

EXTRATO DA SESSÃO DE JULGAMENTO DO PROCESSO ADMINISTRATIVO
SANCIONADOR CVM nº RJ2016/7192

- Acusados: José Joaquim Paifer
Paiffer Management Ltd. – ME
- Ementa: Manipulação de preços por meio da inserção de ordens artificiais de compra e venda de valores mobiliários, caracterizando a prática de *spoofing*. Multas.
- 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, II, da Lei nº 6.385/76, considerando, de um lado, a gravidade e a prática reiterada da conduta delitativa, a vantagem auferida, ou pretendida, pelo infrator, o dano à imagem do mercado de valores mobiliários e a especialização dos agentes e, de outro, a primariedade dos acusados, decidiu:
1. APLICAR ao acusado **José Joaquim Paifer** a penalidade de **multa pecuniária no valor de R\$ 684.000,00**, equivalente a duas vezes o valor da vantagem econômica obtida pela prática de manipulação de preços por meio da inserção de ordens artificiais de compra e venda, na modalidade *spoofing*, infringindo, dessa forma, o disposto no inciso I, c/c o item II, "b", da Instrução CVM nº 8/79; e
 2. APLICAR à **Paiffer Management Ltd. – ME** a penalidade de **multa pecuniária no valor de R\$ 1.710.000,00**, equivalente a duas vezes a vantagem econômica obtida pela prática de manipulação de preços por meio da inserção de ordens artificiais de compra e venda, na modalidade *spoofing*, em infração ao disposto no inciso I, c/c o item II, 'b', da Instrução CVM nº 08/79.

O Colegiado determinou, ainda, oficiar o Ministério Público Federal no Estado de São Paulo para conhecimento do teor deste julgamento e análise das providências que julgar cabíveis no âmbito de sua competência, em complemento ao Ofício nº 166/2016/CVM/SGE, de 11 de outubro de 2016.

Os acusados punidos terão 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, de 05 de março de 2008, prazo esse, ao qual, de acordo com a orientação fixada pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, poderá ser aplicado o disposto no art. 191 do Código de Processo Civil, que concede prazo em dobro para recorrer quando os litisconsórcios tiverem diferentes procuradores.

Ausentes os acusados e os representantes constituídos.

Presente a Procuradora-federal Cristiane Iwakura, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

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

Ausente o Diretor Gustavo Machado Gonzalez.

Rio de Janeiro, 13 de março de 2018.

Henrique Balduino Machado Moreira
Diretor-Relator

Marcelo Santos Barbosa
Presidente da Sessão de Julgamento

**PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2016/7192
SEI nº 19957.005977/2016-18**

Acusados: José Joaquim Paifer
Paiffer Management Ltda.

Objeto: Responsabilidade pela prática de manipulação de preços no mercado de valores mobiliários por meio da inserção de ordens artificiais de compra e venda no livro de ofertas, modalidade *spoofing*, em infração ao item I, c/c o item II, letra "b", da Instrução CVM nº 8/1979.

Relator: Diretor Henrique Balduino Machado Moreira

Relatório

I – Objeto.

1. Trata-se de Termo de Acusação elaborado pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários ("SMI" ou "Acusação") para apurar a responsabilidade de José Joaquim Paifer ("José Joaquim" ou "Acusado"), na qualidade de administrador de carteira, pelo descumprimento do inciso I, c/c o item II, "b", da Instrução CVM nº 8/79¹, em razão da prática de manipulação de preços por meio da inserção de ordens artificiais de compra e venda, na modalidade *spoofing*, no período de 06.03 a 26.11.2013, envolvendo principalmente opções de Vale S.A.

2. Este processo também perquire a responsabilidade de Paiffer Management Ltda. – ME ("Paiffer" ou "Acusada"), na qualidade de investidora, pelo descumprimento do inciso I, c/c o item II, "b", da Instrução CVM nº 8/79, em razão da prática de manipulação de preços por meio da inserção de ordens artificiais de compra e venda, na modalidade *spoofing*, no período de 06.03 a 08.07.2015, envolvendo principalmente contratos futuros de dólar e de índice Ibovespa e opções de Vale S.A e Petróleo Brasileiro S.A – Petrobras.

II – Origem.

3. Este processo foi originado do Processo CVM SEI nº 19957.002411/2016-34, que tratou de acusação conduzida pela BM&FBovespa Supervisão de Mercados – BSM, no âmbito do Processo Administrativo Ordinário nº 05/2016, em que se apurou a eventual responsabilidade da Planner Corretora de Valores S.A. ("Planner") e de Cláudio Henrique Sangar decorrente da prática de *spoofing*

realizada por sua cliente, a Paiffer Management Ltda. – ME, ora Acusada. Com base nas informações enviadas pela BSM, a SMI considerou estarem presentes as condições para a apuração da conduta dos investidores, ora Acusados.

III – Dos Fatos e da Acusação.

4. Em 08.04.2016, a BSM enviou à SMI o OFÍCIO/Nº 0522/2016/SAM/DAR/BSM (fls. 1/2), por meio do qual encaminha o termo de acusação referente ao supracitado Processo Administrativo Ordinário nº 05/2016. A missiva veiculava ainda o Parecer da Superintendência de Acompanhamento de Mercado nº 61/2016 (fls. 3/26) (“Parecer”), e seus anexos (fls. 104/940), acerca das operações realizadas pelos Acusados por intermédio das corretoras Planner, UM Investimentos S.A CTVM (“UM”) e OCTO CTVM S.A (“OCTO”), no período de 06.03.2013 a 08.07.2015, em que teria sido identificada a utilização de *spoofing* em ofertas registradas via DMA. Na documentação enviada pela BSB, destaca-se ainda a carta da UM (fls. 110/111), que discorre sobre a investigação realizada por aquela corretora.

5. O Parecer relata que a estratégia de *spoofing* dos Acusados teve como característica a inserção de ofertas de compra ou de venda com lote expressivo de ações e opções no segmento Bovespa e contratos futuros no segmento BM&F, que foram posteriormente canceladas, em curto intervalo de tempo, cujo objetivo seria o de atrair contrapartes para a execução de suas ofertas, constantes no lado oposto do livro, por meio de simulação de pressão compradora ou vendedora nos valores mobiliários.

6. Essa estratégia teria como objetivo favorecer o encerramento, ou a abertura de posições assumidas pelos Acusados, 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.

7. Segundo o Parecer, o tamanho e o nível de preço das ofertas expressivas registradas por Paiffer e José Joaquim foram essenciais para atrair contrapartes para execução das ofertas dos Acusados constantes na ponta oposta do livro, dado que os demais participantes de negociação reagiram imediatamente à sinalização de pressão compradora ou vendedora.

8. Essa reação imediata à pressão exercida pelos Acusados foi observada no comportamento de outros participantes, que alteraram ou registraram novas ofertas para melhores níveis de preço do ativo. Esses participantes seguiram 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. O Parecer considerou 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 às 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 seis vezes maiores que o tamanho médio praticado pelo mercado nos três pregões que antecederam o negócio e; (iii) que tenham permanecido menos de 10 segundos no livro do ativo.

11. Por sua vez, a carta da corretora UM, enviada em atenção à solicitação da BSM, relata que procedeu à investigação dos fatos referentes aos negócios realizados pela conta que tem como titular José Joaquim nos pregões 03/04, 04/04 e 05/04/2013 com VALED34 e em 10/04/13 com OGXP3. Em paralelo, questionou o Agente Autônomo de Investimentos sobre a participação dele no processo de decisão de negociação de José Joaquim e obteve a seguinte resposta:

"O cliente opera por conta própria e tem sua estratégia executada por ele mesmo. Em alguns casos ele nos utiliza para inserção de ordens, casos esses esporádicos. Não temos nenhuma influência sobre a forma como o cliente opera, ou na sua tomada de decisão. Acreditamos que o mesmo faça uso de algoritmo, ou algum outro trade system para parametrizar as suas operações".

12. Em 20.06.2016, foi enviado o Ofício nº 32/2016/CVM/SMI/GMA-1 ao José Joaquim, solicitando manifestação para os fins previsto no art. 11² da Deliberação CVM nº 538. O acusado respondeu que:

"Em dezembro de 2012, José Joaquim Paifer e, logo mais, a Tuchê Asset Management, contrataram dois traders: Rafael Damiaty Ferreira Alves e Saulo Alves de Carvalho Sampaio, que operavam estratégias de day-trade há mais de cinco anos nos mercados de opções e ações. As estratégias por eles apresentadas se resumiam em basicamente dois tipos:

- (i) a compra, ou venda, tendenciada com base na correlação e desempenho do índice futuro Ibovespa;*
- (ii) a compra ou venda de acordo com a tendência do ativo.*

Lotes expressivos:

Os lotes são colocados com base nos limites de riscos formais da corretora e que estamos disponíveis para operar. Com base na planilha de Black&Shoes – onde buscamos precificar uma opção com base no preço do ativo, volatilidade e expectativas – inserimos ordens onde nos sentimos confortáveis para vender lotes maiores, possibilitando um risco menor naquele momento. Negociamos em diversos dias um total superior a três milhões de opções em cada ponta, sendo que as métricas de preço e risco nos permitem colocá-los ao preço que poderia ser feito com segurança de ser executado com possibilidade de maior ganho. As ordens são inseridas e canceladas conforme as condições de mercado e precificação que temos. Não consideramos lotes expressivos.

Cabe ressaltar que todos os dias as quantidades negociadas dos ativos eram muito superiores aos lotes considerados expressivos, portanto, nossas ordens eram firmes, apenas mudavam de acordo com as correlações dos índices e precificações.

Explicando a estratégia:

Tendência base da bolsa, tendência base do papel.

Invertemos as ordens de acordo com o movimento do ativo, nunca iniciamos o movimento, caso ele seja contrário ao movimento inicial, buscamos stops que possam fazer com que não haja perda operacional. Exemplo: comprou a 0,40 e quer vender no 0,41; se o papel não andou, vendemos no 0,40. O norte normalmente é a operação tendenciada com base no índice futuro de IBOVESPA, que pode fazer movimento contrário ao papel.

Perante nossas métricas de riscos traçadas, não podemos correr risco maior de R\$ 0,01 (um centavo) por ação, visto que aos preços do patamar analisado já apresentavam potencial de 2,5% de perda e de ganho.

Isso explica a adoção de estratégias diferentes para o mesmo papel esclarecendo inclusive a existência de ordens opostas com o mesmo ativo.

Papeis Operados.**Vale**

Iniciamos as nossas operações nas opções da VALE por entender que temos um modelo muito assertivo de precificação do ativo. Ele atendia a todos os critérios: volatilidade, liquidez, liquidez para zerar uma posição grande etc.;

OGX

Em função de diversas razões, passamos a operar de forma mais contundente:

(i) 3º papel mais líquido da bolsa;

(ii) menor custo com emolumentos do que o mercado de opções;

(iii) grande volatilidade;

(iv) papel com correlação ao índice Ibovespa; e

(v) grande fluxo de operações de financiamento, reversão, travas, arbitragem.

Cabe ainda esclarecer que:

(i) nossos negócios eram sempre firmes;

(ii) sempre negociamos quantidades muito superiores aos lotes ofertados por ordem; e (iii) nunca tivemos a intenção de influenciar os preços, uma vez que sempre fizemos negócios em todos os preços do dia;

Esclarecemos também que, desde março de 2015, os traders acima mencionados não fazem mais parte do quadro societário, ou do time de traders da Tuchet Asset Management”.

13. Em 23.06.2016, foi enviado o OFÍCIO/nº33/2016/CVM/SMI/GMA-1 à Paiffer, também solicitando manifestação para os fins previstos no art. 11 da Deliberação CVM nº 538. A acusada respondeu que:

“Em 01.10.2013, a Paiffer Management Ltda – Me contratou dois traders que vinham de uma ótima performance na Tuchê Asset Management Administração de Carteiras Ltda., mas, por problemas de volatilidade nas suas operações (perdem em alguns dias e ganham em outros), passaram a operar com o capital próprio da companhia. Eles eram os responsáveis pelas operações até março de 2015, quando se desligaram completamente após um grande prejuízo causado.

Os traders eram Rafael Damiati Ferreira Alves e Saulo Alves de Carvalho Sampaio.

A estratégia utilizada por eles era a mesma utilizada anteriormente no Asset, que são:

- (i) a compra ou venda tendenciada com base na correlação e desempenho do índice futuro Ibovespa;*
- (ii) a compra ou venda de acordo com a tendência do ativo.*

Lotes expressivos:

Os lotes são colocados com base nos limites de riscos formais da corretora e que estamos disponíveis para operar. Com base na planilha de Black&Shoes, onde buscamos precificar uma opção com base no preço do ativo, volatilidade e expectativas, inserimos ordens onde nos sentimos confortáveis para vender lotes maiores, possibilitando menor risco naquele momento. Negociamos em diversos dias um total superior a três milhões de opções em cada ponta, sendo que as métricas de preço e risco nos permitem colocá-los ao preço que poderia ser feito com segurança de ser executado com a possibilidade de maior ganho. As ordens são inseridas e canceladas conforme as condições de mercado e precificação que temos. Não consideramos lotes expressivos.

