



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

PARECER DO COMITÊ DE TERMO DE COMPROMISSO

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2017/2532

PROCESSO CVM SEI 19957.005504/2017-00

SUMÁRIO

1º PROPONENTE:

GARDE ASSET MANAGEMENT GESTÃO DE RECURSOS LTDA.

ACUSAÇÃO:

Infração ao item I^[1] c/c item II^[2], letra "b" da Instrução CVM nº 8/1979, em razão da prática de manipulação de preços através de inserção de ordens artificiais de compra e venda (prática de *spoofing*), no período de 27.07.2015 a 29.02.2016, em operações envolvendo contratos de dólar futuro. A prática do ilícito gerou vantagem financeira de cerca de R\$ 175.875,00 (cento e setenta e cinco mil, oitocentos e setenta e cinco reais).

PROPOSTA:

Pagar à CVM o valor de R\$ 439.687,50 (quatrocentos e trinta e nove mil, seiscentos e oitenta e sete reais e cinquenta centavos), o que corresponde a 2,5 vezes (duas vezes e meia) a vantagem financeira obtida, que deverá ser atualizado pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA, a partir de 29.02.2016 até seu efetivo pagamento. Esse montante deverá ser pago em parcela única, em benefício do mercado de valores mobiliários, por intermédio de seu órgão regulador.

PARECER DO COMITÊ:

ACEITAÇÃO

2º PROPONENTE:

BANCO BTG PACTUAL S.A.

ACUSAÇÃO:

Infração ao item I^[3] c/c item II^[4], letra "b" da Instrução CVM nº 8/1979, em razão da prática de manipulação de preços através de inserção de ordens artificiais de compra e venda (prática de *spoofing*), no período de 27.07.2015 a 29.02.2016, em operações envolvendo contratos de dólar futuro. A prática do ilícito gerou vantagem financeira de cerca de R\$ 900.125,00 (novecentos mil e cento e vinte e cinco reais).

PROPOSTA:

Pagar à CVM o valor de R\$ 2.250.312,50 (dois milhões, duzentos e cinquenta mil, trezentos e doze reais e cinquenta centavos), o que corresponde a 2,5 vezes (duas vezes e meia) a vantagem financeira obtida, que deverá ser atualizado pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA, a

partir de 29.02.2016 até seu efetivo pagamento. Esse montante deverá ser pago em parcela única, em benefício do mercado de valores mobiliários, por intermédio de seu órgão regulador.

PARECER DO COMITÊ:

ACEITAÇÃO

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2017/2532

PROCESSO CVM SEI 19957.005504/2017-00

RELATÓRIO

1. Trata-se de propostas de Termo de Compromisso apresentadas por GARDE ASSET MANAGEMENT GESTÃO DE RECURSOS LTDA. (doravante denominada “GARDE ASSET”), na qualidade de prestadora de serviços de administração de carteira, e BANCO BTG PACTUAL S.A. (doravante denominado “BANCO BTG”), na qualidade de investidor, nos autos do Termo de Acusação instaurado pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários – SMI, nos termos do artigo 7º, §3º, da Deliberação CVM nº 390/01.

DA INTEMPESTIVIDADE

2. A Procuradoria Federal Especializada junto à CVM – PFE/CVM, no PARECER n. 00056/2018/GJU – 2/PFE-CVM/PGF/AGU e respectivos Despachos, ao apreciar os aspectos legais da proposta de Termo de Compromisso, protocolada em 03.04.2018, no âmbito do PAS CVM nº 2017/2532 (SEI NUP 19957.005504/2017-00), alertou que a proposta apresentada por BANCO BTG PACTUAL S.A. seria intempestiva, conforme se verifica da transcrição abaixo:

“9. Registre, ademais, que **a proposta é intempestiva**, pois não respeitou o prazo previsto no §2º do art. 7º da Deliberação CVM n.º 390/01^(...). Apesar disso, entende-se que **há a possibilidade de o Colegiado determinar o processamento do pedido, se atendido o disposto no §4º do art. 7º da Deliberação 390/01^(...)**” (grifos não constam do original)

3. O §4º do art. 7º da Deliberação CVM nº 390/01 dispõe que:

“§4º Em **casos excepcionais**, nos quais se entenda que **o interesse público determina a análise de proposta de celebração de termo de compromisso apresentada fora do prazo a que se refere o §2º**, tais como os de oferta de indenização substancial aos lesados pela conduta objeto do processo e de modificação da situação de fato existente quando do término do referido prazo, **o Colegiado examinará o pedido.**” (grifos não constam do original)

DOS FATOS

4. O processo foi originado a partir de acusação conduzida pela BM&FBovespa Supervisão de Mercados – BSM, no âmbito do Processo Administrativo Ordinário nº 15/2016, em razão da prática de *spoofing*^[5], tendo sido instaurado pela SMI em razão da necessidade de

apuração da conduta dos investidores envolvidos nas infrações identificadas pela BSM.

