



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

### PARECER DO COMITÊ DE TERMO DE COMPROMISSO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2016/7192

#### PROCESSO CVM SEI NUP 19957.005977/2016-18

1. Trata-se de proposta conjunta de Termo de Compromisso apresentada por JOSÉ JOAQUIM PAIFER (doravante denominado “JJ PAIFER”) e PAIFFER MANAGEMENT LTDA. – ME (doravante denominado “PAIFFER - ME”), nos autos do Termo de Acusação instaurado pela Superintendente de Relações com o Mercado e Intermediários – SMI, nos termos do artigo 7º, §3º, da Deliberação CVM nº 390/01.

#### **DOS FATOS**

2. O escopo da acusação consiste nas operações realizadas por JJ PAIFER e PAIFFER – ME (em conjunto denominados “Investidores”), no período de 06.03.2013 a 08.07.2015, por intermédio das Corretoras Um Investimentos S.A. CTVM (doravante denominada “Um Investimentos”), Planner CV S.A. (doravante denominada “Planner”) e Octo CTVM S.A. (doravante denominada “Octo”), levadas a efeito com a adoção da prática de *spoofing*<sup>1</sup>.

3. A estratégia identificada teve como característica a colocação de ofertas de compra ou de venda de valores mobiliários seguida da inserção de ofertas com lotes expressivos no lado oposto do livro, posteriormente canceladas em curto intervalo de tempo, que revelam o objetivo de atrair contrapartes para execução de suas ofertas iniciais, por meio de simulação de pressão compradora ou vendedora nos valores mobiliários<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> *Spoofing* consiste em prática segundo a qual seu implementador busca atrair contrapartes para a execução de sua oferta pretendida (venda ou compra) mediante inserção de ofertas de lotes expressivos do mesmo ativo na ponta oposta do livro de ofertas (compra ou venda), sem intenção de executá-las. A pressão artificial exercida pela oferta do lote expressivo faz com que participantes do mercado melhorem os preços de suas ofertas, alcançando o preço pretendido pelo praticante. Com a execução do negócio pretendido, o praticante cancela a oferta do lote expressivo.

<sup>2</sup> As ofertas (i) foram no mínimo 6 vezes superiores ao tamanho médio das ofertas inseridas no livro do ativo, (ii) foram registradas entre o primeiro e o quinto nível de preço, e (iii) permaneceram no livro de ofertas do ativo por até 10 segundos, antes de serem canceladas.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

4. O objetivo era favorecer o encerramento ou a abertura de posições assumidas pelos Clientes em patamares de preço que lhe fossem convenientes. Esse favorecimento foi medido por meio da redução da diferença de preço ou pontos entre a melhor oferta de compra e a melhor oferta de venda (“*spread*”) registrada no livro de ofertas do valor mobiliário no momento da execução da estratégia.
5. O tamanho e o nível de preço das ofertas expressivas registradas por PAIFFER - ME e JJ PAIFER foram essenciais para atrair contrapartes para execução de suas ofertas iniciais constantes na ponta oposta do livro, dado que os demais participantes de negociação reagiram imediatamente à sinalização de pressão compradora ou vendedora gerada pelos Investidores (o aumento expressivo na quantidade ofertada nos primeiros níveis de preço do ativo provocaria a atuação de outros investidores no mesmo sentido de negociação, de forma a aumentar ou diminuir a cotação do preço do ativo).
6. A estratégia de *spoofing* apresentava a seguinte cronologia: 1º) posicionamento de oferta em um dos lados do livro para a execução de negócio; 2º) registro de oferta expressiva no lado oposto do livro com o propósito de exercer pressão e influenciar a decisão de operações de outros investidores; e 3º) cancelamento da oferta expressiva imediatamente após a execução de negócio mencionado no 1º item, no lado oposto do livro.

### **Da Conduta da PAIFFER – ME**

#### Negócios realizados por intermédio da Um Investimentos

7. **No período de 01.10.2013 a 08.09.2014, PAIFFER - ME realizou 463 estratégias de *spoofing* nos segmentos de negociação da BM&FBOVEPSA em operações intermediadas pela Um Investimentos. Essas estratégias geraram ao investidor lucro bruto em diferencial de *spread* de R\$179 mil no período.**
8. A título de exemplo, vale destacar estratégia de *spoofing* envolvendo negócios de compra realizados com séries de opções sobre ações emitidas pela Vale S.A. (VALEK36),



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

realizados por PAIFFER – ME, em 06.11.2013, por intermédio da Um Investimentos, na qual a PAIFFER – ME registrou oferta de compra de 50.000 opções da série VALEK36, às 10h22m48s626ms, ao preço R\$ 0,39. E, instantes depois, às 10h22m52s006ms, PAIFFER – ME registrou oferta expressiva de venda de 2.000.000 opções da série ao preço de R\$ 0,40. Essa pressão vendedora de PAIFFER – ME fez com que um participante registrasse sucessivas ofertas de venda favorecendo a execução da oferta de compra de 50.000 opções de PAIFFER – ME.

