a Procuradoria Federal Especializada (PFE) considerou a proposta inadequada no que concerne ao valor do pagamento, em razão da existência de danos difusos, da magnitude do benefício auferido e da gravidade das infrações apontadas pela Acusação.

27. O Comitê de Termo de Compromisso, em reunião realizada em 11.02.2020<sup>8</sup>, ao analisar a proposta de Termo de Compromisso decidiu negociar as condições da proposta apresentada e notificou o Acusado, sugere o aprimoramento da proposta para a assunção de obrigação pecuniária no montante de R\$ 1.928.345,60. A sugestão não foi acolhida pelo Acusado, conforme manifestações por meio de seu representante<sup>9</sup>.

28. Em reunião realizada em 28.04.2020, o CTC decidiu sugerir ao Colegiado da CVM a rejeição da proposta de Termo de Compromisso apresentada, em 30.08.2019, considerando, em especial pelo fato de (i) a proposta original não se amoldar ao decidido anteriormente pelo Colegiado da CVM em relação a casos similares; e (ii) a referida proposta não ser suficiente para o desestímulo de práticas semelhantes.

29. Em Reunião de 07.07.2020, o Colegiado por unanimidade, acompanhando o parecer do CTC, deliberou rejeitar a proposta de Termo de Compromisso apresentada<sup>10</sup> e, na sequência, foi designado relator desse processo<sup>11</sup>.

É o Relatório.

São Paulo, 26 de outubro de 2020.

---

<sup>6</sup> Doc. SEI nº 0831354.

<sup>7</sup> Doc. SEI nº 0915418.

<sup>8</sup> Doc. SEI nº 0987773.

<sup>9</sup> Doc. SEI nº 0987777 e 0987787.

<sup>10</sup> Doc. SEI nº 0799717.

<sup>11</sup> Doc. SEI nº 1049960.



## **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)

**Gustavo Machado Gonzalez**

Diretor Relator