



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

### EXTRATO DE SESSÃO DE JULGAMENTO

**DO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM nº  
19957.007543/2019-03 (RJ2019/5673) \***

**\* Sessão realizada exclusivamente por videoconferência, na forma da  
Deliberação CVM nº 855, de 30 de abril de 2020.**

**Data do julgamento:** 02/06/2020

**Relator:** Diretor Gustavo Machado Gonzalez

**Acusado:** Luis Eduardo Martins

**Ementa:** Manipulação de preços – Layering. Infração ao inciso I c/c inciso II, letra “b” da Instrução CVM nº 08/1979. Multa.

**Decisão:** Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, com base na prova dos autos e na legislação aplicável, **por unanimidade** de votos, decidiu pela aplicação da **penalidade de multa a** Luis Eduardo Martins, no valor de **R\$ 450.000,00** (quatrocentos e cinquenta mil reais) por infração ao inciso I c/c inciso II, letra “b” da Instrução CVM nº 08/1979.

O Presidente da CVM, Marcelo Barbosa, acompanhou o voto do Diretor Relator e apresentou manifestação de voto tratando da metodologia utilizada pela acusação para identificar a prática de manipulação de preços e suas implicações na penalidade proposta.

O Colegiado decidiu, também, que o resultado do julgamento deve ser comunicado ao Ministério Público Federal, por meio da Procuradoria da República no Estado de São Paulo, em complemento ao OFICIO Nº 295/2019/CVM/SGE para as providências que julgar cabíveis no âmbito de suas competências.

O acusado punido terá um prazo de 30 dias, a contar da comunicação da decisão da CVM, para interpor recurso voluntário ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, nos termos do art. 70 da Instrução CVM nº 607/19.

Presente o advogado Alexandre Atiê Murad, representante do acusado.

Presente a Procuradora Ilene Patrícia de Noronha Najjarian, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Participaram da Sessão de Julgamento os Diretores Gustavo Machado Gonzalez, Flávia Sant'Anna Perlingeiro, Henrique Balduino Machado Moreira e o Presidente da CVM, Marcelo Barbosa, que presidiu a Sessão.



Documento assinado eletronicamente por **Marcelo Santos Barbosa, Presidente**, em 03/08/2020, às 10:48, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Flavia Martins Sant Anna Perlingeiro, Diretor**, em 03/08/2020, às 20:59, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Henrique Balduino Machado Moreira, Diretor**, em 06/08/2020, às 15:49, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Gustavo Machado Gonzalez, Diretor**, em 06/08/2020, às 21:54, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), informando o código verificador **1062885** e o código CRC **5755AD48**.

*This document's authenticity can be verified by accessing [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), and typing the "Código Verificador" **1062885** and the "Código CRC" **5755AD48**.*



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

### PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.007543/2019-03

Reg. Col. nº 1688/2020

**Acusado:** Luis Eduardo Martins

**Assunto:** Infração ao inciso I c/c inciso II, letra “b” da Instrução CVM nº 08/1979 – Manipulação de preços – *Layering*.

**Diretor Relator:** Gustavo Machado Gonzalez

### RELATÓRIO

#### I. INTRODUÇÃO

1. Este Processo Administrativo Sancionador (“PAS”) foi instaurado pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (“SMI” ou “Acusação”) para apurar eventual responsabilidade de Luis Eduardo Martins (“Luis Eduardo” ou “Acusado”).
2. Luis Eduardo teria manipulado preços de diversos ativos no mercado de valores mobiliários por meio da colocação de ofertas artificiais no livro de negociação, entre 04.03.2013 e 22.08.2017, caracterizando a infração administrativa definida no inciso II, letra “b”, da Instrução CVM nº 08/1979 e vedada pelo item I daquela mesma Instrução<sup>1</sup>.
3. O processo teve origem em processo administrativo disciplinar conduzido pela BM&FBovespa Supervisão de Mercados (“BSM”), em que figuraram como acusados instituição intermediária e funcionário desta, por irregularidades em negócios realizados no mercado de

---

<sup>1</sup> 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.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

valores mobiliários por Luis Eduardo e outros investidores que atuaram por meio do referido intermediário.

4. Após realizar diligências adicionais, a SMI ofereceu Termo de Acusação em face de Luis Eduardo<sup>2</sup>.

### II. ACUSAÇÃO

5. A SMI afirma que Luis Eduardo realizou prática internacionalmente conhecida como *layering*, caracterizada pela inserção de sucessivas ofertas de um lado do livro a preços melhores que a última oferta registrada, que formam camadas de ofertas sem o propósito de fechar negócio, com o objetivo de atrair outros Clientes para a negociação e executar negócios do lado oposto do livro.

6. Luis Eduardo teria realizado operações por meio de diferentes intermediários no período analisado em que foi identificada manipulação do preço de diversos ativos. A prática ocorreu por meio da inserção de ofertas artificiais no livro de negociação em 7.618 oportunidades, o que teria gerado benefício ilícito para o Acusado no montante R\$ 617.916,00 (seiscentos e dezessete mil e novecentos e dezesseis reais).

Participante de Negociação	Quantidade de Estratégias de <i>Layering</i>	Período	Benefício Auferido R\$
Corretora A	5.027	04.03.2013 a 06.01.2016	434.768,75
Corretora B	2.476	15.01.2016 a 03.02.2017	167.512,22
Corretora C	115	06.02.2017 a 22.08.2017	15.634,86
<b>Total</b>	<b>7.618</b>	<b>04.03.2013 a 22.08.2017</b>	<b>617.916,00</b>

Fonte: B3.

7. O benefício com a prática foi calculado considerando a diferença de preço entre a melhor oferta antes da atuação do Acusado e o preço do negócio realizado por ele após a inserção de ofertas artificiais, multiplicada pela quantidade envolvida no negócio.