9. Após a execução da oferta de compra de 50.000 opções da série VALEK36, PAIFFER – ME cancelou a oferta de venda de 2.000.000 opções às 10h22m54s556ms, uma vez que já havia sido viabilizada a execução da operação de compra, tendo gerado um benefício financeiro<sup>3</sup> de R\$ 500,00.

### Negócios realizados por intermédio da Planner

10. A aplicação da estratégia de *spoofing* foi identificada em 100 pregões, no período de 01.08.2014 a 31.03.2015, 60% do período em análise, nos segmentos de negociação BM&F e BOVESPA, e geraram ao investidor o benefício financeiro em diferencial de *spread*<sup>4</sup> de R\$ 682,5 mil.

11. No Segmento de Negociação BM&F foram identificadas estratégias de *spoofing* em operações realizadas por PAIFFER – ME envolvendo Contratos Futuros de Ibovespa e Contratos Futuros de Taxa de Câmbio de Reais por Dólar Comercial, onde foi identificado o registro de ofertas com lotes expressivos por PAIFFER – ME no lado oposto ao que o cliente executou operações que apresentaram 97,27% de taxa de cancelamento integral após curto intervalo de tempo de permanência no livro de ofertas dos contratos (4 segundos em média).

---

<sup>3</sup> Benefício Financeiro = Qtd. de opções \* (*Spread*) = 50.000 \* (0,40–0,39) = R\$ 500,00.

<sup>4</sup> Foi considerado como benefício financeiro de diferencial de *spread* a diferença de preço ou taxa entre as melhores ofertas de compra e venda, identificado no momento do registro da oferta expressiva, e o preço efetivamente praticado no negócio após a adoção da estratégia de *spoofing*, multiplicada pela quantidade comprada ou vendida pelo investidor nesse negócio.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

12. A título de exemplo, cabe destacar estratégia de *spoofing* envolvendo negócios de venda realizada com Contratos Futuros de Ibovespa5 (INDZ14), em 13.11.2014, em que foi registrada a oferta expressiva de compra de 100 contratos da série ao preço em pontos de índice de 53.600 que, segundo a BSM, foi considerada expressiva por ser maior que o *benchmark* de 44 contratos<sup>6</sup>.

13. Ocorre que a PAIFFER – ME possuía oferta de venda de 10 contratos com prioridade de execução quando inseriu oferta de compra que restou por simular pressão compradora e induzir outros investidores a melhorar suas ofertas de compra, a fim de que estes executassem sua oferta de venda constante no lado oposto do livro. Após a execução da oferta de venda de 10 contratos, PAIFFER – ME cancelou a oferta de compra de 100 contratos de modo a viabilizar a execução da operação de venda. A estratégia de *spoofing* demonstrada gerou a PAIFFER – ME o benefício financeiro de R\$ 200,00.

14. De acordo com a acusação PAIFFER – ME descumpriu o disposto no inciso I da Instrução CVM nº 08/79, tendo em vista a prática de *spoofing*, no período de 06.03.2013 a 08.07.2015, envolvendo principalmente contratos futuros de dólar e de índice Ibovespa e opções de Vale S.A. (“Vale”) e Petróleo Brasileiro S.A. (“Petrobrás”), cabendo registrar que a **prática do ilícito promoveu vantagem financeira à PAIFFER – ME de cerca de R\$ 855 mil.**

15. De acordo com a ficha cadastral da PAIFFER – ME junto à Planner, a única pessoa autorizada a emitir ordens em nome da sociedade seria JJ PAIFER, sócio administrador da empresa.

---

<sup>5</sup> Foram identificadas 1.452 estratégias em 73 pregões, no período de 01.08.2014 a 31.03.2015.

<sup>6</sup> Que se refere à quantidade 6 vezes maior que o tamanho médio das ofertas registradas no livro de INDZ14 nos 3 pregões anteriores à data do negócio (tamanho médio das ofertas foi de 7 contratos).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

### Da Conduta de JJ PAIFER

#### Negócios realizados através da Um Investimentos

16. No período de 28.03.2013 a 26.11.2013, também foi identificada a estratégia de *spoofing* em operações realizadas pela conta máster de JJ PAIFER, identificado como responsável pela PAIFFER – ME. Essas operações foram registradas inicialmente com o código da conta máster de José e posteriormente especificadas para 2 clientes distintos.

