



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2016/5348

(Processo Eletrônico nº 19957.003839/2016-02)

Reg. Col. nº 0402/2016

Acusado: Milton Luis Montanari

Assunto: Operações de *Money Pass* – Criação de condições artificiais de demanda, oferta e preço, nos termos definidos no inciso II, “a”, da Instrução CVM nº 08/1979.

Diretor-Relator: Gustavo Machado Gonzalez

VOTO

1. Neste processo julgamos se Milton Luis Montanari criou condições artificiais de demanda, oferta e preço de valores mobiliários, prática definida pelo inciso II, “a”, da Instrução CVM nº 08/1979 e vedada pelo inciso I do mesmo normativo.
2. Conforme descrito no relatório, Milton¹ é acusado de realizar intencionalmente 30 (trinta) operações de *day trade* por meio de duas contas mantidas junto a um mesmo intermediário – uma em seu nome e outra no nome de sua esposa. Essas contas, ambas controladas pelo Acusado, teriam sido utilizadas para realização de operações ilícitas com os ativos SNSY5 e TEKA3, entre 24.10.2011 e 01.03.2012.
3. Milton não nega que exercia controle sobre as duas contas. No entanto, afirma que o encontro de ofertas referentes à sua conta e a de sua esposa era acidental, i.e., no caso de SNSY5, como ele atuava utilizando estratégia de *market maker* informal, provendo

¹ Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto e que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes foi atribuído no relatório.



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

liquidez tanto para compras como para vendas, negócios aconteciam entre os cônjuges sem que essa fosse sua intenção. Afirma também que não acreditava que sua conduta era culpável.

4. Os argumentos do Acusado não convencem.

5. O fato de o Acusado realizar negócios para duas contas (sua e de sua esposa) e de elas figurarem como partes contrárias em negócios cursados em bolsa não caracterizam, por si só, nenhum ilícito. Da mesma forma, o fato de um investidor simultaneamente atuar nos dois lados do livro de ofertas não configura uma irregularidade *per se*. Nesse sentido, e considerando os argumentos de defesa, ressalto que existem estratégias lícitas de negociação nas quais o investidor continuamente mantém ofertas de compra e de venda em tela, provendo liquidez à semelhança de um formador de mercado, mas sem cumprir com as regras previstas na regulamentação em vigor² nem ter, em contrapartida, os benefícios usualmente conferidos aos formadores credenciados³.

6. Não obstante, entendo que tais considerações gerais não acodem o Acusado no concreto, uma vez que a Acusação logrou demonstrar que as operações realizadas por Milton tinham finalidade ilícita.

7. Em primeiro lugar, chama atenção o modo como Milton administrava as duas contas e realizava as operações aqui investigadas. O Acusado contratou um sistema eletrônico que lhe permitia inserir diretamente suas ordens. Em paralelo, transmitia à mesa de operações da corretora ordens em nome da sua esposa (de quem era procurador). Dessa forma, Milton conseguia dissimular a irregularidade praticada, bem como dificultar a sua detecção pela corretora, pelo autorregulador e pela CVM.

² Instrução CVM nº 384/2003 e regulamento para credenciamento do formador de mercado nos mercados administrados pela B3 – Ofício-Circular n 004/2012-DN.

³ P. ex. as instituições credenciadas como formadoras de mercado são usualmente isentadas dos emolumentos e das demais taxas incidentes sobre as operações com os valores mobiliários para os quais foram autorizadas a formar mercado.



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

8. As características dos negócios trazem outros dados que robustecem a tese da acusação. Os negócios que integraram as operações de *day trade* ocorreram em poucos segundos. Como demonstrado na peça acusatória, em 19.12.2011, foram realizadas duas operações: a primeira, às 14h00, começou com compra por L.M. e, 11 (onze) segundos depois, foi seguida de venda por Milton. Às 17h09min, novo *day trade* foi concluído entre os mesmos comitentes, com diferença de apenas 7 (sete) segundos entre cada negócio.

9. Ainda, a inserção das ordens para ambas as contas era realizada também com pequena diferença temporal. No mesmo pregão mencionado, chegou a alcançar meros 3 (três) segundos.

10. Vale ressaltar também que negócios celebrados entre os cônjuges apresentavam quantidades atípicas para os papéis. A título de exemplo, no pregão do dia 22.12.2011, foram realizados 14 (catorze) negócios com SNSY5. Apenas dois desses, relacionados a uma operação de *day trade* entre Milton e sua esposa, apresentaram a quantidade significativa de 20.000 (vinte mil) ações cada. Os demais negócios envolveram quantidades muito menores - entre 100 (cem) e 1.000 (mil) ações.