8. As camadas de ofertas artificiais, inseridas sem a intenção de execução e para criar falsa pressão compradora ou vendedora, foram identificadas a partir do seguinte ciclo:

---

<sup>2</sup> As condutas dos demais investidores envolvidos no aludido PAD conduzido pela BSM são objeto de processos apartados.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

- a) **Criação de falsa liquidez:** o investidor inseria camadas de ofertas artificiais (colocadas sem o propósito de serem executadas) do lado oposto ao de oferta que efetivamente desejada executar (“oferta-alvo”), criando falsa liquidez com intenção de atrair investidores para incluir ou melhorar suas ofertas, alterando o *spread* do livro de ofertas;
- b) **Posicionamento:** antes ou depois da criação de falsa liquidez, o investidor emitia ofertas-alvo de compra ou venda que desejava executar do lado oposto ao das ofertas artificiais;
- c) **Execução do negócio:** a oferta-alvo de compra ou venda do investidor era executada em decorrência do movimento dos preços e das ofertas dos demais investidores, influenciados pela falsa liquidez; e
- d) **Cancelamento:** após a realização dos negócios, as ofertas artificiais eram canceladas.

9. Os critérios adotados para a identificação da prática de *layering* neste caso foram: **(i)** inserção de, no mínimo, 4 (quatro) ofertas manipuladoras no intervalo de 10 (dez) minutos com propósito de influenciar investidores; **(ii)** posicionamento do lado oposto das ofertas artificiais; **(iii)** execução do negócio envolvendo a oferta-alvo; e **(iv)** cancelamento ou alteração das ofertas artificiais após a execução do negócio para patamares piores (compras a preços mais baixos, vendas a preços mais altos), distanciando-se dos preços de *bid* e *ask*. Também foram considerados como prática de *layering* os casos em que o ato **(ii)** foi realizado antes do ato **(i)**.

10. De acordo com a Acusação, a prática de inserção de ofertas artificiais no livro de ofertas nos termos descritos no caso concreto preenche todos os requisitos citados para a configuração da prática de manipulação de preços:

- a) **Utilização de processo ou artifício:** inserção de ofertas artificiais no livro de ofertas;
- b) **Destinados a promover cotações enganosas, artificiais:** como demonstrado, a inserção das ofertas artificiais tinha por finalidade causar pressão compradora ou vendedora que restavam por levar à consecução de negócio previamente pretendido na outra ponta do livro a preço distinto do que o mercado estava efetivamente praticando, provocando cotações enganosas. Em verdade, a estratégia foi implementada justamente nas situações em que não havia contraparte para o negócio pretendido, levando investidores a negociarem em preço distinto após o aumento da pressão compradora ou vendedora;
- c) **Induzindo terceiros a negociar valores mobiliários cujas cotações foram artificialmente produzidas:** conforme demonstrado, o artifício utilizado induziu terceiros



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

a negociar valores mobiliários com base na pressão compradora ou vendedora causada pelas ofertas artificiais;

- d) **Presença do dolo, ainda que eventual, de alterar as cotações e induzir terceiros a negociar com base nessas cotações falsas:** as características das ofertas artificiais inseridas deixam clara a intenção do investidor de causar pressão compradora ou vendedora no ativo para viabilizar negócio pretendido em preço distinto do qual o mercado estava negociando o ativo.

11. O Luis Eduardo teria sido notificado por diferentes intermediários da ilicitude da prática, o que, no entanto, não o levou a interromper sua conduta.

### III. DEFESA

12. O Acusado apresentou defesa tempestiva<sup>3</sup>.

#### III.1 Preliminares

13. Em sede preliminar Luis Eduardo defende a “prescrição da ação punitiva do Estado, nos termos na Lei No. 9.494/1997 (sic)”. Aplicando-se retroativamente o prazo prescricional de 5 (cinco) anos considerando a “primeira oportunidade de conhecimento do feito integral, com todos os questionamentos de operações, que se deu para o Defendente apenas com o recebimento do Ofício No. 52/2019/CVM/GMA-1, em 27/09/2019”, todo e qualquer negócio realizado antes de 27.09.2014 não poderia ser questionado, tendo-se em vista que o “alcance da capacidade estatal de punição está preclusa (sic)”.

14. Ademais, alega cerceamento de defesa e violação ao contraditório, pois não lhe foram disponibilizados os livros de negociações diários nos quais as supostas estratégias irregulares teriam sido implementadas, de modo que pudessem “atestar que as supostas ‘camadas’ inseridas por Luis tivessem levado a aumento ou queda em preços de ativos, e assim figurar-se, ou não, em efetiva manipulação de preço”.

15. Nesse sentido, o Acusado declara que sem acesso aos referidos livros não há como determinar se houve manipulação de preços por ação exclusivamente sua, visto que não possui meios de verificar “se foram publicadas notícias, fatos relevantes, boatos ou ainda eventos diversos que poderiam ter atuado como eventos externos ao mercado, que pudessem alterar os valores e

---

<sup>3</sup> Doc. SEI nº 0923444.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

ordens dos ativos, seja de venda ou de compra”, sendo que as condições das quais aproveitou poderiam ter sido aproveitadas sem sua presença no mercado.

16. Outro argumento utilizado pelo Acusado é o de que protocolou sua manifestação prévia – em obediência ao artigo 5º da Instrução CVM nº 607/2019 – no dia 14.10.2019 e, apenas dois dias depois, em 16.10.2019, foi protocolado o Termo de Acusação pela SMI. Esse curto lapso temporal o leva a acreditar que houve mero cumprimento de formalidade por parte da Acusação, sem uma verdadeira análise dos fatos e argumentos arguidos pelo defendente em sua manifestação. Posto isto, estariam caracterizadas violações à ampla defesa, ao devido processo legal e ao contraditório.

### III.2 Mérito

17. Luis Eduardo defende que o método utilizado pela Acusação para realização do cálculo de benefício financeiro obtido com os negócios é baseado em mera “especulação e ilação”, não tendo a Acusação se desincumbido de seu ônus de provar a existência de ganhos *in concreto*, sendo impossível que ele apresente prova negativa de que “não auferiu os ganhos supostamente auferidos”. Nesse sentido, o benefício econômico auferido teria sido considerado em abstrato, via estimativa e não considerando o resultado concreto das operações – logo, não teria sido ocorrido verificação efetiva do benefício auferido, sem prova de que ocorreram efetivos ganhos, apenas ilações e especulações a respeito.

18. Sustenta que os negócios questionados neste PAS representam menos de 0,005% do volume financeiro de negócios operados pelo Acusado – o qual ele declara girar em torno de R\$ 150.000.000,00 (cento e cinquenta milhões de reais) ao mês – e menos de 1,0% do total de negócios realizados.