Cabe ressaltar que, todos os dias, as quantidades negociadas dos ativos eram muito superiores aos lotes considerados expressivos; portanto, nossas ordens eram firmes, apenas mudavam de acordo com as correlações dos índices e precificações.

Explicando a estratégia:

Tendência base da bolsa, tendência base do papel.

Invertemos as ordens de acordo com o movimento do ativo, nunca iniciamos o movimento caso ele seja contrário ao movimento inicial; buscamos stops que possam fazer com que não haja perda operacional. Exemplo: comprou a 0,40 e quer vender no 0,41; se o papel não andou, vendemos no 0,40. O norte normalmente é a operação tendenciada com base no índice futuro de IBOVESPA que pode fazer movimento contrário ao papel.

Perante nossas métricas de riscos traçadas, não podemos correr risco maior de R\$ 0,01 (um centavo) por ação, visto que aos preços do patamar analisado já apresentavam potencial de 2,5% de perda e de ganho.

Isso explica a adoção de estratégias diferentes para o mesmo papel, esclarecendo, inclusive, a existência de ordens opostas com o mesmo ativo.

Papeis Operados.

Vale

Iniciamos nossas operações nas opções da VALE por entender que temos um modelo muito assertivo de precificação do ativo. Ele atendia a todos os critérios: volatilidade, liquidez, liquidez para zerar uma posição grande etc.;

OGX

Em função de diversas razões, passamos a operar de forma mais contundente:

- (i) 3º papel mais líquido da bolsa;*
- (ii) menor custo com emolumentos do que o mercado de opções;*
- (iii) grande volatilidade;*
- (iv) papel com correlação ao índice Ibovespa; e*
- (v) grande fluxo de operações financiamento, reversão, travas, arbitragem.*

Cabe ainda esclarecer que:

- (i) nossos negócios eram sempre firmes;*

(ii) sempre negociamos quantidades muito superiores aos lotes ofertados por ordem; e (iii) nunca tivemos a intenção de influenciar os preços, uma vez que sempre fizemos negócios em todos os preços do dia; Esclarecemos também que, desde março de 2015, os traders acima mencionados não fazem mais parte do quadro societário, ou do time de traders da Tuchet Asset Management”.

14. Em 5 de setembro de 2016, foi elaborado o Termo de Acusação pela SMI, relatando as conclusões do Parecer e as respostas enviadas aos ofícios daquela área técnica. A acusação também descreve os depoimentos prestados em 11 de julho de 2016 por telefone pelos senhores Rafael Damiaty Ferreira Alves e Saulos Alves de Carvalho Sampaio. Transcreve-se:

Depoimento do Sr. Rafael Damiaty (0152430):

Marco Papera (CVM): *Meu nome é Marco Antonio Papera Monteiro, eu sou analista da Comissão de Valores Mobiliários. Nós temos algumas operações em análise e no curso dos trabalhos surgiu o seu nome, e eu estou entrando em contato para obter alguns esclarecimentos. O senhor teria um tempinho?*

Rafael Damiaty: *Claro, claro.*

Marco Papera (CVM): *Preciso informar que esta ligação está sendo gravada, e que o senhor tem o direito de não responder qualquer pergunta caso não se sinta confortável. Hoje é dia onze de julho de 2016, e são 12h57min. No período de março de 2013 a março 2015 foram detectadas algumas operações realizadas por Paiffer Management Ltda. e Jose Joaquim Paiffer. Operações com opções de Vale com contrato futuro de Bovespa e contratos futuros de dólar. Essas operações tiveram a seguinte característica: colocação de uma oferta de venda de um determinado lado do livro, por exemplo, quero vender 100 ações do papel da opção tal. E, no momento seguinte, colocação de ofertas de um número muito elevado de outra ponta do livro. Por exemplo, se eu quero vender 100 ações, no momento seguinte foi verificada a colocação de oferta de compra de um lote muito grande, por exemplo, dois milhões de ações, e depois três milhões de ações. Essas ofertas ficavam no livro em um período de tempo muito curto, no máximo 10 segundos e retiradas. Isto causava uma oferta, uma pressão compradora e aí depois de realizada a primeira oferta inserida, que era a venda das 100 ações, a estratégia não era mais feita. Ao questionar a Paiffer Management Ltda. e Jose Joaquim Paiffer, ele respondeu que o senhor e o senhor Saulo eram os responsáveis por estas operações. O senhor confirma esta informação?*

Rafael Damiaty: *Não, até porque eu e o Saulo trabalhávamos como consultores na mesa, e quem era o gestor, que fazia todas as operações, sempre foi o Joaquim. Tanto que as plataformas, tudo, sempre foram diretamente no nome dele. Então a gente passava as operações, lá se operava de tudo, índice, papeis, dólar, passávamos as operações, e quem fazia toda a parte de direção era o gestor. Tanto que ele é gestor do escritório, da parte Management.*

Marco Papera (CVM): *Passavam então a sugestão da operação?*

Rafael Damiaty: *Isto, sempre fazíamos a sugestão da operação. Tanto eu quanto o Saulo tínhamos um escritório, depois fomos para a Paiffer como*

consultores, e aí nós sugeríamos as operações, mas quem fazia tudo era o Joaquim. Tanto que as plataformas eram todas no nome dele, não teria como ser diferente.

Marco Papera (CVM): Estas operações, tanto no nome dele quanto no nome da Paiffer Management, quem realizava estas operações era o José Joaquim Paifer então?

Rafael Damiani: Sim, como falamos, a gente trabalhava na parte da sugestão, fazia a elaboração das operações e repassava as operações.
(...)

Marco Papera (CVM): De todo o modo, o senhor não tinha autonomia para realizar operações em nome do Joaquim, ou em nome da Paiffer?

Rafael Damiani: Não, tanto que a plataforma estava diretamente no nome dele. Eu e o Saulo fazíamos a parte de sugestão de operações.

Depoimento do Sr. Saulo Alves (0152429):

Marco Papera (CVM): Meu nome é Marco Antonio Papera Monteiro, eu sou da Comissão de Valores Mobiliários. Nós temos algumas operações em análise e no curso dos trabalhos surgiu o seu nome, e eu estou entrando em contato para obter alguns esclarecimentos. O senhor teria um tempinho?

Saulo: Claro, claro.

Marco Papera (CVM): Preciso informar que esta ligação está sendo gravada, e que o senhor tem o direito de não responder a qualquer pergunta caso não se sinta confortável. Hoje é dia onze de julho de 2016, e são 12h25min. No período de março de 2013 a março 2015 foram detectadas algumas operações realizadas pela Paiffer Management Ltda. e por Jose Joaquim Paiffer. O senhor trabalhou nesta empresa? O senhor trabalhou para o senhor Jose Joaquim Paifer neste período?

Saulo Alves: 2013, né? Trabalhei Sim.

Marco Papera (CVM): Detectamos neste período muitas operações com a estratégia de spoofing. O senhor sabe o que é spoofing?

Saulo Alves: Não.

Marco Papera (CVM): Spoofing é o posicionamento da oferta de um dos lados do livro, e, aí, no momento seguinte, há o registro de ofertas com lote grande do outro lado do livro, em um curto período de tempo, o que causa uma pressão na ponta oposta, que faz com que o outro negócio colocado do outro lado do livro seja fechado. E esta oferta grande do outro lado é cancelada em um período curto de tempo. Nós selecionamos algumas operações. Estas operações a que eu estou me referindo são especificamente as ofertas colocadas com tamanho pelo menos 1,8 vezes maior que a soma de todas as ofertas constantes no mesmo lado do livro, até o terceiro nível de preço, realizadas com opções de Vale, contratos futuros de taxa de câmbio e contratos futuro de BOVESPA. E estas ofertas foram seis vezes maiores que o tamanho médio praticado pelo mercado, e

ficaram no livro em um período de até dez segundos. Encaminhamos uma correspondência para o senhor Jose Joaquim Paifer, questionando a realização destas operações. Em resposta, tanto o Jose Joaquim Paifer quanto a Paiffer Management informaram que você era um dos responsáveis pela realização destas operações. O senhor confirma?

Saulo Alves: *Óbvio que não.*

Marco Papera (CVM): *Vou ler a resposta para você: ... "Em 01.10.2013, a Paiffer Management Ltda. – Me, contratou dois traders que vinham de uma ótima performance na Tuchê Asset Management Administração de Carteiras Ltda., mas, por problemas de volatilidade nas suas operações (perde alguns dias e ganham em outros), passaram a operar com o capital próprio da companhia. Eles eram os responsáveis pelas operações até marco de 2015, no qual se desligaram completamente após um grande prejuízo causado". Estas afirmações se referem ao senhor e ao senhor Rafael Damiani Ferreira Alves. O senhor não confirma esta informação?*

Saulo Alves: *Não, nós tínhamos feito uma parceria com eles, outra empresa que foi criada, chamada WHPH, foi uma empresa criada para fazer operações de bolsa. A WHPH, eu e o Rafael ficaríamos responsáveis por encontrar operações de bolsa, operações estas que seriam discutidas entre os sócios; no caso, eu, Rafael e Carol e, após o aval dele, as operações eram feitas. Nosso papel lá era encontrar oportunidades. Tanto é que vocês que são da CVM e têm acesso ao contrato de day-trade da Paiffer Management e tal, vocês vão ver que a gente nunca entrou em nenhum lugar de Paiffer Management. Nós não éramos nem sócios, muito menos funcionários.*

Marco Papera (CVM): *Não eram funcionários da Paiffer Management, nem funcionário do Senhor Jose Joaquim Paifer?*

Saulo: *Nunca fui funcionário dele.*

Marco Papera (CVM): *Nunca realizaram nenhuma operação em nome da Paiffer Management, ou em nome do Jose Joaquim Paifer?*

Saulo Alves: *Não, todas as operações que realizamos foram feitas com a autorização dele, nós não tínhamos autonomia. Nossa parceria foi feita exatamente para isto, para identificar operações. Inclusive as operações na qual a gente mais identificou oportunidade foi na OGX.
(...)*

15. Assim, com esteio nas informações prestadas pela BSM e nas respostas colhidas durante a instrução, a Acusação afirma que, entre 01.10.2013 e 08.09.2014, a Paiffer realizou 463 estratégias de *spoofing* nos segmentos de negociação da BM&FBOVESPA em operações intermediadas pela UM. Essas estratégias teriam ocasionado 3.263 negócios que geraram ao investidor lucro bruto em diferencial de *spread* de R\$ 179 mil no período. Transcreve-se abaixo um exemplo de estratégia de *spoofing* observada pela SMI:

"24. No exemplo abaixo, ocorrido no segmento de negociação BOVESPA, está descrita a estratégia de *spoofing* envolvendo negócios de compra realizados com séries de opções sobre ações emitidas pela Vale S.A. (VALEK36), realizados por Pfaiffer Management em 06.11.2013, por intermédio da UM Investimentos S.A CTVM.

25. As tabelas abaixo demonstram o livro de ofertas de VALEK36, contendo horários de registro, preços e quantidades ofertadas da série de opções em 06.11.2013. Nesse exemplo, a Paiffer registrou uma oferta de compra de 50.000 opções de séries VALEK36, às 10h22m48s626ms, ao preço de R\$ 0,39, conforme destacado na tabela (posicionamento para a execução de negócio).

Livro de ofertas de VALE35 em 06.11.2013, às 10h22m48s626ms, com destaque para a oferta inserida pela Paiffer Management.

Ofertas de Compra					Ofertas de Venda				
Hora de Registro	Participante	Cliente	Quantidade	Preço em R\$	Preço em R\$	Quantidade	Cliente	Participante	Hora de Registro
10:22:42.418	37		19.600	0,39	0,40	50.000		37	10:06:13.106
10:22:46.615	3		10.000	0,39	0,40	1.000		39	10:06:59.932
10:22:47.350	564		5.000	0,39	0,40	600		90	10:07:55.784
10:22:48.626	Um	Paiffer	50.000	0,39	0,40	8.600		21	10:09:56.628
10:21:28.403	98		3.500	0,38	0,40	25.000		39	10:14:34.525
10:21:40.126	564		5.000	0,38	0,40	2.000		3	10:18:36.559
10:21:43.057	227		12.000	0,38	0,40	13.000		98	10:20:19.786
10:21:50.512	227		5.000	0,38	0,40	1.000		114	10:20:57.334
10:21:58.331	86		30.000	0,38	0,40	15.000		3	10:21:23.485
10:22:05.268	37		2.000	0,38	0,40	15.000		3	10:22:25.818
10:22:16.376	3		10.000	0,38	0,40	5.000		3	10:22:25.819
10:22:22.058	39		10.000	0,38	0,40	15.000		3	10:22:25.820
10:22:27.688	98		4.400	0,38	0,40	50.000		45	10:22:47.849

Fonte: BM&FBOVESPA.