11. Nesse mesmo sentido, a Acusação demonstrou que, em 14 (catorze) pregões ocorridos no período analisado, os negócios entre os cônjuges representaram de 52,3% a 93,7% do volume total negociado dos ativos, apesar de, em quantidade de negócios, terem representado de 2,5% a 39,1%. Assim, entendo que não há dúvidas de que as operações objeto deste processo eram aptas a alterar e tiveram impacto efetivo no fluxo de ordens dos mercados de SNSY5 e TEKA3.

12. Ademais, por se tratar de ativos de baixa liquidez e com média de R\$0,10 (dez centavos) de diferença entre a melhor oferta de compra e de venda, Milton conseguia, agindo rápido, realizar negócios entre ambas as contas com pequena probabilidade de interferência de outros investidores.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

13. Por fim, é bastante eloquente o fato de todas as 30 (trinta) operações de *day trade* terem resultado em benefício para L.M., em detrimento da conta de Milton, demonstrando de maneira inequívoca que o Acusado agiu com o intuito de transferir recursos de uma conta para a outra, conhecendo de antemão os seus prováveis resultados.

14. Por outro lado, reconheço que Milton e sua esposa também realizaram negócios com SNSY5 e TEKA3 no período com outras contrapartes. Entendo, contudo, que tal fato sozinho não é suficiente para afastar a acusação. Nos casos em que L.M. atuou, temos um padrão de atuação bastante claro, onde Milton colocava ordens nos dois lados do livro em um curto espaço de tempo, utilizando-se de artifício para dificultar a identificação da irregularidade pela corretora (que, por tal motivo, foi absolvida no processo administrativo instaurado pela BSM), e que eram atípicas tanto no preço, quanto na quantidade. Assim, Milton tinha elevado controle sobre o mercado e razoável segurança que conseguiria realizar o negócio atuando nas duas pontas. Nesse sentido, é significativo notar que 30 das 42 operações de *day trade* realizadas por L.M. tiveram Milton como contraparte.

15. Ademais, o controle das contrapartes, o tipo de ofertas utilizadas e a sua dinâmica de envio se mostram incompatíveis com o fundamento econômico alegado: uma suposta estratégia de *market making* voluntário. Com efeito, a colocação de ofertas pelo formador de mercado simultaneamente em lados opostos do livro é feita por meio de ofertas limitadas. Apenas após a realização dos primeiros negócios o *market maker* realiza ofertas a mercado, com o objetivo de gerenciar seu estoque de ativos e obter lucro a partir da exploração do *spread*. Não há, portanto, nenhum fundamento econômico, plausível e legítimo, que justifique as operações objeto deste processo.

16. Todos esses fatos me levam a concluir que o Acusado utilizou a bolsa de valores para transferir recursos para a sua esposa, realizando as chamadas operações de *money pass*. Na forma como os ilícitos de mercado encontram-se definidos na Instrução CVM nº 08/1979, tal prática configura a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço, que segundo o inciso II, “a”, do referido normativo, são “aquelas criadas em



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

decorrência de negociações pelas quais seus participantes ou intermediários, por ação ou omissão dolosa, provocarem, direta ou indiretamente, alterações no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários”.

17. Como bem ressaltou Marcelo Trindade, a informação é o principal bem jurídico tutelado pela intervenção estatal no mercado de capitais⁴. A tutela da CVM abrange não só informações produzidas pelos emitentes de valores mobiliários, como também aquelas referentes às ofertas enviadas aos sistemas de negociação e aos negócios cursados no mercado⁵.

18. Trata-se de assunto de extrema importância, especialmente no mercado de bolsa, onde muitos investidores tomam 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”⁶.

19. O processo de formação de preços no mercado de valores mobiliários não deve sofrer interferências indevidas nem transparecer volumes negociados que não reflitam o real embate entre oferta e demanda pelo ativo, sinalizando erroneamente ao mercado valores que não condizem com a liquidez efetiva dos títulos. A transferência de recursos por meio de operações previamente acertadas ofende a integridade do mercado de valores mobiliários e viola a Instrução CVM nº 08/1979.

⁴ 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.

⁵ DOMBALAGIAN, Onnig H. *Chasing the Tape: Information Law and Policy in Capital Markets*. Cambridge: MIT Press, 2015.

⁶ 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*. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/20720>. Acesso em 05.04.2018.