5. GARDE ASSET e BANCO BTG^[6] realizaram operações no segmento de negociação da BM&F, por intermédio da BTG Pactual CTVM S.A. (“Corretora BTG”), no período de 27.07.2015 a 29.02.2016, nas quais foi identificada a utilização da estratégia de *spoofing* em ofertas registradas via DMA, envolvendo contratos futuros de taxa de câmbio de reais por dólar (“contratos de dólar futuro”).

6. A estratégia teve como objetivo favorecer o encerramento ou a abertura de posições assumidas pelos clientes em patamares de preço que lhe fossem convenientes (medido por meio da redução da diferença de preço ou pontos entre a melhor oferta de compra e a melhor oferta de venda). De acordo com a BSM, a estratégia foi identificada 1.123 vezes, o que equivale a 91% e 36% dos pregões em que os clientes BANCO BTG e GARDE ASSET, respectivamente, realizaram operações por intermédio da Corretora BTG, no período em análise. A estratégia de *spoofing* ocasionou a realização de 2.715 negócios que geraram aos investidores o benefício financeiro em diferencial de spread^[7] de R\$1,05 milhão.

7. As ofertas em referência (i) foram no mínimo 6 (seis) 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.

8. Segundo a BSM:

(i) O tamanho e o nível de preço das ofertas expressivas registradas foram essenciais para atrair contrapartes para execução das ofertas dos Clientes 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; e

(ii) A reação imediata à pressão exercida pelos investidores foi observada no comportamento de outros participantes que alteraram ou registraram novas ofertas para os melhores níveis de preço do ativo. Esses participantes teriam seguido a lógica de mercado de que 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.

9. Foram consideradas como estratégia de *spoofing* todas as ocorrências que apresentaram 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.

10. Foram consideradas artificiais as ofertas que constavam no lado oposto do livro até o 5º nível de preço no momento em que foi executado negócio em nome do cliente, e que atendiam simultaneamente as seguintes características: (i) ofertas de tamanho pelo menos 1,8 vezes maior que a soma de todas as outras ofertas constantes no mesmo lado do livro do ativo, até o 3º nível de preço; (ii) ofertas 6 vezes maiores que o tamanho médio praticado pelo mercado nos 3 pregões que antecederam o negócio e; (iii) que tenham permanecido menos de 10 segundos no livro do ativo.

11. Em 03.01.2017, a SMI encaminhou Ofício solicitando manifestação do BANCO BTG e do seu Diretor Responsável. Em 01.02.2017, o Banco prestou os seguintes e principais esclarecimentos:

(i) Não possui elementos para aferir, de forma independente, as ofertas que registrou nos termos indicados no Ofício, pois não recebe informações completas segregadas sobre a composição do livro de ofertas;

(ii) Existem diversos elementos fáticos, suportados por sólidos fundamentos macro e microeconômicos, que explicam as ofertas colocadas em nome do Banco;

(iii) Identificou 679 Conjuntos de Ofertas que se enquadram nos parâmetros propostos no Ofício;

(iv) Não se pode deduzir que a ordem cancelada tenha tido qualquer objetivo de facilitar a execução de uma ordem colocada no lado oposto do livro;

(v) As Ofertas Seleccionadas foram registradas por 4 (quatro) profissionais que trabalhavam, no período analisado, na mesa de câmbio do Banco e 3 (três) desses Operadores continuam trabalhando no Banco;

(vi) À época em que foram realizadas as Ofertas seleccionadas, a mesa de câmbio era composta por 6 (seis) profissionais que operavam com certa independência em relação aos demais, com possibilidade de atuação em estratégias distintas, ainda que de forma complementar;

(vii) Entende que não existem elementos que permitam concluir que as Ofertas Seleccionadas caracterizariam algum dos ilícitos tipificados na Instrução CVM nº 08/1979 ("ICVM 8) e que referidas Ofertas correspondem a uma parcela ínfima das operações com contratos de dólar futuro realizadas pelo BANCO BTG e pelos Operadores durante o período questionado no Ofício (27.07.2015 a 29.02.2016); e

(viii) A mesa de câmbio do Banco negociou, apenas por meio da Corretora, cerca de 66 (sessenta e seis) bilhões de dólares no mercado futuro (1,83% do total do volume financeiro de dólar futuro negociado pelo BTG no período) e as Ofertas seleccionadas representam 2,19% do total do volume financeiro de dólar futuro negociado pelos Operadores no período.