26. Instantes depois, às 10h22m52s006ms, a Paiffer registrou uma oferta expressiva de venda de 2.000.000 opções da série ao preço de R\$ 0,40, conforme destaque em azul (oferta expressiva registrada com o verificado propósito de exercer pressão vendedora no livro, de modo a influenciar a decisão de operações de outros investidores).

27. Conforme a BSM, nesse exemplo foram consideradas como expressivas as ofertas de venda maiores que 89.608 opções, que se refere à quantidade seis vezes maior que o tamanho médio das ofertas registrados no livro de VALEK36 nos três pregões anteriores à data do negócio. Dessas ofertas, foram consideradas

expressivas aquelas que eram pelo menos 1,8 vezes maiores que a soma de todas as outras ofertas constantes no mesmo lado do livro, até o 3º nível de preço.

Livro de ofertas de VALEK36 em 06.11.2013, às 10h22m52s006ms, com destaque para as ofertas inseridas pela Paiffer Management.

Ofertas de Compra					Ofertas de Venda				
Hora de Registro	Participante	Cliente	Quant.	Preço em R\$	Preço em R\$	Quant.	Cliente	Participante	Hora de Registro
10:22:42.418	37		19.600	0,39	0,40	50.000		37	10:06:136
10:22:46.615	3		10.000	0,39	0,40	1.000		39	10:06:592
10:22:47.350	564		5.000	0,39	0,40	600		90	10:07:554
10:22:48.626	Um	Paiffer	50.000	0,39	0,40	8.600		21	10:09:568
10:22:48.628	98		13.000	0,39	0,40	25.000		39	10:14:345
10:22:48.665	3		400	0,39	0,40	13.000		98	10:20:196
10:21:28.403	98		3.500	0,38	0,40	1.000		114	10:20:574
10:21:40.126	564		5.000	0,38	0,40	15.000		3	10:22:257
10:21:43.057	227		12.000	0,38	0,40	15.000		3	10:22:258
10:21:50.512	227		5.000	0,38	0,40	5.000		3	10:22:259
10:21:58.331	86		30.000	0,38	0,40	15.000		3	10:22:250
10:22:05.268	37		2.000	0,38	0,40	50.000		45	10:22:479
10:22:16.376	3		10.000	0,38	0,40	2.000.000	Paiffer	Um	10:22:526

Fonte: BM&FBOVESPA.

28. Nesse exemplo, a pressão vendedora da Paiffer, exercida por meio do registro de oferta de venda de 2.000.000 opções no livro de ofertas de VALEK36, fez com que o Participante 8 registrasse sucessivas ofertas de venda, (destacadas em vermelho) favorecendo a execução da oferta de compra de 50.000 opções de Paiffer por meio de 15 negócios (destacados na tabela abaixo).

Negócios de compra envolvendo 50.000 opções executados pela Paiffer em 06.11.2013 entre 10h22m52s006 e 10h22m53s012ms, a partir do registro de venda de 2.000.000 opções de VALEK36.

Ofertas de Compra					Ofertas de Venda					
Hora Registro / Execução	Participante	Cliente	Qtd.	Preço em R\$	Número Negócio	Preço em R\$	Qtd.	Cliente	Participante	Hora Registro
10:22:48.	Um	Paiffer	50.0	0,39	8.330	0,39	10.400		8	10:22:52.

626				r	00				008
					8.340	0,39	3.000	8	10:22:52.196
					8.350	0,39	3.000	8	10:22:52.214
					8.360	0,39	3.000	8	10:22:52.223
					8.370	0,39	3.000	8	10:22:52.274
					8.380	0,39	3.000	8	10:22:52.275
					8.390	0,39	3.000	8	10:22:52.316
					8.400	0,39	3.000	8	10:22:52.319
					8.410	0,39	3.000	8	10:22:52.714
					8.420	0,39	3.000	8	10:22:52.716
					8.430	0,39	3.000	8	10:22:52.718
					8.440	0,39	3.000	8	10:22:53.006
					8.450	0,39	3.000	8	10:22:53.008
					8.460	0,39	3.000	8	10:22:53.010
					8.470	0,39	600	8	10:22:53.012
10:22:48.665	3	400	0,39			0,39	400	8	10:22:53.012
10:21:28.403	98	3.500	0,38			0,40	50.000	37	10:06:13.106
10:21:40.126	564	5.000	0,38			0,40	1.000	39	10:06:59.932
10:21:43.057	227	12.000	0,38			0,40	600	90	10:07:55.784
10:21:50.512	227	5.000	0,38			0,40	8.600	21	10:09:56.628
10:21:58.331	86	30.000	0,38			0,40	25.000	39	10:14:34.525
10:22:05.268	37	2.000	0,38			0,40	13.000	98	10:20:19.786
10:22:16.376	3	10.000	0,38			0,40	1.000	114	10:20:57.334
10:22:22.087	8	24.000	0,38			0,40	15.000	3	10:21:23.485
10:22:32.156	3	13.000	0,38			0,40	15.000	3	10:22:25.818
10:22:37.286	27	5.000	0,38			0,40	5.000	3	10:22:25.819
10:22:39.678	86	5.000	0,38			0,40	15.000	3	10:22:25.820
10:22:45.	386	10.0	0,38			0,40	50.000	45	10:22:47.

884		00						849
10:22:45.	386	3.20	0,38		0,40	2.000.00	Paiffer Um	10:22:52.
885		0						006

Fonte: BM&FBOVESPA.

29. Após a execução da oferta de compra de 50.000 opções da série VALEK36, a Paiffer 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.

30. Essa estratégia de spoofing demonstrada gerou à Paiffer o benefício financeiro de R\$ 500,00, que é o resultado obtido pela multiplicação da quantidade de opções negociada e a diferença de spread identificada antes do registro da oferta expressiva, calculado como se segue:

Benefício Financeiro = Qtd. de opções x (Spread)

Benefício Financeiro = 50.000 x (0,40 - 0,39)

Benefício Financeiro = R\$ 500,00"

16. A Acusação também identificou a aplicação da estratégia de *spoofing* pela Paiffer por intermédio da Planner 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, que teriam gerado ao investidor o benefício financeiro em diferencial de *spread* de R\$ 682,5 mil. Nessas estratégias, teria sido identificado o registro de ofertas com lotes expressivos pela Paiffer no lado oposto ao que o cliente executou operações que apresentaram 97,27% de taxas de cancelamento integral após um curto intervalo de tempo de permanência no livro de ofertas dos contratos (quatro segundos, em média).

17. A Acusação ainda refuta as alegações da Acusada contidas na resposta ao Ofício nº 33/2016/CVM/SMI/GMA-1. Em seu entendimento:

- a) consta na ficha cadastral da Paiffer junto à Planner CTVM S.A., que a única pessoa autorizada a emitir ordens em nome da sociedade é o Sr. José Joaquim Paifer, sócio administrador da empresa;
- b) as características das ofertas inseridas demonstram que as ofertas se trataram de artifício utilizado para a consecução do negócio previamente pretendido; e
- c) conforme documentação obtida junto ao Sistema SERPRO, a Paiffer tem como objeto social atividades de consultoria de gestão empresarial, seus sócios são José Joaquim Paifer (Diretor Responsável junto à Receita Federal), Ana Carolina Paifer e WHPH Participações e Empreendimentos S.A. (cujo quadro societário é composto por José Joaquim Paifer e Ana Carolina Paifer).

18. Por fim, em relação à Paiffer, a Acusação conclui que a Acusada descumpriu o disposto no inciso I da Instrução CVM nº 08/79, tendo em vista a prática de manipulação de preços através de inserção de ordens artificiais de compra e venda (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 Petrobrás. A prática do ilícito teria promovido vantagem financeira à Paiffer de cerca de R\$ 855 mil.

19. Quanto ao outro acusado, a SMI destaca que, no período de 28.03.2013 a 26.11.2013, também foi identificada a estratégia de spoofing em operações realizadas pela conta master de José Joaquim Paifer. O Acusado teria realizado 385 estratégias de spoofing no segmento de negociação BOVESPA em operações intermediadas pela Corretora UM Investimentos. Essas estratégias teriam ocasionado 2.377 negócios que geraram lucro bruto em diferencial de spread de R\$120 mil no período.

20. A estratégia utilizada por José Joaquim Paifer, em operações com ações e séries de opções sobre ações emitidas pela Vale S.A, por meio de sua conta master, também teve como característica a inserção de ofertas de compra ou de venda com lote expressivo, as quais eram posteriormente canceladas, cujo objetivo seria 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.

21. No período de 06.03.2013 a 30.09.2013, também foi identificada a estratégia de *spoofing* em operações realizadas pela conta master de José Joaquim Paifer, por intermédio da Octo CTVM S.A. Essas operações foram registradas inicialmente com o código da conta master de José Joaquim Paifer e, posteriormente, especificadas para cinco clientes distintos e também tiveram como característica a inserção de ofertas de compra ou de venda com lote expressivo opções, as quais eram posteriormente canceladas, em operações com séries de opções sobre ações emitidas pela Vale S.A. e pela Petrobras S.A.

22. No período de 06.03.2013 a 30.09.2013, José Joaquim Paifer teria realizado 773 estratégias de *spoofing* no segmento de negociação BOVESPA em operações intermediadas pela Corretora Octo. Essas estratégias teriam ocasionado 4.508 negócios que geraram lucro bruto em diferencial de spread de R\$ 222 mil no período.

23. Por fim, a Acusação igualmente refuta as respostas do Acusado ao Ofício nº 32/2016/CVM/SMI/GAM-1 e conclui ter restado comprovado que José Joaquim Paifer descumpriu o disposto no inciso I da Instrução CVM nº 08/79, em razão da prática de manipulação de preços, por meio de inserção de ordens artificiais de compra e venda (prática de *spoofing*), no período de 06.03 a 26.11.2013, envolvendo principalmente opções de Vale S.A. A prática do ilícito teria gerado vantagem financeira de cerca de R\$ 342 mil.

III – Da Manifestação da PFE (fls. 143-148).

24. Examinada a peça acusatória, a Procuradoria Federal Especializada – PFE manifestou-se favoravelmente à adequada instrução do feito, registrando que:

- a) a indicação e a qualificação dos acusados ocorreu corretamente no item 68 do Termo de Acusação;
- b) da narrativa dos fatos tem-se que a materialidade das infrações apuradas foi suficientemente comprovada;
- c) a autoria das infrações apuradas foi demonstrada em conformidade com a narrativa descrita nos itens 23 a 67 do Termo de Acusação, frisando especialmente a informação de que a única pessoa autorizada a emitir ordens em nome da sociedade seria o Sr. José Joaquim Paifer, na qualidade de sócio administrador da empresa;

- d) o dispositivo regulamentar infringido foi expressamente indicado; e
- e) deve ser encaminhada comunicação³ ao Ministério Público Federal de São Paulo, na forma do inciso I do artigo 10 da Deliberação CVM nº 538/08⁴ e do art. 9º da Lei Complementar nº 105/01⁵, considerando que a infração em questão também configura o tipo penal "Manipulação de Mercado", tal como descreve o art. 27-C⁶ da Lei nº 6.385/76.

25. Por fim, nos termos do despacho de fls. 961, foi solicitado⁷ que a imputação contemple, além da referência ao item 1 da Instrução CVM nº 8/1979, a específica tipificação da prática irregular objeto do presente processo administrativo sancionador, qual seja, a letra "b" do item II da mesma Instrução.

IV – Da Defesa (fls. 1007-1095).