19. Argumenta que é um investidor-especulador, sendo natural que atue colocando e cancelando várias ordens e que, inclusive, se encontrava em cenário de enorme disparidade nos últimos anos frente à agilidade e automatização de robôs utilizados pelas grandes instituições *players* do mercado. Nessa perspectiva, diz que a estratégia de “colocar várias ordens ao invés de simplesmente alterá-las” é uma questão de competitividade com tais robôs, uma “equiparação de armas” e que, em verdade, a verdadeira manipulação de preços é dirigida pelas grandes instituições por meio desses robôs.

20. Impugna também a acusação de que teria colocado ofertas artificiais no livro de negociações, isto porque suas ordens, até o momento de retirada, estavam abertas à execução caso houvesse contraparte para negócio, sendo isso um risco assumido em sua estratégia, a qual,





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

inclusive, poderia ter lhe dado prejuízo como resultado.

21. Por fim, alega que não há definição legal do que é *layering*, além de enunciados esparsos em processos administrativos e apresentações da BSM e da CVM, não podendo ser tal atividade – à luz do princípio da anterioridade da lei punitiva – ser entendida como ilícita.

22. Requer que a imputação seja julgada improcedente ou, subsidiariamente, sejam seus bons antecedentes considerados para efeito de dosimetria, explicitando haver “condições objetivas e subjetivas do defendente”, pela inexistência de processos na esfera administrativa, cível e penal contra o acusado.

23. Na sequência, fui designado relator desse processo<sup>4</sup>.

É o Relatório.

Rio de Janeiro, 02 de junho de 2020.

*Documento assinado eletronicamente por*

**Gustavo Machado Gonzalez**

Diretor Relator

---

<sup>4</sup> Doc. SEI nº 0929495.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

### PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.007543/2019-03

Reg. Col. nº 1688/2020

**Acusado:** Luis Eduardo Martins

**Assunto:** Infração ao inciso I c/c inciso II, letra “b” da Instrução CVM nº 08/1979 – Manipulação de preços – *Layering*.

**Diretor Relator:** Gustavo Machado Gonzalez

#### VOTO

##### I. INTRODUÇÃO

1. Trata-se de PAS<sup>1</sup> instaurado pela SMI em face de Luis Eduardo Martins (“Luis Eduardo” ou “Acusado”), que supostamente teria manipulado preços de diversos ativos no mercado de valores mobiliários por meio da colocação de ofertas artificiais no livro de negociação, entre 04.03.2013 e 22.08.2017, configurando a infração administrativa definida no inciso II, letra “b”, da Instrução CVM nº 08/1979 e vedada pelo inciso I daquela mesma Instrução.

##### II. PRELIMINARES

###### II.1 Prescrição

2. O Acusado sustenta a ocorrência de prescrição, pois a primeira oportunidade de conhecimento integral que teve dos questionamentos deste PAS se deu com o recebimento de Ofício enviado pela SMI/GMA-2 em 27.09.2019. Dessa forma, aplicando-se retroativamente a prescrição quinquenal a partir desta data, todos os negócios realizados antes de 27.09.2014 estariam prescritos.

3. A ação punitiva da CVM prescreve em cinco anos e é regulada pela Lei nº 9.873/1999. Nos casos de infração continuada, a contagem do prazo se inicia do dia em que ela tiver cessado (artigo

---

<sup>1</sup> Os termos iniciados em letras maiúsculas e que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes é atribuído no relatório deste voto.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

1º, parte final). Por analogia com a previsão contida no artigo 71 do Código Penal<sup>2</sup>, considera-se como infração administrativa continuada duas ou mais infrações da mesma espécie que, pelas condições de tempo, lugar, maneira de execução e outras semelhantes, devem ser havidas como continuação da primeira.

4. No caso dos autos, verifico que houve continuidade em todas as operações apontadas pela Acusação como irregulares (04/03/2013 a 22/08/2017). Assim, o prazo de prescrição se iniciaria somente em agosto de 2017 e, mesmo se acolhêssemos o argumento de defesa, segunda a qual a primeira interrupção da prescrição se deu somente em 27.09.2019, concluiríamos que a Acusação agiu dentro do prazo legal de cinco anos, que se ultimaria somente em agosto de 2022.

5. Ante o exposto, rejeito a preliminar de prescrição quinquenal, prevista no artigo 1º, caput, da Lei nº 9.873/1999.

### II.2 Violação de defesa e contraditório

6. Outra preliminar suscitada é a de cerceamento de defesa e violação ao contraditório, pois não lhe foram disponibilizadas cópias integrais “de todos os livros de negociações diários, de cada um dos 7.618 negócios impugnados, da abertura do pregão ao seu fechamento” nos quais as supostas estratégias irregulares teriam sido implementadas, de modo que pudessem “atestar que as supostas ‘camadas’ inseridas por Luis tivessem levado a aumento ou queda em preços de ativos, e assim figurar-se, ou não, em efetiva manipulação de preço”.

7. Nesse sentido, o Acusado declara que sem acesso aos referidos livros não há como determinar se houve manipulação de preços por ação exclusivamente sua, visto que não possui meios de verificar “se foram publicadas notícias, fatos relevantes, boatos ou eventos diversos que poderiam ter atuado como eventos externos ao mercado, que pudessem alterar os valores e ordens dos ativos, seja de venda ou de compra”.

8. Como será demonstrado ao longo deste voto, os documentos presentes nos autos são mais que suficientes para demonstrar o *modus operandi* ilícito adotado pelo Acusado por período superior a quatro anos. Além disso, todas as estratégias implementadas por Luis Eduardo e consideradas irregulares foram disponibilizadas pela SMI para o Acusado, por meio do documento

---

<sup>2</sup> Artigo 71 - Quando o agente, mediante mais de uma ação ou omissão, pratica dois ou mais crimes da mesma espécie e, pelas condições de tempo, lugar, maneira de execução e outras semelhantes, devem os subsequentes ser havidos como continuação do primeiro, aplica-se-lhe a pena de um só dos crimes, se idênticas, ou a mais grave, se diversas, aumentada, em qualquer caso, de um sexto a dois terços.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

“Anexo I – Relação de Estratégias”<sup>3</sup>. Além das próprias estratégias, ao contrário do que declara o Acusado, estão lá disponíveis os dias em que cada estratégia foi implementada, bem como horário, intermediário e ativo negociado. Em suma, todos os documentos solicitados e disponibilizados à Acusação – os quais foram utilizados para embasamento e formulação do Termo de Acusação – também foram disponibilizados ao Acusado, contendo, assim, todas as informações necessárias para formulação de juízo quanto à materialidade ou não acerca da infração, não havendo, portanto, cerceamento de defesa e, tampouco, violação ao contraditório.