12. Por sua vez, o Diretor Responsável afirmou que o BTG tem buscado obter a base de dados completa sobre as ordens colocadas em seu nome (*drop copy*).

13. De acordo com a área técnica, o BTG teve a oportunidade de analisar as Ofertas Seleccionadas e tem plena convicção de que elas foram registradas pelos Operadores dentro de suas atribuições.

14. Em 03.01.2017, a SMI encaminhou Ofício solicitando manifestação da GARDE ASSET e do seu Diretor Responsável. Em 17.01.2017, a Gestora prestou os seguintes e principais esclarecimentos:

(i) A GARDE é uma empresa independente de gestão de recursos;

(ii) Em 28.10.2015, o tema abordado pelo Ofício já havia sido esclarecido pela GARDE à Corretora BTG, em decorrência de questionamento da BSM enviado ao BANCO BTG;

(iii) Especificamente sobre operações de cancelamento de ordens, trata-se de ferramenta válida e disponível para qualquer participante deste mercado, inclusive como forma de estratégia de gestão, configurando-se o cancelamento de ordens, inclusive, como uma prática crescente dentre os participantes do mercado futuro, especialmente quando relacionado aos mecanismos de negociação de alta frequência (*high-frequency trading*), que se traduzem por programas eletrônicos modernos que realizam ofertas de compra e venda de valores mobiliários em grande velocidade e escala de ordens de compra e venda;

(iv) O alto percentual de cancelamento de ordens não significa a criação de condições artificiais, especialmente neste caso específico onde a participação das operações da GARDE em Dólar Futuro é imaterial frente às transações diárias do mercado, visto que o percentual de cancelamento de suas ordens é extremamente inferior ao dos referidos programas eletrônicos utilizados por diversos participantes e investidores do mercado futuro;

(v) A GARDE não adotou nenhuma conduta dolosa, tampouco não se valeu de nenhum artifício para mitigar eventuais riscos inerentes a este tipo de operação tendo em vista, principalmente, a ausência de previsão legal que disponha de vedação a essas mudanças operacionais que julgou cabíveis às suas práticas de negociação tipo de operação;

(vi) A média de participação das operações em questão da GARDE no mercado em relação às operações que envolveram Dólar Futuro representa, no período abordado, aproximadamente 0,012% do volume total transacionado pelo mercado no período; e

(vii) A razão principal que motivou a utilização dessa estratégia foi a obtenção de lucro para seus investidores.

15. Além disso, R.B., responsável pela emissão das referidas ordens ressaltou o seguinte entendimento:

“(…) a competitividade incentivada pelo próprio mercado futuro justifica a utilização por seus participantes e demais investidores de mecanismos capazes de exercer pressões de oferta e procura com relação aos ativos ali negociados, sendo certo, contudo, que estas pressões não poderão, em hipótese alguma, ser confundidas com uma prática manipuladora de mercado ou criadora de condições artificiais de oferta, procura e demanda, visto que não há previsão legal expressa que vede a sua realização;

(…) o volume de operações de Dólar Futuro realizadas pela GARDE no período não pode ser considerado como “expressivo” frente ao volume total transacionado pelo mercado no mesmo período;

(…) em que pese a ausência de dolo, elemento essencial para a caracterização da infração aventada, o volume transacionado pela GARDE no período indicado no Ofício não seria capaz de criar condições artificiais de preço do Dólar Futuro.”

16. Por fim, a GARDE ASSET afirmou que, apesar de entender que tais práticas não constituem criação de condições artificiais e/ou manipulação de mercado, a instituição não foi alertada pela BSM e/ou pelo BANCO BTG após apresentar as devidas considerações no âmbito do Ofício BSM ou sequer foi orientada por qualquer uma dessas partes a cessar a realização de tais operações.

DA MANIFESTAÇÃO DA ÁREA TÉCNICA

17. O inciso I da ICVM 08 estabelece que é vedada aos participantes do mercado de valores mobiliários a prática de manipulação de preço, que, segundo a letra “b” do inciso II dessa Instrução é 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.