17. A estratégia utilizada por JJ PAIFER, em operações com ações e séries de opções sobre ações emitidas pela Vale, por meio de sua conta máster, também teve como característica a inserção de ofertas de compra ou de venda com lote expressivo, as quais eram posteriormente canceladas, cujo objetivo era o de atrair contrapartes para execução de suas ofertas na ponta oposta do livro por meio da simulação de pressão compradora ou vendedora do ativo, conforme o caso.

18. **No período de 28.03.2013 a 26.11.2013, JJ PAIFER realizou 385 estratégias de *spoofing* no segmento de negociação BOVESPA, em operações intermediadas pela Um Investimentos. Essas estratégias ocasionaram 2.377 negócios que geraram lucro bruto em diferencial de *spread* de R\$ 120 mil no período.**

#### Negócios realizados por intermédio da Octo

19. **No período de 06.03.2013 a 30.09.2013, JJ PAIFER realizou 773 estratégias de *spoofing* no segmento de negociação BOVESPA em operações intermediadas pela Octo. Essas estratégias ocasionaram 4.508 negócios que geraram lucro bruto em diferencial de *spread* de R\$222 mil no período.**

### DA RESPONSABILIZAÇÃO

20. Diante das evidências, a SMI propôs a responsabilização de:



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- (i) JJ PAIFER - na qualidade de administrador de carteira, pelo descumprimento ao item I c/c item II, letra "b" da Instrução CVM nº 8/1979, em razão da prática de *spoofing*, no período de 06.03 a 26.11.2013, envolvendo principalmente opções de Vale, cabendo registrar que a prática do ilícito gerou vantagem financeira de cerca de R\$ 342 mil; e
- (ii) PAIFFER – ME - na qualidade de Investidor, pelo descumprimento ao item I c/c item II, letra "b" da Instrução CVM nº 8/1979, em razão da prática de *spoofing*, no período de 06.03.2013 a 08.07.2015, envolvendo principalmente contratos futuros de dólar e de índice Ibovespa e opções de Vale e Petrobras, cabendo registrar que a prática do ilícito gerou vantagem financeira de cerca de R\$ 855 mil.

### DA PROPOSTA CONJUNTA DE CELEBRAÇÃO DE TERMO DE COMPROMISSO

21. Devidamente intimados, JJ PAIFER e PAIFFER – ME apresentaram suas razões de defesa, bem como proposta conjunta de celebração de Termo de Compromisso em que se comprometeram a realizar o pagamento, em conjunto, à CVM no valor de R\$ 100.000,00 (cem mil reais), tendo, prontamente, se colocado à disposição do Comitê para discutir as condições da proposta.

22. Além disso, os COMPROMITENTES alegaram que “*a metodologia utilizada pela acusação para o cálculo do suposto benefício econômico (...) padecia de uma série de vícios*”, tendo ressaltado que:

**“(i) o benefício (...) auferido por José Joaquim, (...), não pode ser apurado tal como pretende a Acusação, seja porque (a) as operações (...) foram especificados para investidores, a partir da sua conta máster, seja porque (b) ainda que se imagine que José Joaquim recebeu qualquer benefício pela realização das operações, este valor não corresponde ao spread referido pela Acusação, mas à remuneração a que fazia jus na qualidade de administrador de carteira – remuneração essa que a Acusação não (...) [definiu ou quantificou]; e**

**(i) o cálculo dos benefícios (...) auferidos por José Joaquim e por Paiffer Management deixa de considerar, erroneamente, o valor despendido no pagamento das taxas de corretagem e emolumentos, valores (...) que devem ser**



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

considerados no cálculo do benefício auferido (...) em operações no mercado de valores mobiliários.” (grifos constam do original)

### DA MANIFESTAÇÃO DA PROCURADORIA FEDERAL ESPECIALIZADA - PFE

23. Em razão do disposto na Deliberação CVM nº 390/01 (art. 7º, §5º), a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM – PFE/CVM apreciou os aspectos legais das propostas de Termo de Compromisso, tendo concluído pela **impossibilidade de celebração do Termo de Compromisso**, “*em virtude da proposta indenizatória se mostrar muito inferior ao valor do lucro obtido, (...) que (...), tal como formulada, não atende ao requisito insculpido no art. 7º, II, da Deliberação CVM n.º 390/01*” (PARECER nº 00148/2016/GJU – 2/PFE-CVM/PGF/AGU e respectivos despachos).

24. Nesse mesmo sentido, a PFE/CVM esclareceu:

“(…) há que se ter em vista a desproporcionalidade entre o lucro obtido e o valor da indenização proposto, fato que aponta para a necessidade renegociação da proposta, nos termos a serem definidos a juízo do Comitê.

Observa-se que o valor ofertado não corresponde sequer ao lucro total obtido nas operações. Dessa forma, não se pode admitir que os acusados realizem lucro, mediante a adoção de práticas considerados ilícitas por este Agente Regulador (as quais, inclusive, podem ser tipificadas criminalmente), de sorte a que o descumprimento da lei se torne vantajoso economicamente.