9. Por fim, alega também o Acusado violações à ampla defesa, devido processo legal e ao contraditório em decorrência do curto lapso temporal entre sua manifestação prévia e o protocolo do Termo de Acusação.

10. O fato de a Acusação ter protocolado o Termo de Acusação apenas dois dias após a manifestação prévia do Acusado não pode sustentar o argumento de que não houve a devida análise e formulação de juízo quanto às alegações lá circunscritas, sendo qualquer dedução nesse sentido meramente especulativa.

### III. CONSIDERAÇÕES INICIAIS

#### III.1. Pano de fundo

11. A prática ilícita internacionalmente conhecida como *layering* ganhou espaço de maneira relativamente recente no debate regulatório internacional. Apesar de se tratar, em essência, de uma modalidade de manipulação possível desde quando os mercados ocorriam por viva, o assunto ganhou maior relevância após a disseminação de sistemas eletrônicos de negociação.

12. Assim como a prática congênere conhecida como *spoofing*, o *layering* é estratégia ilícita de manipulação de preços por meio de realização de ofertas no sentido oposto ao negócio que o manipulador pretende realizar, com a criação de uma falsa liquidez no livro de ofertas. Essas ofertas artificiais são realizadas com a exclusiva finalidade de atrair outros investidores por meio de simulação de pressão compradora ou vendedora, sem intenção de que os negócios sejam efetivamente executados.

13. Ambas as modalidades de manipulação de mercado mencionadas foram objeto de julgamentos recentes pela CVM, PAS CVM nº 19957.005977/2016-18 (“Precedente de

---

<sup>3</sup> Doc. SEI nº 0812450.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

*spoofing*”), de relatoria do Diretor Henrique Machado<sup>4</sup> e 19957.006019/2018-26 (“Precedente de *layering*”), de relatoria do Presidente Marcelo Barbosa<sup>5</sup>, respectivamente, nos quais o Colegiado se pronunciou pela primeira vez sobre esses assuntos. Além destes dois importantes precedentes, penso ser relevante recuperar as considerações sobre a tutela do processo de formação de preços, a relevância das informações endógenas ao processo de negociação e os critérios que distinguem ofertas legítimas de ofertas artificiais que tecei nos julgamentos dos PAS CVM nº RJ2016/5348<sup>6</sup> e RJ2016/2384<sup>7</sup>.

### III.2. Eficiência informacional e formação de preços

14. A informação é o principal bem jurídico tutelado pela intervenção estatal no mercado de capitais<sup>8</sup>. O mercado é regulado com base na transparência e no tratamento equitativo de investidores, buscando-se, assim, a mitigação de assimetrias de informação.

15. As informações que orientam as decisões dos investidores podem ser divididas em dois grupos<sup>9</sup>:

- a) Informações *exógenas* ao processo de negociação ou informações *explícitas*, relacionadas à companhia emissora de valores mobiliários ou ao mercado em geral, tais como divulgações oficiais da companhia, boatos, noticiários, demonstrações financeiras, dados de conjuntura econômica;
- b) Informações *endógenas* ao processo de negociação ou informações *implícitas*, tais como o preço, o volume financeiro negociado, a identidade dos intermediários por meio dos quais o negócio é realizado, a identidade de quem negocia e o fluxo no livro de ofertas.

<sup>4</sup> PAS CVM nº 19957.005977/2016-18, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 13.03.2018.

<sup>5</sup> PAS CVM nº 19957.006019/2018-26, Rel. Pres. Marcelo Barbosa, j. em 01.10.2019.

<sup>6</sup> PAS CVM nº RJ2016/5348, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 17.04.2018.

<sup>7</sup> PAS CVM nº RJ2016/2384, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 08.10.2019.

<sup>8</sup> TRINDADE, Marcelo Fernandez. O Papel da CVM e o Mercado de Capitais. In: SADDI, Jairo (org.). *Fusões e Aquisições: Aspectos Jurídicos e Econômicos*. São Paulo: IOB, 2002, p. 308.

<sup>9</sup> GOSHEN, Zohar; PARCHOMOVSKY, Gideon. The essential role of securities regulation. *Duke Law Journal*, v. 55, 2006, p. 721. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=600709>. Acesso em: 20.01.2020. Nas palavras dos autores: “Verification of the accuracy of information involves two kinds of information: explicit and implicit information. *Explicit information* includes all types of direct firm-specific and general market information, such as financial reports, conference calls and news. *Implicit information* comprises all activities that indirectly convey information, such as price movements, trading volume, trader identity and order flows” (destaques no original).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

16. Se considerarmos o regime de informação imposto aos emissores de valores mobiliários e a vedação à negociação com uso de informação privilegiada (*insider trading*), notamos a preocupação regulatória com as informações exógenas ao ambiente de negociação, isto é, àquelas que compreendem a atividade própria dos emissores e das quais os participantes do mercado precisam conhecer a fim de tomarem decisões de investimento.

17. As informações endógenas ao ambiente de negociação dizem respeito aos dados atuais e históricos de preço, quantidade e volume dos negócios realizados nos mercados organizados de valores mobiliários. O regime de transparência de pré e pós-negociação delineado pela Instrução CVM nº 461/2007 e as condutas vedadas pela Instrução CVM nº 08/1979 sinalizam a preocupação regulatória com a tomada de decisão, pelos investidores, ao efetivamente enviarem ordens e realizarem negócios nos ambientes geridos pelas entidades administradoras de mercados organizados.

18. Este Colegiado é firme em proibir, de modo recorrente, a realização de negociações artificiais no mercado<sup>10</sup>.

19. As informações sobre oferta e demanda presentes no livro de ofertas são insumos importantes para muitas decisões de investimento, inclusive aquelas tomadas por algoritmos<sup>11</sup>. O processo de formação dos preços, portanto, não deve sofrer interferências indevidas com a criação de demanda ou oferta artificiais, fornecendo sinais equivocados aos participantes do mercado sobre a liquidez de determinado ativo.