18. A esse respeito, no julgamento do PAS CVM nº RJ-2013-5194, realizado em 19.12.2014, o Diretor Relator no voto condutor que foi acompanhado por unanimidade, entendeu que:

“Nos casos de manipulação de preços são utilizadas manobras artificiais para elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário com a finalidade de induzir terceiros a adquirir papéis sobrevalorizados ou alienar papéis subvalorizados. **Caracteriza-se a manipulação de preços se restar comprovado que a elevação dos preços de determinada ação não resultou das forças normais**

de mercado, mas da atuação de certos investidores.

O tipo não exige a comprovação de um resultado material efetivo. (...)” **(grifado)**

19. Nesse sentido, a área técnica entendeu que a prática de *spoofing* adotada neste caso concreto preenche todos os requisitos citados para a configuração da prática de manipulação de preços: (i) utilização de processo ou artifício - inserção de ofertas artificiais envolvendo lotes expressivos no lado oposto do livro; (ii) destinados a promover cotações enganosas, artificiais - a inserção das ofertas artificiais tinham por finalidade causar pressão compradora ou vendedora que restavam por levar à consecução de negócio previamente pretendido a preço distinto do que o mercado estava efetivamente praticando, provocando cotações enganosas; (iii) induzindo terceiros a negociar valores mobiliários cujas cotações foram artificialmente produzidas - o artifício utilizado induziu terceiros a negociar valores mobiliários com base na pressão compradora ou vendedora causada pelas ofertas artificiais; e (iv) presença do dolo, ainda que eventual, de alterar as cotações e induzir terceiros a negociar com base nessas cotações falsas.

DAS OPERAÇÕES REALIZADAS PELA GARDE ASSET

20. A estratégia de *spoofing* utilizada por GARDE ASSET teve como característica a inserção de ofertas de compra ou de venda com lote expressivo, as quais eram posteriormente canceladas em curto intervalo de tempo, com objetivo de atrair contrapartes para execução de suas ofertas na ponta oposta do livro, por meio da simulação de pressão compradora ou vendedora nos valores mobiliários negociados.

21. Essa estratégia tinha como objetivo favorecer o encerramento ou a abertura de posições assumidas pelo cliente em patamares de preço que lhe fossem convenientes, beneficiando-se da redução da diferença de preço ou pontos entre a melhor oferta de compra e a melhor oferta de venda (“*spread*”) registradas no livro de ofertas do contrato.

22. Foram verificadas 313 estratégias de *spoofing* no período de 27.07.2015 a 29.02.2016 (ocorridas em 51 pregões), em operações realizadas por GARDE, podendo ser citados alguns exemplos:

(i) Em 25.09.2015, no livro de ofertas de Contratos Futuros de Taxa de Câmbio de Reais por Dólar Comercial (“DOLV15”) há o registro de oferta de venda de 10 contratos de DOLV15, às 13h27m33s155ms, ao preço de R\$3.988,50, Dois segundos depois, GARDE ASSET registrou oferta expressiva de compra de 100 contratos da série ao preço 3.988,00. Tal oferta foi considerada expressiva por ser maior que o benchmark de 70 contratos, que se refere à quantidade 6 vezes maior que o tamanho médio das ofertas registradas no livro de DOLV15 nos 3 pregões anteriores à data do negócio. Além disso, no momento do seu registro, era 1,8 vezes maior que a soma de todas as outras ofertas de compra constantes no livro de DOLV15, até o 3º nível de preço. A pressão compradora da GARDE ASSET, exercida com o registro de oferta de compra de 100 contratos no livro de ofertas de DOLV15, fez com que o “Participante 9”, reagindo à oferta de compra de Gestora, registrasse oferta de compra ao preço de R\$ 3.988,50, que executou a oferta de venda de 10 contratos de GARDE ASSET. Após a executar a oferta de venda de 10 contratos, GARDE ASSET cancelou a oferta de compra de 100 contratos às 13h27m35s633ms. Tal estratégia de gerou o benefício financeiro de R\$500,00^[8]; e

(ii) No mesmo dia, GARDE ASSET registrou oferta de compra de 5 contratos, às 15h23m30s630ms ao preço de R\$ 3.977,00. Instantes depois (às 15h23m32s685ms) registrou oferta de venda expressiva de 100 contratos da série ao preço de R\$3.978,00. A pressão vendedora fez com que o Participante 8, reagindo à oferta de venda de GARDE ASSET, registrasse oferta de venda de 5 contratos. Após a execução da oferta de compra

de 5 contratos, GARDE ASSET registrou nova oferta de compra do contrato, às 15h23m34s369ms, ao preço R\$3.977,00 e alterou o preço da oferta de venda de 100 contratos de R\$3.978,00 para R\$3.977,50 às 15h23m34s454ms, aumentando a pressão vendedora em novo nível de preço. A pressão vendedora de Gestora fez com que o “Participante 9” registrasse oferta de venda, ocasionando a execução da oferta de compra de 5 contratos. Após a execução da oferta de compra (202 milissegundos), GARDE ASSET cancelou a oferta de venda de 100 contratos. A estratégia gerou à Gestora o benefício financeiro de R\$250,00 .