26. Devidamente intimados, os Acusados apresentaram as razões de defesa em conjunto, em 13.12.2016. Em resumos, os Acusados sustentam que:

- a) a Acusação não teria demonstrado a materialidade do delito, já que as informações apresentadas (nos anexos ao termo de acusação) não são suficientes para suportar os pressupostos da tese acusatória e, portanto, para corroborá-la. Os números contraditórios no termo de acusação (e no Parecer BSM) e a inexistência de ferramentas que permitam aos Acusados contestar a tese acusatória apenas corroboram a necessidade de reconhecer essa preliminar e de determinar o arquivamento deste PAS sem julgamento de mérito;
- b) a Acusação não teria apresentado elementos que comprovem a autoria do delito e atribui uma espécie de responsabilidade objetiva aos Acusados;
- c) o que a Acusação caracteriza como *spoofing* não coincidiria com as práticas perseguidas sob o mesmo nome no exterior. Diferentemente do que ocorreria neste caso - em que os Acusados tinham a intenção de assumir e manter posições em determinados contratos - a jurisprudência internacional sobre o assunto se voltaria sobre casos em que o infrator realiza uma série de operações, visando a produzir oscilações nas cotações de valores mobiliários;
- d) ainda que se concluísse que houve *spoofing*, essa prática não caracterizaria um dos ilícitos previstos na regulação do mercado de capitais brasileira. Isso seria comprovado pela própria confusão conceitual entre a SMI e a BSM quanto ao ilícito praticado e pelo fato de que não há sequer um processo administrativo sancionador julgado que tenha apreciado esse tipo de conduta;
- e) seria necessário preservar a segurança jurídica, a confiança e a expectativa dos Acusados, e de todos os demais agentes do mercado, que são ineditamente acusados por uma prática que jamais fora questionada pelo regulador;
- f) seria preciso reconhecer que a inércia da CVM em manifestar o seu entendimento sobre o assunto impõe, no mínimo, o reconhecimento de que os Acusados agiam sob erro de proibição;
- g) a Acusação não explicaria como a inserção de ordens de tamanho expressivo num determinado lado do livro é capaz de levar outros participantes a

melhorar o preço de suas ofertas nesse mesmo lado - um pressuposto central na sua tese;

- h) a Acusação não teria avaliado se a mudança de preço que teria permitido a execução de uma ordem resultou de um movimento maior do mercado e, não, de um suposto artifício dos Acusados;
- i) a metodologia utilizada pela acusação para o cálculo do suposto benefício econômico dos Acusados padeceria de uma série de vícios, pois, não se demonstrou que os Acusados se desfizeram, em condições vantajosas, dos negócios que executaram;
- j) o cálculo de qualquer benefício apurado por um comitente em operações no mercado de valores mobiliários deveria considerar o valor dispendido no pagamento das taxas de corretagem e emolumentos; e
- k) as operações realizadas nas contas master do Defendente José Joaquim foram reespecificadas para determinados investidores de forma que a Acusação não poderia atribuir a ele 100% do benefício.

V – Termo de Compromisso.

27. Em 11 de janeiro de 2017, os Acusados apresentaram 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.

28. A PFE, ao apreciar os aspectos legais da proposta de Termo de Compromisso, concluiu pela impossibilidade de celebração do acordo em virtude de a proposta indenizatória se mostrar muito inferior ao valor do lucro obtido.

29. O Comitê de Termo de Compromisso da CVM, a seu turno, por considerar a proposta indenizatória desproporcional ao ganho obtido com as operações ilícitas e a gravidade em tese das infrações imputadas na peça acusatória, entendeu como inoportuna e inconveniente a aceitação da proposta.

30. Em 26 de junho de 2017, o Colegiado desta Autarquia acompanhou o entendimento do Comitê e deliberou pela rejeição da proposta.

V – Distribuição.

31. Também em 26 de junho de 2017, este processo foi distribuído a mim por sorteio para relatoria e inclusão em pauta de julgamento.

VI – Nova petição de defesa.

32. Em 31 de janeiro de 2018, os Acusados apresentaram nova petição, por meio da qual veiculam novos argumentos de defesa tanto em relação à autoria quanto em relação à materialidade. O cabimento e a procedência dessa petição serão apreciados nos termos do voto.

É o relatório.

Rio de Janeiro, 13 de março de 2018.

Henrique Machado
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:

(...)

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;

² 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.

Parágrafo único. Considerar-se-á atendido o disposto no *caput* sempre que o acusado:

I – tenha prestado depoimento pessoal, ou se manifestado voluntariamente acerca dos atos a ele imputados; ou

II – tenha sido intimado para prestar esclarecimentos sobre os atos a ele imputados, ainda que não o faça.

³ O Ministério Público Federal de São Paulo foi comunicado por meio do Ofício nº 166/2016/CVM/SGE, de 11 de outubro de 2016. (fls. 985).

⁴ Art. 10. Compete ao Superintendente-Geral efetuar comunicações: I – ao Ministério Público, verificada a ocorrência de crime definido em lei como de ação pública, ou indícios da prática de tais crimes; e (...).

⁵ Art. 9º - Quando, no exercício de suas atribuições, o Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários verificarem a ocorrência de crime definido em lei como de ação pública, ou indícios da prática de tais crimes, informarão ao Ministério Público, juntando à comunicação os documentos necessários à apuração ou à comprovação dos fatos.

⁶ Art. 27C. Realizar operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas, com a finalidade de alterar artificialmente o regular funcionamento dos mercados de valores mobiliários em bolsa de valores, de mercadorias e de futuros, no mercado de balcão, ou no mercado de balcão organizado, com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros: (Artigo incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001).

⁷ A providência solicitada pela PFE foi realizada, conforme o Termo de Acusação, de fls. 963/976.

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR Nº 19957.005977/2016-18

Acusados: José Joaquim Paifer
Paiffer Management Ltda.

Objeto: Responsabilidade pela prática de manipulação de preços no mercado de valores mobiliários por meio da inserção de ordens artificiais de compra e venda no livro de ofertas, modalidade *spoofing*, em infração ao item I, c/c o item II, letra "b", da Instrução CVM nº 8/1979.

Relator: Diretor Henrique Balduino Machado Moreira

V o t o

I – BREVE DESCRIÇÃO DA CONDUTA APURADA.

1. Conforme descrito no relatório, o presente processo trata de Termo de Acusação elaborado pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários ("SMI" ou "Acusação") para apurar a responsabilidade de José Joaquim Paifer ("José Joaquim" ou "Acusado"), na qualidade de administrador de

carteira, e Paiffer Management Ltda. – ME (“Paiffer” ou “Acusada”, em conjunto, “Acusados”), na qualidade de investidora, pelo descumprimento ao inciso I, c/c o item II, “b”, da Instrução CVM nº 8/79¹, em razão da prática de manipulação de preços por meio da inserção de ordens artificiais de compra e venda, na modalidade *spoofing*.

3. Este processo foi originado do Processo CVM SEI nº 19957.002411/2016-34, que tratou de acusação conduzida pela BM&FBovespa Supervisão de Mercados – BSM, no âmbito do Processo Administrativo Ordinário nº 05/2016, em que se apurou a eventual responsabilidade da Planner Corretora de Valores S.A. (“Planner”) e de C.H.S. decorrente da prática de *spoofing* realizada pela sua cliente Paiffer Management Ltda. – ME, ora Acusada. Com base nas informações enviadas pela BSM, destacadamente o Parecer da Superintendência de Acompanhamento de Mercado nº 61/2016 (fls. 3/26) (“Parecer”), a SMI considerou estarem presentes as condições para a apuração da conduta dos Acusados.

4. O Parecer relata que a estratégia de *spoofing* dos Acusados teve como característica a inserção de ofertas de compra ou de venda com lote expressivo de ações e opções no segmento Bovespa e contratos futuros no segmento BM&F, que foram posteriormente canceladas, em curto intervalo de tempo, cujo objetivo seria o de atrair contrapartes para a execução de suas ofertas constantes no lado oposto do livro, por meio de simulação de pressão compradora ou vendedora nos valores mobiliários.

5. Essa estratégia teria como objetivo favorecer o encerramento ou a abertura de posições assumidas pelos Acusados 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.

6. Ainda segundo o Parecer, o tamanho e o nível de preço das ofertas expressivas registradas por Paiffer e José Joaquim foram essenciais para atrair contrapartes para a execução das ofertas dos Acusados constantes na ponta oposta do livro, dado que os demais participantes de negociação reagiram imediatamente à sinalização de pressão compradora ou vendedora.

7. Essa reação imediata à pressão exercida pelos Acusados teria sido observada no comportamento de outros participantes que alteraram ou registraram novas ofertas para 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.

8. O Parecer considerou 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.

9. 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 às 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 seis vezes maiores que o tamanho médio praticado pelo mercado nos três pregões que antecederam o negócio e; (iii) que tenham permanecido menos de 10 segundos no livro do ativo.

10. Ao acusado José Joaquim, na qualidade de administrador de carteira, foi imputada a infração ao item I, c/c o 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 06.03.2013 a 26.11.2013, envolvendo principalmente opções de Vale S.A., que teria gerado vantagem financeira de cerca de R\$342 mil.

11. À acusada Paiffer, na qualidade de investidora, foi imputada infração ao item I, c/c o 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 06.03.2013 a 08.07.2015, envolvendo principalmente contratos futuros de dólar e de índice Ibovespa e opções de Vale S.A. e Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras, que teria gerado vantagem financeira de cerca de R\$855 mil.

12. Antes de iniciar a análise do mérito da presente Acusação, incumbe apreciar o cabimento da nova petição de defesa apresentada em 31 de janeiro de 2018. O documento é notadamente intempestivo, porquanto protocolado mais de um ano após o encerramento do prazo, razão pela qual não será conhecido, exceto quanto à cogente questão de fato relativa à autoria das infrações. Tenho, de toda forma, que os seus argumentos encontram-se satisfatoriamente considerados nas razões deste voto.

II – MATERIALIDADE DO DELITO.

13. A defesa alega que a acusação não teria demonstrado a materialidade do delito, já que as informações apresentadas (nos anexos ao termo de acusação) não seriam suficientes para suportar os pressupostos da tese acusatória e, portanto, para corroborá-la. Em seu entender, as tabelas constantes dos anexos não trariam informações indispensáveis a que se chegue às conclusões da acusação, pois não haveria qualquer informação sobre as demais ordens que se encontravam no livro quando cada uma das ordens dos Acusados foi inserida.

14. Além disso, números contraditórios no termo de acusação (e no Parecer BSM) e a inexistência de ferramentas que permitam aos Acusados contestar a tese acusatória apenas corroborariam a necessidade de reconhecer essa preliminar e de determinar o arquivamento deste PAS sem julgamento de mérito.

15. Em que se pesem as razões da defesa, a tese não merece acolhida.

16. Com efeito, os anexos do termo de acusação apresentam milhares de operações irregulares praticadas pelos Acusados mediante estratégias claras de *spoofing*. São centenas de tabelas em que se pode verificar nitidamente a estratégia comercial utilizada, marcada por uma oferta extraordinariamente elevada em um dos lados do livro e o seu cancelamento rápido logo após a execução de outras ofertas do lado oposto do livro.

17. O exemplo apresentado com detalhes no termo de acusação é refletido nos diversos casos trazidos à colação em seus anexos. Repise-se por ilustrativo o exemplo abaixo em que figura a *Paiffer Management*.

TABELA 1

Livro de ofertas de VALE35 em 06.11.2013, às 10h22m48s626ms, com destaque para a oferta inserida por Paiffer Management.

Ofertas de Compra					Ofertas de Venda				
Hora de Registro	Participante	Cliente	Quantidade	Preço em R\$	Preço em R\$	Quantidade	Cliente	Participante	Hora de Registro
10:22:42.418	37		19.600	0,39	0,40	50.000		37	10:06:13.106
10:22:46.615	3		10.000	0,39	0,40	1.000		39	10:06:59.932
10:22:47.350	564		5.000	0,39	0,40	600		90	10:07:55.784
10:22:48.626	Um	Paiffer	50.000	0,39	0,40	8.600		21	10:09:56.628
10:21:28.403	98		3.500	0,38	0,40	25.000		39	10:14:34.525
10:21:40.126	564		5.000	0,38	0,40	2.000		3	10:18:36.559
10:21:43.057	227		12.000	0,38	0,40	13.000		98	10:20:19.786
10:21:50.512	227		5.000	0,38	0,40	1.000		114	10:20:57.334
10:21:58.331	86		30.000	0,38	0,40	15.000		3	10:21:23.485
10:22:05.268	37		2.000	0,38	0,40	15.000		3	10:22:25.818
10:22:16.376	3		10.000	0,38	0,40	5.000		3	10:22:25.819
10:22:22.058	39		10.000	0,38	0,40	15.000		3	10:22:25.820
10:22:27.688	98		4.400	0,38	0,40	50.000		45	10:22:47.849

Fonte: BM&FBOVESPA

18. Perceba-se que no exemplo acima a Acusada registrou no livro de ofertas de compra, às 10h22m48s626ms do dia 06.11.2013, 50.000 opções da série VALEK36 ao preço de R\$ 0,39. A quantidade ofertada para compra (cinquenta mil) é elevada, mas, não considerada atípica em face do valor médio dos últimos pregões.

19. Apenas quatro segundos depois, a Acusada registra oferta de venda de 2.000.000 (dois milhões) de opções da série ao preço de R\$ 0,40. A quantidade ofertada para a venda é 134 (cento e trinta e quatro) vezes maior que o tamanho médio das ofertas registradas no livro de VALEK36 nos três pregões anteriores à data do negócio. A quantidade ofertada para a venda é mais que duas vezes superior à soma de **todas** as outras ofertas constantes no mesmo lado do livro, até

o 3º nível de preços. Essa quantidade expressiva de ofertas de venda, como se verá a seguir, será cancelada em menos de dois segundos.