Por tais razões, parece-nos que a indenização a ser fixada deve ser, no mínimo, superior ao montante total auferido pelos proponentes, sob pena de ferimento aos princípios da moralidade e da legalidade.”

### DOS FUNDAMENTOS DA DECISÃO DO COMITÊ DE TERMO DE COMPROMISSO

25. O parágrafo 5º, do artigo 11, da Lei nº 6.385/76 estabelece que a CVM poderá, a seu exclusivo critério, se o interesse público permitir, suspender, em qualquer fase, o procedimento administrativo instaurado para a apuração de infrações da legislação do mercado de valores mobiliários, se o investigado ou acusado assinar termo de compromisso,





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

obrigando-se a cessar a prática de atividades ou atos considerados ilícitos pela CVM e a corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos.

26. Ao normatizar a matéria, a CVM editou a Deliberação CVM nº 390/01, alterada pela Deliberação CVM nº 486/05, que dispõe em seu artigo 8º sobre a competência deste Comitê de Termo de Compromisso para, após ouvida a Procuradoria Federal Especializada sobre a legalidade da proposta, apresentar parecer sobre a oportunidade e a conveniência na celebração do compromisso, e a adequação da proposta formulada pelo acusado, propondo ao Colegiado sua aceitação ou rejeição, tendo em vista os critérios estabelecidos no artigo 9º.

27. Por sua vez, o artigo 9º da Deliberação CVM nº 390/01, com a redação dada pela Deliberação CVM nº 486/05, estabelece como critérios a serem considerados quando da apreciação da proposta, além da oportunidade e da conveniência em sua celebração, a natureza e a gravidade das infrações objeto do processo, os antecedentes dos acusados e a efetiva possibilidade de punição, no caso concreto<sup>7</sup>.

28. Assim, na análise da proposta de celebração de Termo de Compromisso há que se verificar não somente o atendimento aos requisitos mínimos estabelecidos em lei, como também a conveniência e a oportunidade na solução consensual do processo administrativo. Para tanto, o Comitê apoia-se na realidade fática manifestada nos autos e nos termos da acusação, não adentrando em argumentos de defesa, à medida que o seu eventual acolhimento somente pode ser objeto de julgamento final pelo Colegiado desta Autarquia, sob pena de convolar-se o instituto em verdadeiro julgamento antecipado. Ademais, agir diferentemente caracterizaria, decerto, uma extrapolação dos estritos limites da competência deste Comitê.

29. Nesse sentido, o Comitê entende que uma proposta de Termo de Compromisso deve contemplar obrigação que venha a surtir importante e visível efeito paradigmático junto aos participantes do mercado de valores mobiliários, inibindo a prática de condutas assemelhadas.

---

<sup>7</sup> Os COMPROMITENTES não constam como acusados em outros processos sancionadores instaurados pela CVM.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

No caso em tela, mostra-se flagrantemente desproporcional ao ganho obtido pelo acusado com as operações ilícitas.

30. O Comitê, considerando (i) o óbice jurídico apontado pela PFE/CVM, em razão da proposta indenizatória se mostrar muito inferior ao valor do lucro obtido<sup>8</sup> e (ii) a gravidade em tese das infrações imputadas na peça acusatória, entendeu como inoportuna e inconveniente a aceitação da proposta de Termo de Compromisso.

---

<sup>8</sup> A prática de ilícito gerou vantagem financeira de cerca de R\$ 342 mil para JOSÉ JOAQUIM PAIFER e de R\$ 855 mil para PAIFFER MANAGEMENT LTDA. – ME.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

### DA CONCLUSÃO

31. Em face ao acima disposto, o Comitê de Termo de Compromisso propõe ao Colegiado da CVM a **REJEIÇÃO** da proposta conjunta de Termo de Compromisso apresentada por **JOSÉ JOAQUIM PAIFER e PAIFFER MANAGEMENT LTDA. – ME.**

Rio de Janeiro, 04 de abril de 2017.

ALEXANDRE PINHEIRO DOS SANTOS  
SUPERINTENDENTE GERAL

CARLOS GUILHERME DE PAULA AGUIAR  
SUPERINTENDENTE DE PROCESSOS SANCIONADORES

FERNANDO SOARES VIEIRA  
SUPERINTENDENTE DE RELAÇÕES COM EMPRESA

JOSE CARLOS BEZERRA DA SILVA  
SUPERINTENDENTE DE NORMAS CONTÁBEIS E DE  
AUDITORIA

MARIO LUIZ LEMOS  
SUPERINTENDENTE DE FISCALIZAÇÃO EXTERNA