23. Foram implementadas estratégias de *spoofing* em 703 negócios realizados pela GARDE ASSET, no período de 27.07.2015 a 29.02.2016, conforme resumo descrito na tabela a seguir, o que gerou um benefício financeiro à Gestora em diferencial de *spread* de R\$175 mil nesse período:

Estratégias de spoofing em ofertas registradas por GARDE ASSET por intermédio da Corretora BTG

(período de 27.07.2015 a 29.02.2016)

Ativo	Qtd. de Estratégias de Spoofing	Nº de Negócios com a Estratégia de Spoofing	Benefício Financeiro (R\$)
DOLG16	4	6	3.500,00
DOLH16	3	24	7.500,00
DOLQ15	6	9	1.625,00
DOLU15	36	61	10.625,00
DOLV15	201	468	121.000,00
DOLX15	62	132	31.250,00
DOLZ15	1	3	375,00
Total	313	703	175.875,00

Fonte: BM&FBOVESPA

DAS OPERAÇÕES REALIZADAS PELO BANCO BTG

24. Foram identificadas 810 estratégias de *spoofing* no período de 27.07.2015 a 29.02.2016, em operações realizadas pelo BANCO BTG, envolvendo negócios de compra e venda realizadas com Contratos Futuros de Taxa de Câmbio de Reais por Dólar Comercial (“DOLH16”), como se pode observar do exemplo abaixo:

(i) em 18.02.2016, o BANCO BTG registrou oferta de venda de 10 contratos de DOLH16, às 13h05m21s836ms, ao preço de R\$ 4.021,00;

(ii) instantes depois, às 13h05m34s250ms, o Banco registrou oferta expressiva de compra de 200 contratos^[9] da série ao preço de R\$ 4.020,50;

(iii) a pressão compradora do BANCO BTG fez com que outro cliente da Corretora BTG registrasse oferta de compra de 10 contratos, que executou a oferta de venda de 10 contratos do BANCO BTG;

(iv) após a execução da oferta de venda, o BANCO BTG cancelou a oferta de compra de 200 contratos às 13h05m34s985ms; e

(v) essa estratégia de *spoofing* gerou ao Banco BTG o benefício financeiro de R\$ 250,00.

25. Foram implementadas estratégias de *spoofing* em 2.012 negócios realizados pelo Banco BTG no período de 27.07.2015 a 29.02.2016, o que demonstra a utilização sistemática do *modus operandi* pelo acusado no período, conforme resumo descrito na tabela a seguir, cabendo ressaltar que a implementação do ilícito gerou um benefício financeiro ao BTG em diferencial de *spread* de R\$ 900.125,00 (novecentos mil e cento e vinte e cinco reais) nesse período:

Estratégias de spoofing realizadas por Banco BTG por intermédio da Corretora BTG

(período de 27.07.2015 a 29.02.2016)

Ativo	Qtd. de Estratégias de Spoofing	Nº de Negócios com a Estratégia de Spoofing	Benefício Financeiro (R\$)
DOLF16	105	266	94.500,00
DOLG16	162	371	173.500,00
DOLH16	72	222	88.625,00
DOLJ16	1	1	250,00
DOLQ15	30	81	34.875,00
DOLU15	188	449	159.000,00
DOLV15	106	275	161.250,00
DOLX15	70	211	127.375,00
DOLZ15	76	136	60.750,00
Total	810	2.012	R\$ 900.125,00

Fonte: BM&FBOVESPA

DA RESPONSABILIZAÇÃO

26. Diante das evidências, a SMI propôs a responsabilização de GARDE ASSET MANAGEMENT GESTÃO DE RECURSOS LTDA., na qualidade de prestadora de serviços de administração de carteira, e BANCO BTG PACTUAL S.A., na qualidade de investidor, por infração ao item I c/c item II, letra "b" da Instrução CVM nº 8/1979, em razão da prática de manipulação de preços através de inserção de ordens artificiais de compra e venda (prática de *spoofing*), no período de 27.07.2015 a 29.02.2016, em operações envolvendo contratos de dólar futuro, cabendo registrar que a prática do ilícito gerou vantagem financeira, respectivamente, de R\$ 175.875,00 (cento e setenta e cinco mil, oitocentos e setenta e cinco reais) e de R\$ 900.125,00 (novecentos mil e cento e vinte e cinco reais).