TABELA 2

Livro de ofertas de VALEK36 em 06.11.2013, às 10h22m52s006ms, com destaque para as ofertas inseridas pela Paiffer Management.

Ofertas de Compra					Ofertas de Venda				
Hora de Registro	Participante	Cliente	Quant.	Preço em R\$	Preço em R\$	Quant.	Cliente	Participante	Hora de Registro
10:22:42.418	37		19.600	0,39	0,40	50.000		37	10:06:136
10:22:46.615	3		10.000	0,39	0,40	1.000		39	10:06:592
10:22:47.350	564		5.000	0,39	0,40	600		90	10:07:554
10:22:48.626	Um	Paiffer	50.000	0,39	0,40	8.600		21	10:09:568
10:22:48.628	98		13.000	0,39	0,40	25.000		39	10:14:345
10:22:48.665	3		400	0,39	0,40	13.000		98	10:20:196
10:21:28.403	98		3.500	0,38	0,40	1.000		114	10:20:574
10:21:40.126	564		5.000	0,38	0,40	15.000		3	10:22:257
10:21:43.057	227		12.000	0,38	0,40	15.000		3	10:22:258
10:21:50.512	227		5.000	0,38	0,40	5.000		3	10:22:259
10:21:58.331	86		30.000	0,38	0,40	15.000		3	10:22:250
10:22:05.268	37		2.000	0,38	0,40	50.000		45	10:22:479
10:22:16.376	3		10.000	0,38	0,40	2.000.000	Paiffer	Um	10:22:526

Fonte: BM&FBOVESPA.

20. A Tabela 2, acima, apresenta o momento em que a oferta expressiva de venda é registrada, às 10h22m52s006ms do mesmo dia 06.11.2013. Como se verá adiante, esse movimento expressivo, que representa um suposto interesse de venda da opção VALEK36 por R\$ 0,40, fará com que outro participante do mercado reaja e registre sucessivas ofertas de venda por valor menor, R\$ 0,39. As ofertas de venda do participante 8 são registradas exatamente após a inserção da oferta de venda expressiva da Acusada. Veja-se.

TABELA 3

Negócios de compra envolvendo 50.000 opções executados pela Paiffer em 06.11.2013 entre 10h22m52s006 e 10h22m53s012ms, a partir do registro de venda de 2.000.000 opções de VALEK36.

Ofertas de Compra					Número Negócio	Ofertas de Venda				
Hora Registro / Execução	Participante	Cliente	Qtd.	Preço R\$		Preço R\$	Qtd.	Cliente	Participante	Hora Registro
10:22:48. 626	Um	Paiffer	50.000	0,39	8.330	0,39	10.400	8	10:22:52. 008	
					8.340	0,39	3.000	8	10:22:52. 196	
					8.350	0,39	3.000	8	10:22:52. 214	
					8.360	0,39	3.000	8	10:22:52. 223	
					8.370	0,39	3.000	8	10:22:52. 274	
					8.380	0,39	3.000	8	10:22:52. 275	
					8.390	0,39	3.000	8	10:22:52. 316	
					8.400	0,39	3.000	8	10:22:52. 319	
					8.410	0,39	3.000	8	10:22:52. 714	
					8.420	0,39	3.000	8	10:22:52. 716	
					8.430	0,39	3.000	8	10:22:52. 718	
					8.440	0,39	3.000	8	10:22:53. 006	
					8.450	0,39	3.000	8	10:22:53. 008	
					8.460	0,39	3.000	8	10:22:53. 010	
					8.470	0,39	600	8	10:22:53. 012	
10:22:48. 665	3		400	0,39		0,39	400	8	10:22:53. 012	
10:21:28. 403	98		3.500	0,38		0,40	50.000	37	10:06:13. 106	
10:21:40. 126	564		5.000	0,38		0,40	1.000	39	10:06:59. 932	
10:21:43. 057	227		12.000	0,38		0,40	600	90	10:07:55. 784	
10:21:50. 512	227		5.000	0,38		0,40	8.600	21	10:09:56. 628	
10:21:58. 331	86		30.000	0,38		0,40	25.000	39	10:14:34. 525	
10:22:05. 268	37		2.000	0,38		0,40	13.000	98	10:20:19. 786	
10:22:16. 376	3		10.000	0,38		0,40	1.000	114	10:20:57. 334	
10:22:22. 087	8		24.000	0,38		0,40	15.000	3	10:21:23. 485	

10:22:32. 156	3	13.0 00	0,38	0,40	15.000	3	10:22:25. 818
10:22:37. 286	27	5.00 0	0,38	0,40	5.000	3	10:22:25. 819
10:22:39. 678	86	5.00 0	0,38	0,40	15.000	3	10:22:25. 820
10:22:45. 884	386	10.0 00	0,38	0,40	50.000	45	10:22:47. 849
10:22:45. 885	386	3.20 0	0,38	0,40	2.000.0 00	Paiffer Um	10:22:52. 006

Fonte: BM&FBOVESPA

21. Em destaque acima, em laranja, percebe-se que as sucessivas ofertas de venda realizadas pelo participante 8 fazem com que a Acusada consiga comprar as 50.000 opções pelo preço almejado, R\$ 0,39. Na sequência, concretizada a sua intenção de compra por R\$ 0,39, a Acusada cancela em menos de um segundo a sua oferta expressiva de venda de dois milhões de opções a R\$ 0,40.

22. Conforme dados objetivos extraídos do sistema de negociação, a Acusada executou esse padrão de operação milhares de vezes com 97,27% de taxa de cancelamento integral da oferta expressiva após intervalo de permanência de 4s, em média, no livro de ofertas dos contratos.

23. Evidentemente, não é irregular ter ofertas em ambos os lados do livro, no de ofertas de venda e no de ofertas de compra. Também não é irregular registrar ofertas expressivas em qualquer desses lados. E tampouco é irregular cancelar rapidamente qualquer um desses registros. Entretanto, quando esses elementos são organizados propositalmente em processo destinado a alterar a cotação de um valor mobiliário, induzindo terceiro à sua compra ou venda, tem-se por caracterizada a manipulação de preços de que trata o inciso I, c/c o item II, "b", da Instrução CVM nº 8/79, modalidade *spoofing*.

24. Nessa modalidade, o processo destinado a alterar a cotação de preços e induzir terceiros a sua compra ou venda requer, de um lado, a existência de uma oferta de magnitude suficiente a alterar a cotação de um ativo e, de outro, a existência de uma outra oferta do mesmo participante que se beneficia da variação de preço.

25. Ao mesmo tempo, o curtíssimo intervalo de permanência da oferta expressiva, corroborado pelo alto índice de cancelamento dessa mesma oferta e pelo padrão reiterado de operação, evidenciam a conduta preordenada do participante. Ou seja, demonstra de forma objetiva que no início da estratégia de atuação já não havia a intenção de concretizar a oferta expressiva, mas, tão somente, induzir terceiros a adquirir seus ativos do outro lado do livro de ofertas.

26. No exercício do seu mister de auto-regulação do mercado, bem andou a BSM ao investigar e definir critérios objetivos para a definição de "oferta expressiva" e "curto intervalo de permanência". Esses critérios, abonados pela Acusação, devem ser preenchidos simultaneamente e são:

- Oferta no lado oposto do livro até o 5º nível de preço no momento em que foi executado o negócio em nome do cliente;

- Oferta 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;
- Ofertas 6 vezes maiores que o tamanho médio praticado pelo mercado nos 3 pregões que antecedem o negócio; e
- Ofertas que tenham permanecido menos de 10 segundos no livro do ativo.

27. Tais critérios esgrimidos pelo auto-regulador poderiam não ser sufragados pela Comissão de Valores Mobiliários. Esta Autarquia poderia estabelecer critérios próprios *a priori*, ou ainda analisar, caso a caso, *a posteriori*, a ocorrência de estratégias de manipulação de preços, na modalidade internacionalmente denominada de *spoofing*.

28. Neste contexto, bem andou a Acusação ao avaliar os critérios estabelecidos pela BSM. Primeiro, porque são parâmetros extraídos da prática de mercado observada diretamente nos sistemas de negociação. Segundo, porque resultam da discussão com representantes do próprio mercado regulado. E, terceiro, porque já foram ampla e previamente divulgados aos intermediários e investidores-alvo.

29. A rigor, ao invés de se insurgirem contra os critérios e contra o prévio conhecimento ou não deles, deveriam os Acusados ter-se preocupado em demonstrar que suas ofertas não eram expressivas nem anormais e que, portanto, não teriam o condão de alterar a cotação de ativos. Nesse mister, inservíveis eventuais alegações de que, no final do pregão, o volume total de contratos negociados ao longo do dia e nas duas "pontas" seria superior à oferta expressiva. Ou, ainda, que as cotações de preços, ao longo do dia, "andaram" no mesmo sentido da oferta. Tais argumentos desconsideram a premissa fundamental de que a manipulação em apreço se encerra em curtíssima janela temporal.

30. Assim, à luz dos critérios instrumentais bem adotados pela Acusação para o caso, estão presentes os elementos para a caracterização da manipulação de preços, na modalidade *spoofing*, em cada uma das milhares de tabelas anexas ao Termo de Acusação, pois todas apresentam o registro inicial em um dos lados do livro, a oferta expressiva registrada no outro lado do livro, a realização de negócios decorrentes da pressão artificial de preços e o cancelamento da oferta expressiva em curto período.

31. Com efeito, a identificação da oferta expressiva destinada a ser cancelada pelo Acusados torna absorta a discussão da defesa quanto às ordens serem ou não "reais", ou ainda quanto a existir ou não um movimento de preço previamente à concretização do negócio. Isto porque, se a oferta é qualificada como expressiva, tem-se que ela é suficiente para alterar as condições de liquidez do livro, induzindo terceiros à compra do ativo segundo a cotação desejada pelos Acusados, o que se mostrou eficaz em todos os casos representados nos anexos da Acusação.

32. Por fim, a defesa alega que existiriam números contraditórios na Acusação e no Parecer da BSM. Em sua própria dicção, "*O reconhecimento dessa deficiência acusatória se torna ainda mais premente quando se constata que há número contraditório no Parecer BSM e no termo de acusação: por exemplo, referindo-se às operações da Defendente Paiffer Management, a SMI ora fala em 3.263 negócios,*

ora fala em 3.152. Da mesma forma, a SMI ora quantifica o benefício dessa defendente com tais operações em R\$ 179 mil, ora calcula em R\$ 173 mil”.

33. Ocorre, contudo, que a existência de números diferentes nesses documentos quanto à quantidade de operações irregulares praticadas pelos Acusados não tem o condão de afastar a materialidade do delito. Essa divergência, ainda que pudesse ser sopesada na apuração do benefício econômico auferido pelos Acusados, não torna atípicas as condutas sobejamente retratadas nos documentos de suporte.

III – AUTORIA DO DELITO.

34. A defesa alega que a Acusação ignorou a informação prestada pelos Acusados e elaborou um termo de acusação que não comprova a autoria do delito. Em seu entender, o fato de as operações terem sido feitas em nome da Paiffer e o fato de José Joaquim ser responsável pelas contas master referidas no PAS não seriam suficientes para concluir que aquelas operações foram realizadas pelos Acusados. Outras pessoas naturais poderiam ser as verdadeiras responsáveis por tais operações.

35. Na petição adicional de defesa, trazem à colação a ficha cadastral da Paiffer junto à Planner que identifica como autorizados a emitir ordens apenas os dois operadores referidos na manifestação prévia. Tais operadores seriam, assim, os verdadeiros autores das operações.

36. Melhor sorte não socorre a defesa neste ponto.

37. Com relação à autoria da Paiffer, cumpre registrar que, na ficha cadastral anexada pela Acusação dessa sociedade junto à Planner CTVM S.A., a única pessoa autorizada a emitir ordens em nome dessa sociedade era o Sr. José Joaquim Paifer, sócio-administrador da empresa.

38. A nova ficha cadastral, apresentada pela Defesa da Acusada junto à Planner, efetivamente aponta outros dois operadores como emissores de ordens. Ocorre, contudo, que tal ficha cadastral é datada de janeiro de 2014, sendo posterior, portanto, ao início das operações discutidas nestes autos (06.03.2013 a 08.07.2015). Além disso, a Acusação se reporta a operações realizadas pela Acusada por intermédio da Planner e da UM Investimento, mais um motivo pelo qual o novo documento não tem aptidão para afastar a autoria dessa pessoa jurídica.

39. Registre-se ainda que, conforme documentação obtida junto ao Sistema SERPRO, a Paiffer tem como objeto social atividades de consultoria de gestão empresarial e seus sócios são José Joaquim Paifer (Diretor Responsável junto à Receita Federal), A.C.P. e WHPH Part. e Empr. S.A. (cujo quadro societário é composto por José Joaquim Paifer e A.C.P.).

