

EXTRATO DA SESSÃO DE JULGAMENTO DO PROCESSO ADMINISTRATIVO
SANCIONADOR CVM nº RJ2016/5348

- Acusado: Milton Luis Montanari
- Ementa: Criação de condições artificiais de demanda, oferta, ou preço no mercado de valores mobiliários. *Multa*.
- Decisão: Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, com base na prova dos autos e na legislação aplicável, por unanimidade de votos, com fundamento no art. 11 da Lei nº 6.385/76, considerando, por um lado, como agravante para a dosimetria da pena o cometimento de irregularidade mediante dissimulação – que logrou transferir recursos financeiros – e o período em que efetuou as operações (operações essas que representaram mais da metade do volume negociado em 14 pregões); e, por outro, como atenuante de sua conduta, os seus bons antecedentes e o baixo valor envolvido nas operações irregulares, DECIDIU:

APLICAR ao acusado **Milton Luis Montanari a penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 100.000,00**, pela criação de condições artificiais de demanda, oferta, ou preço no mercado de valores mobiliários, caracterizando a modalidade conhecida como *'money pass'*, infringindo, dessa forma, o disposto no inciso I, combinado com o inciso II, 'a', da Instrução CVM nº 08/79.

O acusado punido terá um prazo de 30 dias, a contar do recebimento de comunicação da CVM, para interpor recurso, com efeito suspensivo, ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, nos termos dos artigos 37 e 38 da Deliberação CVM nº 538/2008.

Ausente o acusado, sem representante constituído.

Presente a Procuradora-federal Luciana Gabriel Dayer, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Participaram da Sessão de Julgamento os Diretores Gustavo Machado Gonzalez, Relator, Gustavo Borba, Henrique Balduino Machado Moreira, Pablo Renteria e o Presidente da CVM, Marcelo Santos Barbosa, que presidiu a Sessão.

Rio de Janeiro, 17 de abril de 2018.

Gustavo Machado Gonzalez
Diretor-Relator

Marcelo Santos Barbosa
Presidente da Sessão de Julgamento

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2016/5348

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.

Relator: Diretor Gustavo Machado Gonzalez

RELATÓRIO

I. INTRODUÇÃO.

1. Trata-se de processo administrativo sancionador (“PAS”) instaurado pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (“SMI”) para apurar a eventual responsabilidade de Milton Luis Montanari (“Milton” ou “Acusado”), por prática de criação de condições artificiais de demanda, oferta e preço de valores mobiliários, em infração ao inciso I da Instrução CVM nº 8/1979, nos termos do inciso II, “a”, do mesmo normativo¹.

2. Este PAS teve como origem o Processo Administrativo Disciplinar nº 50/2012 (“PAD BSM nº 50/2012²”), conduzido pela BM&FBovespa Supervisão de Mercados (“BSM”), em que figuraram como acusados um intermediário e três de seus funcionários, em decorrência da prática de criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, além do descumprimento da Instrução CVM nº 301/99 e do Regulamento de Operações do Segmento Bovespa.

3. Com base nas informações enviadas pela BSM, a SMI instaurou o presente PAS para apurar a conduta do investidor envolvido.

II. ACUSAÇÃO.

4. Segundo a apuração dos fatos realizada no âmbito do PAD BSM nº 50/2012, Milton e o seu cônjuge, L.M., realizaram 30 (trinta) operações *day trades* entre si, no período de 24.10.2011 a 09.03.2012, envolvendo ações de emissão da Sansuy S.A. (código de negociação SNSY5) e da Teka - Tecelagem Kuehnrich S.A. (código de negociação TEKA4), ativos sem elevada liquidez, com 100% de acerto para L.M. em detrimento de Milton, resultando em lucro bruto de R\$25.885,00. Essas operações teriam sido realizadas por meio de negócios intermediados pela mesma corretora, com oscilações de preço e volume significativas quando comparadas ao volume total diário de negociação dos papéis, criando preços e quantidades negociadas artificiais.

5. Segundo a BSM e a corretora, as operações de Milton foram executadas por uma sessão DMA denominada “GL Trade”, voltada para investidores que operam grandes volumes e que possuem conhecimento de mercado. A sessão contratada pelo Acusado permitia a inserção de suas próprias ordens no sistema.

6. Em 09.05.2016, foi enviado ofício³ a Milton solicitando a sua manifestação sobre a realização das operações investigadas para os fins previstos no artigo 11 da Deliberação CVM nº 538/2008⁴.