20. A eficiência informacional do mercado<sup>12</sup> é a capacidade de o preço de um ativo refletir adequadamente todas as informações disponíveis sobre aquele ativo, a partir das decisões tomadas

---

<sup>10</sup> Por exemplo, PAS CVM nº 12/2010, julgado em 07.10.2014, Dir. Rel. Luciana Dias; PAS CVM nº 04/2013, julgado em 24.02.2014, Dir. Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novais; PAS CVM nº 16/2001, julgado em 03.11.2005, Dir. Rel. Norma Parente; PAS CVM nº 12/2004, julgado em 11.05.2010, Dir. Rel. Alexsandro Broedel Lopes; PAS CVM nº RJ2002/5015, julgado em 11.12.2003, Dir. Rel. Norma Jonssen Parente.

<sup>11</sup> No julgamento do PAS CVM nº RJ2016/5348, assinei que “[t]rata-se de assunto de extrema importância, especialmente no mercado de bolsa, onde muitos investidores tomam as suas decisões de investimento com base em informações pré e pós-negócio. É o caso, por exemplo, das negociações algorítmicas, ‘em que um algoritmo informático determina automaticamente os parâmetros individuais das ordens, tais como o eventual início da ordem, o calendário, o preço ou a quantidade da ordem, ou o modo de gestão após a sua introdução, com pouca ou nenhuma intervenção humana’”.

<sup>12</sup> Podemos sintetizar a noção de mercado eficiente como aquele em que: (a) os preços refletem adequadamente as informações disponíveis aos agentes econômicos; (b) a cada nova informação não esperada, os preços convergem rapidamente para um novo patamar, próximo do que seria o “valor intrínseco” do ativo; (c) investidores competem entre si pelas oportunidades, fazendo com que os preços se movimentem de modo relativamente contínuo. Cf.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

pelos investidores com base nestas informações. A atuação dos diversos investidores, comprando ativos que julgam subavaliados e vendendo ativos que entendem superavaliados, faz com que os preços converjam para o valor que reflete os fundamentos econômicos da companhia<sup>13</sup>.

### III.3. A manipulação baseada em ofertas: *Layering* e *Spoofing*

#### *Considerações iniciais*

21. *Layering* e *spoofing* são práticas de criação de liquidez aparente, com a inserção, em um curto intervalo de tempo, de ofertas que, isoladamente (*spoofing*) ou agregadas (*layering*), representam quantidade expressiva em um dos lados do livro, atraindo contrapartes de modo a mover os preços em um sentido que venha a permitir a execução de uma ou mais ofertas limitadas inseridas na ponta oposta pelo manipulador. Pressupõe-se que o aumento expressivo na quantidade ofertada nos primeiros níveis de preço do ativo é capaz de influenciar outros investidores, que passam a atuar no mesmo sentido de negociação, de forma a aumentar ou diminuir a cotação do preço do ativo.

22. A diferença está em que, no *layering*, as ordens são enviadas de modo a criar faixas ilusórias de preços, ao passo que, no *spoofing*, a distorção no preço decorre de ofertas com quantidades desproporcionais àquelas existentes no livro<sup>14</sup>. A cronologia da criação de falsa liquidez é a seguinte:

- a) **Criação de falsa liquidez:** Visando influenciar investidores a incluir ou melhorar suas ofertas, induzindo pressão compradora ou vendedora, alterando o *spread* do livro, por meio de

---

REILLY, Frank K.; BROWN, Keith C. *Investment Analysis & Portfolio Management*. 10. ed. Mason: CENGAGE Learning, 2012, pp. 96-97.

<sup>13</sup> GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. The mechanisms of market efficiency. *Virginia Law Review*, v. 70, 1984.

<sup>14</sup> Nesse sentido, veja-se p. ex. as definições de *spoofing* e *layering* formuladas pela IOSCO, SEC, CFTC, FINRA e ESMA, constantes do Anexo I a este voto. Nota-se, contudo, que os referidos conceitos não são empregados – ao menos até esse momento – de modo totalmente uniforme pelos diversos reguladores: a *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC), por exemplo, trata das duas condutas de forma indistinta, agrupadas pelo seu gênero: apregoar com a intenção de cancelar a oferta antes de sua execução, criando falsa liquidez. O Anexo 1 traz, para fins ilustrativos, as definições utilizadas pela IOSCO e por alguns reguladores de outros países. Conforme irei explorar ao longo deste voto, embora as definições variem em diversos aspectos, os principais traços caracterizadores do(s) ilícito(s) são essencialmente os mesmos.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

- i. Se **layering**: Inserção de ofertas artificiais que formam camadas de ofertas sem propósito de fechar negócio;
  - ii. Se **spoofing**: Registro de oferta de quantidade expressiva.
- b) **Reação de investidores**: Investidores reagem ao registro da(s) oferta(s) artificial(is).
  - c) **Posicionamento e execução de oferta-alvo**: registro de oferta no lado oposto (antes de forma concomitante ao passo (a)) com consequente execução de negócios contra as ofertas dos investidores que reagiram ao registro da oferta artificial (*spoofing*) ou da camada de ofertas artificiais (*layering*).
  - d) **Cancelamento**: após a realização dos negócios, a(s) oferta(s) artificial(is) é(são) cancelada(s).
23. Como bem apontado pelo Presidente Marcelo Barbosa no Precedente de *layering*, a caracterização da criação de liquidez aparente como manipulação de preços decorre do preenchimento dos elementos normativos da descrição da conduta proibida pela Instrução CVM nº 08/1979.
24. Assim como nos casos de manipulação baseada em negócios, uma das principais dificuldades dos casos de manipulação baseada em ofertas é a demonstração de que parte das ofertas apregoadas consistiu em artifício destinado a alterar o funcionamento regular do mercado. Afinal de contas, colocar ofertas e realizar negócios são, a princípio, atividades lícitas. Do mesmo modo, o fato de o investidor estar, simultaneamente, apregoando em ambos os lados do livro de ofertas e/ou cancelando ofertas não agredidas pouco após a sua colocação no livro, não denotam, por si só, qualquer irregularidade.
25. Em muitos ativos, parte relevante da liquidez é proveniente *market makers* voluntários – investidores de liquidez que tentam se beneficiar de movimentos de curto prazo, não raro se posicionando nas duas pontas do livro. Sua estratégia de atuação é legítima e não pode ser confundida com a de manipuladores que procuram criar falsa liquidez. Ainda, não devemos nos deixar enganar pela nomenclatura em questão: tais *market makers* voluntários são, na verdade, arbitradores de *spread*, pois, embora atuem de modo semelhante aos formadores de mercado





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

contratados, que são regulados pela CVM<sup>15</sup>, não têm obrigações de prover liquidez, podendo atuar, inclusive, apenas em breves períodos do pregão.