40. De toda forma, as operações irregulares imputadas à Paiffer foram realizadas em seu nome, sendo essa sociedade a pessoa beneficiária pela conduta ilícita, independentemente das operações terem sido operacionalizadas por José Joaquim, seu diretor, ou por outrem. Nesse sentido, cabe ressaltar que, se não houvesse autoria da pessoa jurídica quando seus prepostos realizam operações em seu nome, tais pessoas jamais poderiam ser responsabilizadas por qualquer ato irregular que praticassem, pois a pessoa jurídica não é capaz de realizar qualquer ato autonomamente, senão por meio de seus representantes.

41. Por fim, no que tange à autoria da conduta atribuída a José Joaquim, destaca-se que todas as operações apontadas foram realizadas por meio da conta master sob sua responsabilidade, não havendo dúvidas da pertinência da Acusação. Além disso, em sua manifestação prévia, embora tenha feito menção à suposta estratégia sugerida por outros operadores, o Acusado em momento nenhum negou a autoria do fato, mas apenas sustentou a regularidade das operações.

42. O Acusado afirmou expressamente que (fl. 68): “*com base na planilha de Black and Scholes, onde buscamos precificar uma opção com base no preço do ativo, volatilidade e expectativas, inserimos ordens onde nos sentimos confortáveis vender lotes maiores, possibilitando menor risco naquele momento*”. A alegação é, portanto, improcedente.

IV – AUSÊNCIA DE PROVAS.

43. Sustenta a defesa que uma “*simples análise de artigos e notícias acerca dos processos instaurados nos Estados Unidos indica que as acusações não se limitam a identificar as ordens colocadas pelos investigados. A conclusão sobre a irregularidade da conduta não decorre de mera reconstrução da estratégia de negociação do acusado, senão que se assenta em depoimentos testemunhais e outras provas documentais*”.

44. Além disso, afirma que, nos casos instaurados de *spoofing* ao redor do mundo, o investidor utiliza artifícios para alterar o preço do ativo, viabilizando a conclusão de negócio em um certo patamar de preço para, em seguida, realizar uma operação no sentido contrário, de forma a obter um ganho decorrente da oscilação artificial que ele provocou. Nos Estados Unidos, a apuração da prática de *spoofing* requereria a demonstração de que o acusado realizou negócios nas duas pontas (compradora e vendedora). Sustenta, nesses termos, a ausência de provas do ilícito.

45. *Data maxima venia*, a simples análise de artigos e notícias não tem o condão de sustentar a defesa em âmbito de um processo administrativo sancionador desta Comissão de Valores Mobiliários. Neste ponto, apesar do tom assertivo de seus termos, perde a contestação ao aduzir tão somente um artigo jornalístico da rede Bloomberg em seu auxílio.

46. Ademais, conforme destacado no Termo de Acusação, o presente processo tem por finalidade apurar a responsabilidade dos Acusados pela prática da conduta típica descrita administrativamente como manipulação de preços no mercado de valores mobiliários. Trata-se, na dicção do inciso I, c/c o item II, “b”, da Instrução CVM nº 8/79, da 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. No caso dos autos, a manipulação de preços teria ocorrido por meio da inserção de ordens artificiais de compra e venda em estratégia de atuação no mercado denominada pela área técnica, com esteio na experiência internacional, como *spoofing*.

47. A singela constatação descrita no parágrafo antecedente é importante para que se discorra inicialmente sobre duas premissas inerentes a este processo administrativo sancionador. Primeira, não há no arcabouço normativo brasileiro, legal ou infralegal, o tipo administrativo denominado *spoofing*. Segunda, este processo não tem por finalidade discorrer abstratamente sobre todas as hipóteses que podem se enquadrar na definição de *spoofing*, segundo a experiência

internacional. Esses são pontos importantes para que se compreenda a abrangência e o conteúdo deste julgado.

48. A toda evidência, a ausência de tipo administrativo denominado *spoofing* não causa nenhum espanto, afinal, cuida-se de estrangeirismo não permitido nos textos oficiais. A falta do tipo administrativo específico, contudo, não revela apenas a impropriedade vernacular de sua utilização em texto normativo. Significa, principalmente, que o presente processo sancionador não investiga eventual subsunção dos fatos praticados pelos Acusados a algum conceito internacional de *spoofing*. Ao reverso, trata-se de investigar se a conduta dos Acusados, similar àquela intitulada como *spoofing*, se subsume ao tipo administrativo "manipulação de preços".

49. Dito de outra forma, ainda que a Acusação tenha optado por intitular determinada forma de atuação no mercado como *spoofing*, o presente julgamento analisa a eventual prática de manipulação de preços no mercado de capitais brasileiro, nos termos da legislação de regência, independentemente do grau de sua correlação com a definição daquele termo em outras jurisdições. Assim, em nada socorre os Acusados a alegação de que essa ou aquela conduta não seriam consideradas *spoofing*, segundo a legislação estrangeira.

50. Ainda que tal obviedade não se fizesse presente, melhor sorte não assistiria aos Acusados, pois a conduta examinada neste processo também é vedada à luz da legislação americana aplicável ao mercado de derivativos e *commodities*. Em julho de 2010, foi editado o *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* ("Dodd-Frank Act")², que alterou a legislação americana, visando a reduzir riscos, aumentar a transparência e promover integridade no sistema financeiro por meio de uma série de medidas, entre as quais se destaca, para fins deste processo, a proibição da prática de *spoofing*³. Como se verá, aquela legislação é bastante direta ao definir objetivamente tal prática como realizar uma proposta de compra ou venda com a intenção de cancelá-la antes da execução⁴.

51. O Dodd-Frank Act ainda atribuiu⁵ à *Commodity Futures Trading Commission* ("CFTC") a competência para estabelecer a regulamentação necessária a coibir essa prática "and any other trading practice that is disruptive of fair and equitable trading". Cita-se:

SEC. 747. ANTIDISRUPTIVE PRACTICES AUTHORITY.

Section 4c(a) of the Commodity Exchange Act (7 U.S.C. 6c(a)) (as amended by section 746) is amended by adding at the end the following:

(5) DISRUPTIVE PRACTICES.—It shall be unlawful for any person to engage in any trading, practice, or conduct on or subject to the rules of a registered entity that—

(A) violates bids or offers;

(B) demonstrates intentional or reckless disregard for the orderly execution of transactions during the closing period; or

(C) is of the character of, or is commonly known to the trade as '**spoofing**' (**bidding or offering with the intent to cancel the bid or offer before execution**).

(6) RULEMAKING AUTHORITY.—**The Commission may make and promulgate such rules and regulations as, in the judgment of the Commission, are reasonably necessary to prohibit the trading practices described in**

paragraph (5) and any other trading practice that is disruptive of fair and equitable trading.

(7) USE OF SWAPS TO DEFRAUD.—It shall be unlawful for any person to enter into a swap knowing, or acting in reckless disregard of the fact, that its counterparty will use the swap as part of a device, scheme, or artifice to defraud any third party.

52. No exercício de seu mister, a CFTC editou, ainda em 2011, o “*interpretative guidance and policy statement*”⁶ no qual fornece aos participantes de mercado e ao público em geral orientação sobre os objetivos e a aplicação das proibições às condutas não equitativas. Especificamente sobre *spoofing*, após relatar comentários gerais dos participantes à audiência pública e realizar comentários sobre os objetivos da regulação, aquela comissão exemplifica casos em que a conduta proibida se concretiza. Transcreve-se:

The Commission interprets and intends to apply CEA section 4c(a)(5)(C) as covering bid and offer activity on all products traded on all registered entities, including DCMs and SEFs. The Commission further interprets CEA section 4c(a)(5)(C) to include all bids and offers in pre-open periods or during other exchange-controlled trading halts. As noted earlier, the Commission does not interpret CEA section 4c(a)(5)(C) as restricting “spoofing” violations to trading platforms and venues only having order book functionality. “Spoofing” may possibly occur on any trading platform or venue where a market participant has the ability to either (a) send executable bids and offers to market participants or (b) transact against resting orders.

The Commission provides four non-exclusive examples of possible situations for when market participants are engaged in “spoofing” behavior, including: (i) submitting or cancelling bids or offers to overload the quotation system of a registered entity, (ii) submitting or cancelling bids or offers to delay another person’s execution of trades, (iii) submitting or cancelling multiple bids or offers to create an appearance of false market depth, **and (iv) submitting or canceling bids or offers with intent to create artificial price movements upwards or downwards.** (sem grifos no original)

53. Seguem o mesmo diapasão, a *Section 10(b)* do *Securities Exchange Act* de 1934, regulamentada pela *Rule 10b-5*, da *Securities and Exchange Commission* (SEC), e a *Section 17(a)* do *Securities Act* de 1933 ao vedarem o emprego de práticas manipuladoras ou fraudulentas no mercado de ações norte americano.

54. Ainda a título de comparação, vale trazer à colação a expressa previsão contida no *Financial Services and Markets Act 2000, Part VIII, Section 118 (5a)*, do Reino Unido, que descreve os comportamentos enquadrados como abuso de mercado, cumulado com o item 1.6.2 (4) do *Market Abuse Regulation* (MAR), da *Financial Conduct Authority* (FCA).

(1) For the purposes of this Act, market abuse is behaviour (whether by one person alone or by two or more persons jointly or in concert) which—

(a) occurs in relation to—

(i) qualifying investments admitted to trading on a prescribed market,

ii) qualifying investments in respect of which a request for admission to trading on such a market has been made, or

(iii) in the case of subsection (2) or (3) behaviour, investments which are related investments in relation to such qualifying investments, and

(b) falls within any one or more of the types of behaviour set out in subsections (2) to (8).

(...)

(5) The fourth is where the behaviour consists of effecting transactions or orders to trade (otherwise than for legitimate reasons and in conformity with accepted market practices on the relevant market) which—

(a) give, or are likely to give, a false or misleading impression as to the supply of, or demand for, or as to the price of, one or more qualifying investments, or (...)" (sem grifos no original)

1.6.2. Descriptions of behavior that amount to Market abuse (manipulating transactions): false or misleading impressions. The following behaviors are, in the opinion of the FCA, market abuse (manipulating transactions) of a type involving false or misleading impressions:

(...)

(4) entering orders into an electronic trading system, at prices which are higher than the previous bid or lower than the previous offer, and withdrawing them before they are executed, in order to give a misleading impression that there is demand for or supply of the qualifying investment at that price" (sem grifos no original)

55. Por fim, impende aduzir ainda a orientação divulgada pela *European Securities and Market Authority* (ESMA), constante do relatório ESMA/2015/224⁷, de 3 de fevereiro de 2015, sobre a configuração da prática de *spoofing* e os indicadores objetivos dessa hipótese de manipulação de mercado. Transcreve-se:

10. The following practices could relevantly clarify Indicator A(e) of Annex I of MAR (the extent to which orders to trade given or transactions undertaken are concentrated within a short time span in the trading session and lead to a price change which is subsequently reversed):

(...)

e. **Submitting multiple or large orders to trade often away from the touch on one side of the order book in order to execute a trade on the other side of the order book. Once the trade has taken place, the orders with no intention to be executed will be removed - usually**

known as layering and **spoofing**. This practice may also be illustrated the following additional indicator of market manipulation:

i. The indicator described in paragraph 9(f)(i).

9 (f) (i). **High ratio of cancelled orders (e.g. order to trade ratio) which may be combined with a ratio on volume (e.g. number of financial instruments per 20 order).**

56. Com efeito, considerando os fatos e as circunstâncias do caso concreto, no qual se inclui o padrão de operação dos Acusados retratado pelas tabelas em anexo ao Termo de Acusação, verifica-se a conduta dolosa e pré-ordenada de registrar ofertas de compra ou venda sem a intenção de executá-las⁸, mas, sim, de promover a realização de negócio em cotação de preço artificial induzindo terceiros à sua compra ou venda. Como já afirmado, o curtíssimo intervalo de permanência da oferta expressiva e a atuação coordenada no outro lado do livro, corroborados pelo alto índice de cancelamento dessa mesma oferta (97% de cancelamento sem execução sequer parcial da oferta) e pelo padrão reiterado de operação, evidenciam a natureza dolosa e ilícita da conduta do participante.

57. Ademais, nos termos do inciso I, c/c o item II, "b", da ICVM 08/79, a configuração da manipulação de preços prescinde da demonstração do prejuízo causado, ou do benefício auferido, tratando-se de infração de mera conduta. A caracterização do ilícito, portanto, não requer a demonstração de que os Acusados realizaram negócios nas duas pontas do livro, ou que tiveram lucro na concretização da estratégia.

58. Assim, por evidente, não há que se falar em ausência de provas a subsidiar a acusação. Ao contrário, o Termo de Acusação encontra-se amplamente sustentado pelas informações constantes de seus anexos.