7. Em resposta, o Acusado afirmou: (i) que tinha autorização de sua esposa, por meio de procuração, para realizar operações em seu nome; (ii) que atuava praticamente como *market maker*, sendo responsável por cerca de 70% do mercado no caso de SNSY5; (iii) que, por muitas vezes, pelo fato de o ativo ser

pouco líquido, havia leilão e, quando isso ocorria, às vezes “tinha que defender para não jogarem a cotação para baixo, distorcendo a realidade do papel” e acabava por “pegar ordem pendurada de minha esposa que não dava tempo de cancelar, podendo sim, gerar lucro ou prejuízo, que, para mim, não fazia diferença por conta de ser nosso dinheiro”, e (iv) que “esse papel virou pó justamente depois que eu não tinha mais dinheiro para comprar e assim sustentar o preço mais justo”⁵.

8. A Acusação alega (i) que a conclusão das operações de *day trade* ocorriam em curto intervalo de tempo, i.e., entre a compra realizada por Milton em nome de L.M. e a posterior venda, tendo como contraparte o próprio Milton (ou vice-versa), decorriam poucos segundos; (ii) que as quantidades negociadas entre os cônjuges seriam atípicas para os ativos; e (iii) que Milton realizava outros negócios antes dos *day trades* com sua esposa, o que corroboraria sua afirmação de que atuava como *market maker*.

9. A SMI afirma também que o fato de os ativos terem baixa liquidez e diferença significativa entre a melhor oferta de compra e a melhor oferta de venda (em média de R\$ 0,10, dez centavos) teria possibilitado a execução de negócios diretos e a realização das operações entre os cônjuges.

10. Ainda, alega que as operações realizadas por Milton em 14 dos pregões analisados representaram de 52,3% a 93,7% do volume total negociado dos ativos.

11. A SMI concluiu que as 30 operações *day trades* realizadas entre Milton e L.M., no período de 24.10.2011 a 09.03.2012, envolvendo os papéis SNSY5 e TEKA4, configuraram a criação de condições artificiais de demanda, oferta e preço dos ativos, em infração ao inciso I da Instrução CVM nº 8/79, nos termos do inciso II, “a”, do mesmo normativo.

III. MANIFESTAÇÃO DA PFE.

12. Em 06.07.2016, a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM entendeu que a peça acusatória preenchia os requisitos constantes dos artigos 6º e 11 da Deliberação CVM nº 538/2008⁶.

IV. DEFESA.

13. Em 06.10.2016, Milton apresentou defesa, reiterando os seus argumentos, apresentados ainda na fase de investigação. Adicionou que não acreditava que estava fazendo algo de errado e que dava liquidez ao mercado⁷.

V. DA DISTRIBUIÇÃO DO PROCESSO.

14. Este processo foi originalmente distribuído em 20.10.2016 para o então Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes, cujo mandato se encerrou em 31.12.2016. Por tal motivo, em 03.01.2017, o processo foi redistribuído para o Diretor Gustavo Tavares Borba. Em reunião do Colegiado ocorrida no dia 14.07.2017, o processo foi novamente redistribuído e fui designado seu relator.

É o Relatório.

Rio de Janeiro, 17 de abril de 2018.

Gustavo Machado Gonzalez

Diretor-Relator

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. II - Para os efeitos desta Instrução conceitua-se como: *Omissis* a) condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários aquelas criadas em decorrência de negociações pelas quais os 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.

² Doc. 0117437.

³ Ofício nº 20/2016/CVM/SMI/GMA-1, fls. 2-3 do doc. 0173583.

⁴ Art. 11. Para formular a acusação, as Superintendências e a PFE deverão ter diligenciado no sentido de obter do investigado esclarecimentos sobre os fatos descritos no relatório ou no termo de acusação, conforme o caso. (...)

⁵ Doc. 0117440.

⁶ Docs. 0130060, 0130061 e 0130062.

⁷ Doc. 0173583.

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2016/5348

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.

Relator: Diretor 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 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 a 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 as 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 auto-regulador e pela CVM.

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 segundos depois, foi seguida de venda por Milton. Às 17h09min, novo *day trade* foi concluído entre os mesmos comitentes, com diferença de apenas 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 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 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 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.

13. Por fim, é bastante eloquente o fato de todas as 30 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 o 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 decorrência de negociações pelas quais os 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 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 humana⁶".

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.

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 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 a falsear o mercado, mas, a 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 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 14 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

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.

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

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.

⁷ E.g. 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.