26. A ilicitude das práticas de *layering* e *spoofing* advém do fato de que o investidor coloca oferta(s) em determinado lado do livro sem a intenção de executá-la(s), com o propósito de alterar o processo de formação de preço e viabilizar, assim, a execução de um negócio na ponta oposta.

### *A prova da manipulação baseada em negócios ou ofertas nos mercados eletronicados*

27. Vê-se, portanto, que é a intenção do investidor que, em última instância, distingue a manipulação de padrões legítimos de negociação<sup>16</sup>. Historicamente, a prova de que o agente buscava, por meio de ofertas ou negócios, falsear o mercado é extremamente desafiadora. É interessante notar que a eletronificação das bolsas e o desenvolvimento de novas tecnologias alteraram não só a dinâmica de funcionamento do mercado como também, reflexamente, a forma como certas práticas ilícitas podem ser detectadas.

28. Por um lado, a eletronificação do mercado de bolsa acarretou um expressivo aumento no volume transacionado nas bolsas e em um crescimento ainda maior no número de negócios realizados e, sobretudo, das ofertas colocadas no livro<sup>17</sup>. Por outro lado, passou-se a ter registro não só de todos os negócios realizados, como também de todas as ofertas apregoadas. Some-se a isso o fato de que a velocidade na dinâmica de ofertas e execução de negócios aumentou de modo

---

<sup>15</sup> Os formadores de mercado regularmente contratados são regulados pela Instrução CVM nº 384/2003, que autoriza às entidades administradoras de mercados organizados a expedição de regulamentos sobre sua forma de atuação. A B3 editou o Ofício Circular nº 004/2012-DIN para disciplinar a matéria. Nos termos deste regulamento, o formador de mercado poderá ser contratado pelo emissor dos valores mobiliários para o qual atue como formador de mercado, por empresas controladoras, controladas pelo ou coligadas ao emissor, por quaisquer detentores de ativo(s) que possuam interesse em formar mercado para o(s) referido(s) ativo(s) ou por um consórcio de liquidez que inclua mais de uma dessas pessoas. Dentre as obrigações que lhes são impostas, temos: “estar presente diariamente no mercado, com a colocação de ofertas de compra e de venda para, pelo menos, a quantidade mínima de ativos por oferta determinada pela BM&FBOVESPA”, “respeitar o intervalo máximo entre o preço da oferta de compra e da oferta de venda” e “envidar os melhores esforços para executar as ofertas recebidas”. A atividade é sujeita a credenciamento e os formadores de mercado estão sujeitos a sanções, tanto no âmbito da autorregulação como pela CVM, pelo descumprimento dos parâmetros de sua atuação.

<sup>16</sup> V. voto que proferi no já mencionado PAS CVM nº RJ2016/2384.

<sup>17</sup> De acordo com levantamento realizado pela SMI no âmbito do Sistema de Acompanhamento de Mercado (SAM), por meio do qual a área técnica supervisiona os negócios realizados e as posições detidas pelos investidores, em 2012, quando do início do funcionamento do referido sistema, eram recebidos diariamente cerca de 1 milhão de registros relativos a negócios e contrapartes no mercado de bolsa. Em janeiro de 2020, o número médio de registros relativos a negócios cresceu para uma ordem de 10 milhões. No tocante a ofertas, o crescimento no mesmo período foi de cerca de 50 milhões para 250 milhões de mensagens.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

expressivo, em virtude da negociação algorítmica, sobretudo de alta frequência<sup>18</sup>, viabilizada pelo modelo de acesso direto ao mercado, particularmente na modalidade *co-location*.

29. Com o aumento da capacidade computacional e o desenvolvimento de programas capazes de processar e analisar quantidades massivas de dados, os reguladores e autorreguladores dos mercados de capitais passaram a ter instrumentos muito mais eficazes para detectar práticas que, no mais das vezes, passavam despercebidas aos filtros até então existentes. Provavelmente, o destaque dado às práticas de *layering* e *spoofing* nos últimos anos se deve não só aos impactos da eletronificação dos mercados na dinâmica de negociação como, também, ao desenvolvimento de novas ferramentas e técnicas de detecção de ilícitos cometidos no ambiente de negociação.

30. Fenômeno intimamente ligado à eletronificação dos mercados, o advento da negociação algorítmica também tem reflexos próprios na forma como os reguladores podem supervisionar os participantes do mercado e detectar práticas ilícitas. No caso da negociação algorítmica, os reguladores passam a dispor não só de informações sobre ofertas e negócios, mas também de um registro das estratégias desenvolvidas por cada investidor. Em tais casos, a análise do código-fonte ou o depoimento de programador a quem o código foi encomendado pode consistir em uma prova direta da intenção do investidor em manipular o mercado, por exemplo, por meio da colocação de ofertas artificiais<sup>19</sup>.

---

<sup>18</sup> A negociação algorítmica é aquela “em que um algoritmo informático determina automaticamente os parâmetros individuais das ordens, tais como o eventual início da ordem, o calendário, o preço ou a quantidade da ordem ou o modo de gestão após a sua introdução, com pouca ou nenhuma intervenção humana” Valho-me aqui da definição de negociação algorítmica empregada pela segunda Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros (Markets in Financial Instruments Directive, ou, simplesmente, MFID 2) em seu artigo 4º, nº 1, item 39. Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho de 15.05.2014. Sobre o assunto, COSTA, Isac Silveira da. *High Frequency Trading (HFT) em câmera lenta: compreender para regular*. Dissertação (Mestrado em Direito dos Negócios) - Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (FGV Direito SP), São Paulo, 2018. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/20720>. Acesso em 20.01.2020.