V – DIFERENÇA DE INTERPRETAÇÃO E AUSÊNCIA DE OUTROS PROCESSOS ADMINISTRATIVOS SANCIONADORES.

59. Segundo a Defesa, ainda que se concluísse que houve *spoofing*, essa prática não caracterizaria um dos ilícitos previstos na regulação do mercado de capitais brasileira. Isso seria comprovado pela própria confusão conceitual entre a SMI e a BSM quanto ao ilícito praticado e pelo fato de que não há sequer um processo administrativo sancionador julgado que tenha apreciado esse tipo de conduta.

60. Em que se pesem as bem elaboradas razões de defesa, os argumentos não merecem acolhida. Primeiro, porque restou claramente demonstrado que os atos praticados pelos Acusados se subsumem à conduta intitulada internacionalmente como *spoofing* em diversas jurisdições, ainda que este não seja o objetivo deste processo administrativo sancionador. A leitura dos dispositivos normativos citados afasta interpretações em sentido contrário.

61. Além disso, nada auxilia os Acusados o fato de a BSM, no âmbito do Processo Administrativo Ordinário nº 05/2016, em que formulou acusações contra a Planner e seu diretor responsável, ter afirmado que *spoofing* é modalidade de infração administrativa tipificada como "criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários" (ICVM 08/79 item I, c/c o II, "a"). Em outras palavras, a diferença de entendimento entre a BSM e a CVM quanto ao tipo

administrativo violado pela conduta dos Acusados não constitui, em si, um argumento jurídico de defesa e tampouco comprova a inexistência de ilícitos previstos na regulação do mercado de capitais.

62. De toda forma, convém colocar em perspectiva a diferença de interpretação da BSM e da CVM quanto à tipificação da conduta praticada pelos Acusados. Como se verá, os tipos administrativos constantes das alíneas "a" e "b", inciso II, item I, da ICVM 08/79, tem o mesmo radical e representam modalidades semelhantes de manipulação de mercado.

63. Nesse sentido, em breve retrospectiva histórica, vale aduzir os ditames da Lei 4.728, de 14 de julho de 1965, editada com o objetivo de disciplinar o mercado de capitais e estabelecer medidas voltadas ao seu desenvolvimento. A Lei foi promulgada meses após a edição da Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964, que estruturava o Sistema Financeiro Nacional e criava o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central do Brasil. Sobre os ilícitos relativos à manipulação do mercado de capitais, assim dispunha o art. 2º, inciso III, da referida Lei⁹:

Art. 2º - O Conselho Monetário Nacional e o Banco Central exercerão as suas atribuições legais relativas aos mercados financeiro e de capitais com a finalidade de:

(...)

III - evitar modalidades de fraude e **manipulação destinadas a criar condições artificiais da demanda, oferta ou preço** de títulos ou valores mobiliários distribuídos no mercado;

64. Na década seguinte, o legislador opta por espelhar o comando da Lei 4.728/65 ao editar a Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispôs sobre o mercado de valores mobiliários e criou a Comissão de Valores Mobiliários. Transcreve-se:

Art. 4º - O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de:

(...)

V - evitar ou coibir modalidades de fraude ou **manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço** dos valores mobiliários negociados no mercado;

65. Ambos as normas, portanto, reuniam em um mesmo dispositivo as condutas que viriam futuramente a ser discriminadas em tipos administrativos diversos. E a Lei nº 6.385/75 não tornaria mais fácil o trabalho do intérprete ao descrever da seguinte forma a competência normativa da CVM, *in verbis*:

Art. 18. Compete à Comissão de Valores Mobiliários:

(...)

II - definir:

(...)

b) **a configuração de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, ou de manipulação de preço**; operações fraudulentas e práticas não equitativas na distribuição ou intermediação de valores;

66. É nesse quadro normativo que a ICVM nº 08/79 é editada e procura dar conceitos diferentes às hipóteses legais de “condições artificiais de demanda” e “manipulação de preço”. A norma, contudo, é editada de forma propositadamente genérica¹⁰, visando a dar maior flexibilidade à atuação da CVM e os tipos administrativos terminam retratando condutas semelhantes, podendo ser de difícil distinção nas práticas de mercado. Nesse ponto, faz-se oportuna a citação da doutrina de Nelson Eizirik¹¹:

"A norma é mal redigida, contendo expressões imprecisas, podendo ser confundido o tipo de criação de condições artificiais com o de manipulação de preços. Com efeito, a criação de condições artificiais de preço não se distingue ontologicamente da manipulação, estando os dois ilícitos inseridos no mesmo tipo penal, conforme antes analisado, posto que nos dois casos o que o agente visa é a alteração do livre jogo de oferta e procura dos valores mobiliários.

Nos dois ilícitos administrativos – criação de condições artificiais e manipulação – o bem jurídico protegido é o mesmo: a regularidade e transparência do mercado de valores mobiliários, assegurando que o processo de formação de preços seja regido pela oferta e demanda."

67. Nesse contexto, em que os tipos administrativos representam modalidades congêneres de manipulação de mercado, tenho que uma eventual diferença de interpretação da CVM e da BSM representa o consenso entre as instituições de que a conduta dos Acusados violou a integridade do mercado de valores mobiliários. Por seu turno, o auto-regulador aparenta dar maior relevância à intenção dos Acusados de alterarem o fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários por meio da simulação de pressão vendedora ou compradora em um dos lados do livro¹².

68. Nada obstante, conforme asseverado no item I deste voto, bem andou a Acusação ao imputar aos Acusados a prática da conduta típica descrita na ICVM nº 08/79, item I, c/c o II, "b". Com efeito, a inserção de ofertas expressivas do lado oposto do livro tinha o objetivo de fazer com que a oferta inicial posta do outro lado fosse aceita por terceiros, concretizando o negócio em preço distinto daquele em que o mercado estava negociando o ativo no momento da inserção da oferta inicial. Nota-se, claramente, que a inserção da oferta expressiva (que inequivocamente alterou o fluxo de ordens do ativo de forma dolosa) tinha por objetivo alterar indiretamente o preço do ativo, isto é, ter a oferta inicial aceita em preço distinto do que o mercado estava negociando o ativo; e induziu terceiros a negociar o papel¹³.

69. Ao fim, melhor sorte não atende a alegação de atipicidade da conduta fundada na ausência de processos administrativos sancionadores destinados a apurar responsabilidades em casos similares. Novamente, a afirmativa não constitui, em si, um argumento jurídico de defesa e tampouco comprova a inexistência de ilícitos previstos na regulação do mercado de capitais. De toda forma, a alegação será analisada no item subsequente, pois se confunde com outros argumentos da peça de defesa.

VI – SEGURANÇA JURÍDICA E ERRO DE PROIBIÇÃO.

70. Segundo a Defesa, impõe-se a necessidade de preservar a segurança jurídica, a confiança e a expectativa dos Acusados, que estariam sendo ineditamente responsabilizados por uma prática que jamais fora questionada pelo

regulador. Além disso, seria preciso reconhecer que a inércia da CVM em manifestar seu entendimento sobre o assunto acarretaria o reconhecimento de que os Acusados agiam sob erro de proibição.

71. Tais alegações, apesar de serem pertinentes para este primeiro processo sancionador sobre "manipulação de preços" na modalidade *spoofing*, não merecem acolhida.

72. Com efeito, não há qualquer ineditismo em termo de acusação por prática não equitativa no âmbito do mercado de capitais brasileiro. Ao contrário, como já relatado neste voto e nos termos da Nota Explicativa CVM nº 14/79, a preocupação com tais práticas é antiga em nosso arcabouço jurídico e em muito antecede a edição da Instrução CVM 08/79.

A necessidade de evitar modalidade de fraude e manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço de títulos ou valores mobiliários distribuídos no mercado, bem como a exigência de que fossem observadas práticas comerciais equitativas no mercado de capitais, já era sentida pela Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965, cujo art. 2º incluía, em seus incisos III e IV, tais objetivos entre as linhas mestras que deveriam orientar a atuação do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central do Brasil, na área de mercado de capitais. Nessa linha e com vistas à operacionalização daquele dispositivo, foi baixada a Resolução nº 39, de 20 de outubro de 1966, cujo art. 93 estabelecia a proibição, reproduzindo substancialmente os termos da lei, da prática de manipulação ou fraude destinada a criar condições artificiais de demanda, oferta ou de preço de títulos ou valores mobiliários negociados em Bolsa ou distribuídos no mercado de capitais, bem como, simultaneamente, a vedação do uso de práticas comerciais não equitativas.

73. Mais do que isso, ao longo dos mais de quarenta anos da autoridade do mercado de valores mobiliários, foram produzidos diversos precedentes¹⁴ e publicações sobre a matéria, que aplicam aos casos concretos os comandos abertos do tipo administrativo contido na ICVM 08/79.

74. Nesse mister, a CVM já teve a oportunidade de analisar um caso também "inédito" de manipulação de preços por meio da internet. Naquela oportunidade, a manipulação de preços não era evidentemente uma novidade, mas, a utilização da internet com artifício para a prática não equitativa não havia sido avaliada em um processo administrativo sancionador. Por unanimidade, o acusado foi condenado à pena de inabilitação, merecendo destaque o seguinte excerto do voto da Ilustre Diretora relatora Norma Parente:

O presente inquérito evidencia o quanto pode ser inconsequente o uso inadequado da Internet. Da mesma forma que a Internet, de um lado, representa um avanço considerável na divulgação instantânea das informações e ampliou os meios de comunicação entre as pessoas, de outro, exige que a mesma seja utilizada com responsabilidade, uma vez que as consequências e alcance são imprevisíveis. Daí a necessidade de se inibir toda e qualquer iniciativa de seu uso indevido, por mínimo, que seja, por parte dos órgãos governamentais como a CVM,

responsável pelo mercado de capitais. (Inquérito Administrativo CVM nº 2001/6226)

75. Isto porque, como já relatado neste voto, os tipos administrativos contidos na ICVM nº 08/79 são propositalmente abertos e destinados a conferir flexibilidade ao supervisor, sem prejuízo de sua coercibilidade em face da diversidade de situações possíveis da realidade de um mercado em constante evolução. É da essência desses tipos administrativos que eles possam se moldar às circunstâncias que permeiam a conduta investigada, sob pena de esvaziamento de seu comando normativo.

76. No caso vertente, a par da nova modalidade tecnológica de manipulação de preços – *spoofing*, tem-se a mesma atividade de subsunção do tipo ao caso concreto. A manipulação de preços (inciso I, c/c o item II, “b”, da ICVM 08/79) ocorre por meio de uma estratégia de negociação em alta frequência (“*utilização de qualquer processo ou ardil*”), marcada por uma oferta extraordinariamente elevada em um dos lados do livro e o seu cancelamento rápido logo após a execução de outras ofertas do lado oposto do livro (“*direta ou indiretamente*”), promove dolosamente a realização de negócio em cotação de preços artificial (“*elevantar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo terceiros à sua compra e venda*”).

77. Noutro pórtico, é também incorreta a alegação de ausência de qualquer orientação ao mercado quanto à ilicitude da conduta em exame. Ainda em 2012, a BSM desenvolveu alertas e definiu o foco de atuação para os casos de *layering* e *spoofing*. Em 2013, diversos participantes foram formalmente notificados sobre essa prática, inclusive a corretora UM, por meio da qual José Joaquim realizou as operações. Ao longo dos últimos anos, foram diversas medidas de persuasão e de treinamento voltadas ao mercado.

78. Quanto à alegação de erro de proibição, poder-se-ia dizer simplesmente que a tese não merece acolhida pelas mesmas razões expostas acima. Afinal, diante do quadro apresentado, não me parece possível sustentar a tese de inevitável ignorância da norma administrativa.

79. Nada obstante, é oportuno salientar que não se espera do participante profissional do mercado de valores mobiliários o grau de diligência e conhecimento comuns ao homem médio. Espera-se mais. Do agente que exerce profissionalmente atividades no mercado de valores mobiliários, como os Acusados, requer-se diligência proporcional aos seus encargos e conhecimento integral da disciplina jurídica afeta aos seus negócios. Nesse sentido a lição de Rafael Munhoz Mello¹⁵:

"Cabe notar que o grau de diligência exigido varia conforme a atividade desenvolvida pelo particular que pratica a infração administrativa, se profissional ou não. Sendo a norma dirigida à generalidade das pessoas, a todos os integrantes do grupo social, a diligência que se pode exigir é a adotada pelo homem comum, prudente e normal. A situação é distinta se a norma jurídica impõe obrigação ou proibição no âmbito de certa atividade profissional, sendo plenamente exigível dos profissionais que a exercem o pleno conhecimento da sua disciplina jurídica. Uma pessoa que atue profissionalmente em certa área não pode invocar desconhecimento das normas que a disciplinam, pois a diligência dela exigível é a de conhecer todas as normas que se aplicam à sua atividade profissional."