DAS PROPOSTAS DE CELEBRAÇÃO DE TERMO DE COMPROMISSO

27. Devidamente intimada, GARDE ASSET apresentou suas razões de defesa, bem como proposta de celebração de Termo de Compromisso em que se comprometeu a realizar pagamento à CVM no valor de R\$ 206.650,00 (duzentos e seis mil e seiscentos e cinquenta reais), a ser paga em parcela única e corrigido pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA, o que corresponde ao dobro da vantagem auferida total, que, de acordo com o seu entendimento seria de “R\$ 103.325,00 (...), considerando para isto uma variação de spread, pautada na diferença entre o valor da transação concluída pela GARDE com o valor imediatamente anterior praticado pelo mercado na qual as ordens (...) foram inseridas”^[10], variação, que no seu entender, ilustraria de “forma fidedigna o (...) ganho auferido”.

28. A GARDE ASSET alegou que o valor proposto é superior a vantagem financeira indicada na acusação, que foi de R\$ 175.875,00 (cento e setenta e cinco mil e oitocentos e setenta e cinco reais).

29. Aduziu, ainda, que embora haja dois acusados no processo, as operações são distintas e não se inter-relacionam, sendo que “a única relação entre os dois acusados diz respeito ao fato de eles terem operado por meio do mesmo intermediário”.

30. Além disso, a GARDE ASSET se comprometeu a realizar treinamento específico junto a todos os seus colaboradores, a ser ministrado pela BSM – BM&FBovespa Supervisão de Mercado, abrangendo temas relacionados às melhores práticas e procedimentos operacionais do mercado, dentre eles, a prática imputada no processo sancionador em

comento.

31. Por sua vez, o BANCO BTG ressaltou a questão da economia processual no caso da aceitação das propostas, destacando (i) não haver, para o caso, razão para a emissão de um pronunciamento norteador por parte da CVM; (ii) que a aceitação da proposta ora formulada “*não importa em nenhuma desvantagem efetiva no que se refere à construção de um ambiente regulatório mais seguro e previsível*”; e (iii) que vem “*alterando e robustecendo seus procedimentos internos, no que se refere à fiscalização de operações que podem, ao menos sob a perspectiva da BSM e da SMI, serem reconduzidas à prática de spoofing*”.

32. Por fim, o BANCO BTG se comprometeu a pagar o valor total de R\$ 1.350.187,50 (um milhão, trezentos e cinquenta mil, cento e oitenta e sete reais e cinquenta centavos), que corresponderia a 1,5 vez o valor do “*suposto ganho*” apontado pela SMI.

DA MANIFESTAÇÃO DA PROCURADORIA FEDERAL ESPECIALIZADA - PFE

33. 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 **inexistência de óbice** à celebração do Termo de Compromisso (PARECERES nº 00036/2018/GJU – 2/PFE-CVM/PGF/AGU e nº 00056/2018/GJU – 2/PFE-CVM/PGF/AGU e respectivos despachos).

34. A PFE/CVM destacou que, apesar do protocolo intempestivo da proposta apresentada pelo BANCO BTG, o Colegiado poderia admitir seu cabimento, na forma do artigo 7º, §4º da Deliberação CVM nº 390/2001.

DA NEGOCIAÇÃO DA PROPOSTA DE TERMO DE COMPROMISSO

35. O Comitê de Termo de Compromisso, em reunião realizada em 15.05.2018^[11], consoante faculta o §4º, do artigo 8º, da Deliberação CVM nº 390/01, decidiu negociar as condições das propostas de Termo de Compromisso apresentadas pelos PROPONENTES e sugeriu o aprimoramento das propostas para assunção de valor correspondente ao triplo da vantagem financeira obtida^[12], atualizado pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA, a partir de 29.02.2016 até seu efetivo pagamento, montante a ser pago em parcela única, em benefício do mercado de valores mobiliários, por intermédio de seu órgão regulador.

36. Em 26.05.2018, em razão da abertura do processo de negociação, os Representantes Legais dos PROPONENTES solicitaram a realização de reunião conjunta e presencial com os membros do Comitê de Termo de Compromisso, realizada no dia 19.06.2018^[13].