<sup>19</sup> Nos Estados Unidos, as práticas de *spoofing* e *layering* são relacionadas à negociação algorítmica na maior parte dos casos. Em alguns casos, a acusação ouviu testemunhas acerca da especificação de requisitos dos algoritmos, para demonstrar que foram programados de modo a evitar que as ofertas iniciais fossem executadas, para provar o dolo do agente. Esta evidência foi determinante, por exemplo, no caso de Michael Coscia, que, a partir de agosto de 2011, implementou um algoritmo que lhe permitia enviar e cancelar rapidamente ofertas (na escala de milissegundos) de modo a conseguir comprar (vender) contratos a preços menores (maiores) em 17 mercados da CME Group e 3 mercados da ICE Futures Europe Exchange. Com este artifício, auferiu lucro de USD 1,4 milhão em dez semanas entre agosto e outubro de 2011. O testemunho de um dos programadores do algoritmo idealizado por Coscia trouxe a informação de que havia um “timer” que controlava o tempo no qual as ofertas permaneceriam no livro, a fim de minimizar a probabilidade de que fossem executadas. Ainda, assim que fosse detectada a execução parcial destas ofertas, elas eram imediatamente canceladas. Cf. COMMODITY FUTURES TRADING COMMISSION – CFTC. CFTC Orders Panther Energy Trading LLC and its Principal Michael J. Coscia to Pay \$2.8 Million and Bans Them from Trading for One Year, for Spoofing in Numerous Commodity Futures Contracts. *RELEASE: pr6649-13*.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

31. No mercado eletronicado, tudo deixa rastro: negócios, ofertas e, no caso de algoritmos, mesmo as estratégias de negociação. Nesse novo cenário, o desafio dos reguladores reside em desenvolver a capacidade e os instrumentos necessários para lidar com esse conjunto majorado de informações.

32. A análise do algoritmo não é, entretanto, a única forma possível de se demonstrar a intenção de determinado investidor de manipular o mercado com estratégias de *layering* ou *spoofing*. Até porque, embora tais ilícitos usualmente estejam relacionados a negociações algorítmicas, muitas vezes em alta frequência, é possível que a estratégia manipuladora seja implementada manualmente. Nesse sentido, noto que, no caso dos autos, as estratégias indicadas pela Acusação parecem prescindir de algoritmos para sua realização.

### ***A demonstração da manipulação a partir de dados históricos, extraídos do livro de ofertas.***

33. No Brasil, a CVM e a BSM buscam detectar episódios de *layering* e *spoofing* por meio de programas estatísticos que filtram, dentro do enorme universo de ofertas apregoadas e canceladas e dos negócios realizados, conjuntos de ofertas e negócios (as “estratégias”) que se enquadrem nos parâmetros que, a princípio, caracterizam as referidas práticas.

34. Nos dois primeiros casos em que o Colegiado analisou acusações de manipulação baseada em ofertas, entendeu-se que a totalidade das estratégias apontadas pela acusação consistiu em manipulação de preço, prática vedada pela Instrução CVM nº 08/1979. Nos precedentes, decidiu-se pela aplicação de multa pecuniária calculada em função do benefício auferido pela prática das condutas. O benefício, por sua vez, foi calculado em ambos os casos pela diferença de preços entre a melhor oferta antes de sua atuação e o preço do negócio efetivamente executado multiplicada pela quantidade de ativos envolvidos no negócio<sup>20</sup>.

---

Washington, 22.07.2013. Disponível em: <http://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/pr6649-13>. Acesso em: 10.02.2020.

<sup>20</sup> Nos termos do voto do Diretor Henrique Machado no Precedente de *spoofing*: “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”. No referido caso, aplicou-se penalidade de multa pecuniária equivalente a duas vezes o valor da vantagem econômica obtida com a prática de *spoofing*. No Precedente de *layering*, o Colegiado, acompanhando o voto do Presidente Marcelo Barbosa, fixou a penalidade em uma vez e meia a vantagem econômica obtida.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

35. Os casos já julgados demonstram a importância dos filtros estatísticos para a detecção dos ilícitos de mercado. É importante esclarecer que, embora as ferramentas de supervisão sejam ajustadas com base em critérios objetivos, não se pode definir os tipos administrativos da Instrução CVM nº 08/1979, em especial a manipulação de preços, com base exclusivamente em parâmetros dessa natureza. Ou seja, não se pode considerar os filtros de detecção como “filtros de ilicitude”, pois essa decorre da subsunção da conduta ao tipo normativo. Dessa observação resultam duas consequências.

36. A primeira é de que os parâmetros utilizados podem variar ao longo do tempo e mesmo conforme as peculiaridades de cada caso. Deve-se, contudo, atentar para que os parâmetros sejam determinados de forma cuidadosa, a fim de que a amostra obtida seja consistente com o tipo administrativo cuja eventual prática se está apurando.

37. A segunda é que a identificação de determinadas estratégias a partir dos filtros estatísticos deve ser considerada uma prova indireta, de natureza indiciária, que pode, portanto, ser contraditada por contra-indícios ou outras provas em sentido contrário. Nesse sentido, pode-se destacar alguns indícios de que o agente buscava, com a colocação de ofertas em um dos lados do livro, corromper o processo de formação de preços e, assim, viabilizar a realização de negócio no lado oposto do livro em condições mais favoráveis do que aquelas que estariam disponíveis sem a liquidez artificial:

- a) Atipicidade das operações, dos resultados e da taxa de cancelamento de ofertas, com relação ao histórico do próprio investidor e dos demais investidores em contextos comparáveis;
- b) Efetiva execução da(s) oferta(s) colocada(s) na ponta oposta do livro;
- c) Tempo de permanência da oferta artificial no livro antes de ser cancelada;
- d) Ausência de motivação legítima para a inserção e cancelamento das ofertas;
- e) Recorrência do padrão de atuação.