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

20. Nesse sentido, vale mencionar a Deliberação CVM nº 14/1983, que, embora tenha sido editada com foco nos mercados a futuro e de opções, esclareceu que não deveriam ser consideradas legítimas as operações “que, embora atendendo a requisitos de ordem formal, sejam realizadas com a finalidade de gerar lucro ou prejuízo, previamente ajustados”.

21. Nesses termos, a mencionada Deliberação declara que as operações “que configurem negócios com resultados adrede acertados, por provocarem alterações indevidas no fluxo de ordem de compra e venda de valores mobiliários e, conseqüentemente, no volume de negócios e na formação regular de preços, são capituladas pela Instrução CVM nº 08, de 08.10.79, que vedou a prática e definiu o conceito de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários.”

22. Na mesma linha, a jurisprudência da CVM é firme ao proibir a realização de negociações fictícias no mercado⁷. É o que se verifica, por exemplo, no voto da Diretora Norma Jonssen Parente no julgamento do PAS CVM nº RJ2002/5015:

“É na dissimulação da verdadeira finalidade do negócio que consiste a essência da criação de condições artificiais de mercado, estando a artificialidade presente, no caso, em cada negócio que forjava uma compra e venda quando na realidade nada se queria comprar ou vender. Criar condições artificiais, em suma, é promover negócios que dão a falsa impressão aos demais participantes do mercado de que são reais, verdadeiros e autênticos.”

23. No caso em apreço, restou demonstrada a conduta dolosa do Acusado que, ao realizar operações com o objetivo de promover a transferência de recursos entre os dois comitentes, criou um parâmetro equivocado do verdadeiro volume de operações existente naqueles pregões, para aqueles ativos. Noto, ademais, que embora a norma em questão não exija a obtenção de resultados materiais para os agentes que a praticam, restou também

⁷ E.g. PAS CVM nº 12/2010, j. em 07.10.2014, Dir. Rel. Luciana Dias; PAS CVM nº 04/2013, j. em 24.02.2014, Dir. Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novais; PAS CVM nº 16/2001, j. em 03.11.2005, Dir. Rel. Norma Parente; PAS CVM nº 12/2004, j. em 11.05.2010, Dir. Rel. Alexsandro Broedel Lopes; PAS CVM nº RJ2002/5015, j. em 11.12.2003, Dir. Rel. Norma Jonssen Parente.



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

demonstrado que o Acusado logrou transferir a importância de R\$ 25.985,00 (vinte e cinco mil novecentos e oitenta e cinco reais) para L.M.

24. Por fim, ressalto que ainda que as operações de *money pass* não visem falsear o mercado, mas viabilizar a transferência de recursos entre dois particulares, elas prejudicam a confiabilidade das informações endógenas ao processo de negociação. Essa consequência necessária do meio escolhido, danosa e previsível, ofende a integridade do mercado e merece reprimenda por parte da CVM, nomeadamente em casos onde tais operações são realizadas em mercados de menor liquidez e envolvem volumes significativos considerando o histórico de negociação do papel.

25. A CVM e a BSM - BM&FBOVESPA Supervisão de Mercado têm feito uso crescente de ferramentas tecnológicas para identificar operações artificiais e outros artifícios idôneos para dar indicações falsas a respeito das condições de demanda, oferta ou preço no mercado de valores mobiliários. Em paralelo, a Autarquia tem tomado medidas para assegurar respostas proporcionais à ofensa identificada. Não se pode, contudo, olvidar que tais operações podem também configurar ilícitos de outra natureza, tais como a lavagem de dinheiro ou a sonegação tributária, cabendo, portanto, notificação às autoridades competentes para apurar tais matérias.

26. Diante de todo o exposto, voto pela condenação de Milton Luis Montanari à pena de multa pecuniária no valor de R\$ 100.000,00 (cem mil reais), pela criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, em infração ao inciso I c/c inciso II, “a”, da Instrução CVM nº 08/1979.

27. Para fins de dosimetria, considero como agravante que Milton cometeu a irregularidade mediante dissimulação, que logrou transferir efetivamente os recursos mencionados, que a conduta se protraiu por mais de 4 (quatro) meses (entre 24.10.2011 e 01.03.2012, datas da primeira e última operação de *day trade*, respectivamente) e o fato de as operações ilícitas por ele realizadas terem representado mais da metade do volume em



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

14 (catorze) pregões para os ativos mencionados. Por outro lado, contam como atenuantes os bons antecedentes e o baixo valor envolvido.

É como voto.

Rio de Janeiro, 17 de abril de 2018

Gustavo Machado Gonzalez

Diretor-Relator