80. Em outras palavras, em processo administrativo sancionador desta Comissão de Valores Mobiliários não se deve discutir se um cidadão comum teria potencial conhecimento da ilicitude de seus atos frente à regulamentação especial do mercado de valores mobiliários. A discussão deve cingir-se à diligência e ao grau de conhecimento esperado de um profissional, o que afasta, como regra geral, alegações da espécie¹⁶.

VII – CÁLCULO DO BENEFÍCIO AUFERIDO.

81. Segundo a Defesa, a metodologia utilizada pela acusação para o cálculo do suposto benefício econômico dos Acusados padeceria de uma série de vícios, pois não se demonstrou que os Acusados se desfizeram, em condições vantajosas, dos negócios que executaram. Além disso, o cálculo de qualquer benefício apurado por um comitente em operações no mercado de valores mobiliários deveria considerar o valor despendido no pagamento das taxas de corretagem e emolumentos.

82. Por fim, sustenta que as operações realizadas nas contas master de José Joaquim foram reespecificadas para determinados investidores, de forma que a Acusação não poderia atribuir a ele 100% do benefício. O benefício efetivamente obtido por José Joaquim seria, no máximo, correspondente ao valor que ele houvesse recebido como remuneração de seus clientes.

83. Neste ponto, melhor sorte não assiste à Defesa. Nos termos deste voto, a configuração da manipulação de preços de que trata o inciso I, c/c o item II, "b", da ICVM 08/79, independe da demonstração de que os Acusados realizaram negócios nas duas pontas do livro, ou que se desfizeram futuramente dos ativos em condições ainda mais vantajosas. Nesse sentido, percebe-se que, ao considerarmos a oferta expressiva como instrumento suficiente para alterar as condições de liquidez do livro (liquidez aparente, ou fantasma) e promover a realização de negócios por preço diverso daquele que se obteria em condições normais de mercado, a vantagem econômica é, sim, representada pelo diferencial de *spread* entre o preço da melhor oferta (vendedora ou compradora) antes e depois da estratégia de *spoofing*, nos termos da Acusação. O benefício econômico é obtido e mensurado, ainda que ele signifique, em cada caso, ampliação de lucros ou redução de perdas.

84. No caso concreto descrito nos autos, a vantagem econômica foi devidamente quantificada para cada um dos Acusados, com esteio nas tabelas anexas que demonstram, em cada negócio concretizado, a variação do valor das ofertas antes e depois do início da estratégia de *spoofing*. O somatório dos diferenciais de *spreads*, portanto, foi apontado objetivamente pela Acusação, independentemente do erro formal apontado pela Defesa na citação pela Acusação do número total de operações realizadas.

85. Refuto, ainda, a alegação de que tal vantagem econômica deveria ser calculada subtraindo-se o custo dos Acusados com taxas de corretagem e emolumentos. Primeiro, porque não há previsão legal, ou infralegal, de exclusão dessas despesas no cálculo da vantagem obtida. Segundo, porque tais gastos foram incorridos para a execução do ato ilícito ou, dito de outra forma, não são gastos que teriam sido realizados ainda que os Acusados tivessem optado por agir conforme a Lei. De toda forma, não é razoável extrair do art. 11, §1º, III, da Lei nº 6.385/76, o comando para que a autoridade do mercado de capitais identifique todas as despesas operacionais incorridas pelo infrator, como pagamento de

prestadores de serviços, energia elétrica, encargos trabalhistas e tributos, a fim de estimar a vantagem econômica 'líquida' decorrente da infração.

86. Vale registrar, ainda neste ponto, que todos os precedentes desta comissão relativos a ilícitos diversos no mercado de capitais (como manipulação de preços, *insider trading*, operações fraudulentas etc.) não consideram as despesas com taxas de corretagem e emolumentos para identificação da vantagem econômica auferida.

87. Quanto à alegação de que as operações realizadas nas contas master de José Joaquim foram reespecificadas para determinados investidores de forma que a Acusação não poderia atribuir a ele 100% do benefício, tenho que o argumento resta prejudicado, pois a Defesa sequer demonstra quais operações teriam tido o lucro revertido para clientes do Acusado. Com efeito, cabendo a José Joaquim a responsabilidade pelas operações realizadas em seu nome, ele deveria ter demonstrado a extensão do benefício econômico que não aproveitou.

VIII – CONCLUSÃO E PENALIDADES.

88. Por todo o exposto, com fundamento no art. 11, II, da Lei nº 6.385/76, com redação anterior a edição da Lei nº 13.506¹⁷, de 13 de novembro de 2017, considerando, de um lado, a gravidade da conduta, a prática reiterada da conduta delitativa, a vantagem auferida, ou pretendida, pelo infrator, o dano à imagem do mercado de valores mobiliários e a especialização dos agentes e, de outro, a primariedade dos Acusados, voto pela condenação de:

89. José Joaquim Paifer à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 684.000,00 (seiscentos e oitenta e quatro mil reais), equivalente a duas vezes o valor da vantagem econômica obtida, pelo descumprimento do inciso I, c/c o item II, "b", da Instrução CVM nº 8/79, em razão da prática de manipulação de preços por meio da inserção de ordens artificiais de compra e venda, na modalidade *spoofing*;

90. Paiffer Management Ltda. – ME à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 1.710.000,00 (um milhão, setecentos e dez mil reais), equivalente a duas vezes a vantagem econômica obtida, pelo descumprimento do inciso I, c/c o item II, "b", da Instrução CVM nº 8/79, em razão da prática de manipulação de preços por meio da inserção de ordens artificiais de compra e venda, na modalidade *spoofing*.

91. Por fim, impende oficiar o Ministério Público Federal no Estado de São Paulo para conhecimento do teor deste julgamento e análise das providências que julgar cabíveis no âmbito de sua competência, em complemento ao Ofício nº 166/2016/CVM/SGE, de 11 de outubro de 2016.

É o voto.

Rio de Janeiro, 13 de março de 2018.

HENRIQUE BALDUINO MACHADO MOREIRA
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:

(...)

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;

² Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010, Pub. L. No. 111-203, 124 Stat. 1376 (2010). <http://www.cftc.gov/LawRegulation/OTCDERIVATIVES/index.htm>.

³ A sessão 747 do Dodd-Frank Act altera a sessão 4c(a) do Commodity Exchange Act (CEA) adicionando uma nova sessão intitulada “Disruptive Practices”.

⁴ Neste ponto, vale citar a decisão da 7th U.S Circuit Court of Appeals em Chicago, em 7 de agosto de 2017, que negou a apelação de Michael Coscia, sentenciado em 2016 a três anos de prisão por fraude e *spoofing*. A decisão é um marco judicial evidente, merecendo destaque, entre os seus argumentos, o repúdio à alegação de que a tipificação do *spoofing* seria demasiadamente vaga, razão pela qual deveria ser tida como inconstitucional, e de que não haveria precedentes no mercado ou na história legislativa. <http://media.ca7.uscourts.gov/cgi-bin/rssExec.pl?Submit=Display&Path=Y2017/D08-07/C:16-3017:J:Ripple:aut:T:fnOp:N:2006533:S:0>

⁵ Nova sessão 4c(a)(6) do CEA.

⁶ O guia de orientação da CFTC pode ser encontrado em:

<http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@newsroom/documents/file/federalregister051613d.pdf>

⁷ Acessível em <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-224.pdf>.

⁸ Ainda sobre o entendimento da CFTC sobre a configuração do *spoofing*, é ilustrativo o *press release* de junho de 2017 sobre as acusações realizadas contra o investidor David Liew. Disponível em <http://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/pr7567-17>.

⁹ Em outros dispositivos, a Lei 4.728/65 não teve a mesma preocupação em especificar a hipótese de um ilícito autônomo de criação de condições artificiais. Destaca-se:

“Art. 7º - Compete ao Conselho Monetário Nacional fixar as normas gerais a serem observadas na constituição, organização e funcionamento das Bolsas de Valores, e relativas a:

(...)

V - normas destinadas a evitar ou reprimir manipulações de preços e operações fraudulentas; condições a serem observadas nas operações autorizadas de sustentação de preços;”

“Art. 10. Compete ao Conselho Monetário Nacional fixar as normas gerais a serem observadas no exercício das atividades de subscrição para revenda, distribuição, ou intermediação na colocação, no mercado, de títulos ou valores mobiliários, e relativos a:

(...)

VII - normas destinadas a evitar manipulações de preço e operações fraudulentas;”

¹⁰ A opção da CVM por tipos abertos restou consignada na Nota Explicativa CVM nº 14/79: “entendeu a CVM conveniente adotar a segunda solução, ampliando, à vista da experiência já acumulada, o alcance dos dispositivos já constantes da Resolução nº 39, e conceituando, de forma propositadamente genérica, situações que configuram operações ou práticas incompatíveis com a regularidade que se pretende assegurar ao mercado de valores mobiliários. Dentro dessa ótica, é baixada pela CVM a INSTRUÇÃO Nº 08/79, que explicita serem vedadas a todos os participantes do mercado a criação de condições artificiais na negociação de valores mobiliários, a manipulação de preço, as operações fraudulentas e o uso de práticas não equitativas.”

¹¹ EIZIRIK, Nelson ET atl. *Mercado de Capitais Regime Jurídico*. 3ª Ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 547-548.

¹² Neste ponto, importa trazer à colação a decisão do Inquérito Administrativo 02/99, julgado em 6 de setembro de 2001, no qual o Colegiado desta CVM rejeitou a caracterização do ilícito de “criação de condições artificiais”, pois o bem jurídico maculado não seria a generalidade de determinado mercado de valores mobiliários, mas, sim, participantes específicos em operações individualizadas. Nos termos do voto do diretor-relator Luiz Antonio de Sampaio Campos: “Nessa linha, entendo não se ter verificado a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, por não estarem presentes todos os seus elementos. Na criação artificial de condições de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, o prejuízo potencial dirige-se à generalidade dos detentores de determinado valor mobiliário e ao mercado como um todo, que receberiam uma sinalização fictícia a respeito de determinado valor mobiliário. Nesse mesmo tipo de operação, entendo que não há ganho, ou perda, entre as partes que participam da criação dessas condições artificiais, são operações que, na verdade, não existiriam em essência, não fosse a pretensão de se criar um falso mercado, um falso parâmetro de preço ou volume.(...)”

¹³ Em sentido semelhante, a Diretora Norma Parente, no âmbito do Processo Administrativo Sancionador nº 2004/2131, julgado em 19.01.2005, afasta a acusação de “criação de condições artificiais” e acolhe a de “manipulação de preços” forte na postura compradora do Acusado que denotava dolo específico do agente. Vale a citação: “*Embora concorde com a defesa de que os negócios de compra não criaram condições artificiais de mercado, uma vez que houve a efetiva compra das ações, o mesmo não se pode afirmar em relação à acusação de manipulação de preços que ficou mais do que caracterizada com a sua postura compradora e elevação gradativa do preço principalmente no pregão em que foi o único comprador.*”

¹⁴ Precedente em casos de manipulação de preços: Inquérito Administrativo CVM 26/00, Inquérito Administrativo CVM TA-RJ 2001/6226, Processo Administrativo Sancionador nº 2001/0236, Processo Administrativo Sancionador nº 06/01, Processo Administrativo Sancionador nº 05/01, Processo Administrativo Sancionador nº 14/00, Processo Administrativo Sancionador nº 2004/2131, Processo Administrativo Sancionador nº 06/95, Processo Administrativo Sancionador nº 35/00, Processo Administrativo Sancionador nº 31/98, Processo Administrativo Sancionador nº 2005/7389, Processo Administrativo Sancionador nº 16/03, entre outros.

¹⁵ MELLO, Rafael Munhoz de. *Sanção administrativa e o princípio da culpabilidade*. AC Revista de Direito Administrativo e Constitucional, Belo Horizonte, ano 5, nº 22, p. 25-57, out/dez. 2005.

¹⁶ É mais restritivo o comando descrito na Circular nº 3.857, de 14 de novembro de 2017, editada pelo Banco Central do Brasil para dispor sobre o rito do processo administrativo sancionador no âmbito daquela autarquia:

“*Art. 48 - Não constituem causa de extinção da punibilidade:*

I – a correção da irregularidade pelo infrator; ou

II – a alegação de ignorância, ou de errada compreensão da legislação.”

¹⁷ A redação do art. 11, *caput*, da Lei nº 6.385/76, foi alterada de modo a prever expressamente a aplicação cumulativa das penalidades descritas nos incisos do mesmo artigo. Assim, nos processos administrativos sancionadores destinados a apurar a regularidade das condutas praticadas após a edição da Lei nº 13.506/17, o Colegiado desta CVM deverá refletir sobre a aplicação cumulativa das penalidades de multas e inabilitação/proibição temporária, medida que se afigura adequada para os casos de *spoofing* e *layering*.