37. Na referida reunião, após os cumprimentos iniciais, os Representantes Legais dos PROPONENTES alegaram que os argumentos de defesa estariam muito alinhados ao caso precedente de prática de *spoofing* (PAS SEI 19957.005977/2016-18), julgado pelo Colegiado em 13.08.2018, no qual os acusados foram condenados a pagar multa equivalente a duas vezes o valor da vantagem econômica obtida.

38. Além disso, destacaram que:

(i) os argumentos de defesa do BANCO BTG estão ligados à estrutura organizacional do banco, em razão de as operações do Banco terem sido feitas manualmente e não eletronicamente;

(ii) o volume de operações que foi realizado pela GARDE ASSET é significativamente reduzido quando comparado ao precedente;

(iii) a proposta de Termo de Compromisso foi apresentada com base no benefício obtido de acordo com o critério calculado pelos próprios PROPONENTES;

(iv) o valor apontado pelo Comitê na negociação corresponde a 3 (três) vezes o valor da vantagem financeira obtida, mais oneroso que o valor da condenação no caso do precedente que foi julgado;

(v) gostariam de obter o uso de um critério que fosse mais razoável;

(vi) a proposta de Termo de Compromisso foi apresentada em prazo significativamente distante ao julgamento, o que aumenta a economia processual com a realização do compromisso; e

(vii) o fato de o Colegiado ter aplicado, em sede de julgamento, por prática semelhante, multa no valor de 2 (duas) vezes a vantagem financeira obtida, comparada à recomendação do Comitê de que o compromisso fosse firmado em 3 (três) vezes a vantagem financeira obtida, teria uma repercussão reputacional elevada para os PROPONENTES, sobretudo em razão das operações terem sido realizadas antes do mencionado julgamento.

39. Por fim, os Representantes Legais dos PROPONENTES “abriram mão do cálculo da vantagem financeira por eles realizada”, tendo reiterado o pleito de que o Comitê considerasse a possibilidade de realização de acordo utilizando como parâmetro o fator multiplicador aplicado pelo Colegiado no julgamento.

40. Ao final da reunião, o Comitê esclareceu que iria discutir o assunto e, oportunamente, o entendimento seria encaminhado aos PROPONENTES.

41. Nesse sentido, considerando as alegações apresentadas na reunião, e após longa discussão, os membros do Comitê decidiram^[14] sugerir o aprimoramento da proposta para assunção de valor correspondente a 2,5 vezes (duas vezes e meia) a vantagem financeira obtida, atualizado pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA, a partir de 29.02.2016 até seu efetivo pagamento, montante a ser pago em parcela única, o que foi devidamente comunicado aos PROPONENTES.

42. Tempestivamente, os PROPONENTES apresentaram contraproposta aderindo à recomendação do Comitê.

DA DELIBERAÇÃO DO COMITÊ DE TERMO DE COMPROMISSO

43. O art. 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 de Termo de Compromisso, 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^[15].

44. Quanto à preliminar de intempestividade apontada pela PFE/CVM para a proposta de Termo de Compromisso apresentada por BANCO BTG PACTUAL S.A., bem como o fato de o Diretor Relator ter encaminhado para a apreciação do Comitê a proposta de Termo de Compromisso apresentada pelo Banco, cabe ao Colegiado, conforme previsão aposta nos parágrafos 4º^[16] e 6º^[17] do art. 7º da Deliberação CVM nº 390/01, a decisão sobre a superação ou não dessa preliminar.

45. Assim, e em sendo superada a preliminar de intempestividade apontada pela PFE/CVM para a proposta de Termo de Compromisso apresentada por BANCO BTG PACTUAL S.A., em deliberação realizada em 03.07.2018^[18], o Comitê de Termo de Compromisso, considerando a inexistência de óbice jurídico, os antecedentes dos COMPROMITENTES, bem como a adesão dos PROPONENTES à recomendação do Comitê, entendeu que a aceitação das propostas de Termo de Compromisso apresentadas seria oportuna e conveniente e sugeriu a fixação do prazo de 10 (dez) dias, contados da data de publicação do Termo no sítio eletrônico da CVM, para o cumprimento das obrigações pecuniárias assumidas, bem como a designação da Superintendência Administrativo-Financeira —

SAD para o respectivo atesto.

DA CONCLUSÃO

46. Em face do acima exposto, e em sendo superada a preliminar de intempestividade apontada pela PFE/CVM, o Comitê, em deliberação ocorrida em 03.07.2018^[19], decidiu propor ao Colegiado da CVM a **ACEITAÇÃO das propostas de Termo de Compromisso** apresentadas por **GARDE ASSET MANAGEMENT GESTÃO DE RECURSOS LTDA.** e **BANCO BTG PACTUAL S.A.**

[1] I - É vedada aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários, a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a manipulação de preço, a realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não equitativas.

[2] 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;

[3] 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.

[4] 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;

[5] *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.

[6] Banco BTG é instituição líder/holding do conglomerado financeiro BTG Pactual, do qual a BTG Pactual CCTVM S.A. faz parte.

[7] 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, multiplicada pela quantidade comprada ou vendida pelo investidor durante a execução da estratégia de *spoofing*.

[8] Resultado obtido pela multiplicação da quantidade de contratos negociada, tamanho/cotação do contrato e diferença de *spread* identificada antes do registro da oferta expressiva.

[9] A oferta de compra de 200 contratos foi considerada expressiva por ser maior que

o *benchmark* de 49 contratos, que se refere à quantidade 6 vezes maior que o tamanho médio das ofertas registradas no livro de DOLH16 nos 3 pregões anteriores à data do negócio.

[10] Grifos constam do original.

[11] Decisão tomada pelos membros titulares da SGE, SEP, SNC, SFI e SPS.

[12] Segundo apuração da área técnica, a vantagem financeira obtida pelo BANCO BTG foi de R\$ 900.125,00 (novecentos mil e cento e vinte e cinco reais) e pela GARDE ASSET foi de R\$ 175.875,00 (cento e setenta e cinco mil, oitocentos e setenta e cinco reais).

[13] Participaram da reunião os membros do Comitê titulares da SGE, SEP, SFI, SMI, SNC e SPS, bem como os Representantes Legais dos PROPONENTES: Otavio Yazbeck (pelo BANCO BTG), André Wakimoto (pela GARDE ASSET) e Felipe Andrew.

[14] Participaram da deliberação os membros do Comitê titulares da SGE, SEP, SFI, SNC e SPS.

[15] A GARDE ASSET não consta como acusada em outros processos sancionadores instaurados pela CVM. O BANCO BTG figurou nos seguintes processos: (i) RJ/02/1988 (arquivado) – ocorrência de condições artificiais de demanda, oferta e preço, manipulação de preços, realização de operações fraudulentas e uso de práticas não equitativas; (ii) TA/RJ/2016/06203 (com DGB para apreciação de defesas) – descumprimento ao art. 65-A, inciso I, da ICVM 409/04; (iii) TA/RJ/2017/04719 (com DGB para apreciação de defesas) – ocorrência de vendas a descoberto em período de cinco pregões que antecedem a data de fixação do preço da Oferta da OI S.A. e, concomitantemente, subscrição na oferta, infringindo assim o disposto no art. 1º da ICVM 530/12, que é considerado grave para fins do §3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76, na forma do art. 2º da referida Instrução.

[16] “§4º Em **casos excepcionais**, nos quais se entenda que **o interesse público determina a análise de proposta de celebração de termo de compromisso apresentada fora do prazo a que se refere o §2º**, tais como os de oferta de indenização substancial aos lesados pela conduta objeto do processo e de modificação da situação de fato existente quando do término do referido prazo, **o Colegiado examinará o pedido.**” (grifado)

[17] “§6º Nos casos referidos no §4º, o interessado deve encaminhar a proposta de celebração de termo de compromisso ao Relator do processo administrativo sancionador, que submeterá à apreciação do Colegiado.”

[18] Participaram da deliberação os membros do Comitê titulares da SGE, SEP, SFI, SNC e SPS.

[19] Participaram da deliberação os membros do Comitê titulares da SGE, SEP, SFI, SNC e SPS.



Documento assinado eletronicamente por **Fernando Soares Vieira, Superintendente**, em 30/08/2018, às 17:36, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Adriano Augusto Gomes Filho, Superintendente em exercício**, em 30/08/2018, às 17:56, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Jose Carlos Bezerra, Superintendente**, em 30/08/2018, às 18:22, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Alexandre Pinheiro dos Santos**,



Superintendente Geral, em 30/08/2018, às 20:00, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Carlos Guilherme de Paula Aguiar, Superintendente**, em 31/08/2018, às 10:29, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **0590079** e o código CRC **65DA1F36**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0590079** and the "Código CRC" **65DA1F36**.*