### ***A parametrização dos filtros estatísticos no presente caso e os problemas da amostra selecionada***

38. No caso em tela, verifica-se que a SMI definiu os seguintes critérios para detecção da ocorrência da prática de *layering*, acordados em cooperação técnica com a BSM e submetidos a um procedimento de revisão contínua:



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

- a) Inserção de, no mínimo, 4 (quatro) ofertas artificiais no intervalo de 10 (dez) minutos com o propósito de influenciar investidores;
  - b) Acompanhado de colocação de oferta no lado oposto do livro (sempre há atuação simultânea em ambos os lados do livro);
  - c) Execução do negócio pretendido; e
  - d) Cancelamento de todas as ofertas artificiais após a etapa anterior.
39. Embora os parâmetros utilizados neste processo sejam os mesmos que foram empregados no Precedente de *layering*, penso ser adequado revisá-los pelos motivos que passo a expor
40. Em primeiro lugar, os parâmetros adotados não nos permitem inferir, de forma segura, que as ofertas alegadamente artificiais eram idôneas a alterar o preço do papel.
41. No Precedente de *spoofing*, por exemplo, o tamanho e nível de preços definido pela Acusação foi de ofertas 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 e ofertas 6 vezes maiores que o tamanho médio praticado pelo mercado nos 3 pregões que antecederam o negócio. Esses parâmetros refletem, assim, uma presunção de que ofertas de quantidades significativamente maiores que as presentes nos primeiros níveis de preços são aptas a influenciar a tomada de decisão de investidores no curtíssimo prazo, no âmbito do “microcosmo” do livro de ofertas. Não há raciocínio semelhante, a meu ver, nos parâmetros adotados para a detecção de *layering*.
42. A toda evidência, não é qualquer oferta que é apta a falsear o mercado. Uma coisa é concluir que uma oferta expressiva colocada em determinado nível do livro, ou que um conjunto de ofertas colocadas nos primeiros níveis, pode consistir em um sinal enganoso para os demais participantes do mercado, apto a gerar uma distorção temporária no *spread* e, assim, viabilizar a realização de um negócio pequeno do outro lado do livro em condições mais favoráveis ao manipulador. Outra coisa, bem diferente, é dizer que uma oferta pequena, ou mesmo que um conjunto pouco expressivo de ofertas, pode distorcer o preço do outro lado do livro de modo a melhorar as condições de execução de uma ordem substancialmente a maior. Do modo como o filtro de detecção foi parametrizado, todos os exemplos indicados poderiam, potencialmente, estar compreendidos pela amostra selecionada pela Acusação.
43. Do mesmo modo, o intervalo de tempo de 10 (dez) minutos parece muito longo para que a prática seja apta a produzir os resultados pretendidos. É também inconsistente com o critério adotado para caracterização da conduta congênere de *spoofing* pela BSM, avalizado pela SMI e



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

por este Colegiado no julgamento do Precedente de *spoofing*, quando se considerou que a oferta artificial tenha permanecido no livro por apenas 10 segundos<sup>21</sup>. Como assinalou o Diretor Henrique Machado na ocasião, a manipulação em apreço se encerra em curtíssima janela temporal:

“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”.

44. Em terceiro lugar, o critério da SMI para *layering* também difere do critério adotado para *spoofing* ao não estabelecer um tempo mínimo de permanência da oferta no livro antes de seu cancelamento para que seja considerada como artificial. Não se trata, é bom ressaltar, de fixar um parâmetro objetivo de artificialidade baseado no tempo de permanência da oferta no livro, o que sequer seria compatível com a forma como o ilícito está definido na Instrução CVM nº 08/1979, mas de se ter confiança de que houve o emprego de um artifício em cada uma das estratégias consideradas irregulares pela acusação.

45. Feita essa ressalva, noto que, no tocante ao artifício, as definições de *layering* e *spoofing* usualmente enfatizam a elevada taxa de cancelamento das ofertas inseridas pelo manipulador e, ainda, a permanência “extremamente curta” da oferta no livro<sup>22</sup>. Embora não seja possível estabelecer critérios objetivos para a caracterização do ilícito de manipulação – sob pena, como já referido, de equivocadamente se tomar um “filtro de detecção” por um “filtro de ilicitude”<sup>23</sup> – penso que os parâmetros utilizados e a amostra colhida precisam ser sempre analisados de forma crítica.

---

<sup>21</sup> Naquele precedente, foram consideradas artificiais as ofertas que constavam no lado oposto do livro até o 5º nível de preço no momento em que foi executado negócio em nome do cliente, e que atendiam simultaneamente as seguintes características: (i) ofertas de tamanho pelo menos 1,8 vezes maior que a soma de todas as outras ofertas constantes no mesmo lado do livro do ativo, até o 3º nível de preço; (ii) ofertas 6 vezes maiores que o tamanho médio praticado pelo mercado nos 3 pregões que antecederam o negócio e; (iii) que tenham permanecido menos de 10 segundos no livro do ativo.

<sup>22</sup> Conforme as definições trazidas no Anexo I a este voto.

<sup>23</sup> Parece-me possível, e mesmo desejável, que a parametrização dos filtros de detecção considere as características específicas do mercado de cada valor mobiliário. Por exemplo, janelas temporais maiores podem, eventualmente, ser adequadas para papéis de baixa liquidez. Nessa direção, a SMI e a BSM podem, por exemplo, conduzir estudos para checar se os filtros devem ser ajustados em função da liquidez média do ativo.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

46. No caso em tela, tenho para mim que os parâmetros fixados acabaram incluindo, no universo de práticas alegadamente irregulares, estratégias bastante diferentes. As detecções obtidas pelos filtros de detecção deveriam ser o ponto de partida para uma análise mais pormenorizada, conjugando-se com os demais indícios, a fim de se obter uma amostra para a qual não haveria dúvida razoável do caráter artificial das estratégias.

47. Nesse sentido, penso que a conclusão de que determinadas estratégias configuram manipulação de preço decorre da combinação de diversos fatores: **(i)** a apregoação contemporânea de ofertas em ambos os lados do livro; **(ii)** as características das ofertas colocadas em cada um dos lados do livro; e **(iii)** o cancelamento das ofertas colocadas em um dos lados do livro pouco após a realização de um negócio na ponta oposta, especialmente **(iv)** quando observadas de modo reiterado. É esse conjunto convergente de fatores que usualmente permite ao julgador formar convicção de que a liquidez ofertada em um dos lados do livro era artificial e buscava, somente, transmitir um sinal enganoso para que os demais investidores atuassem no outro lado do livro, viabilizando o negócio do manipulador.

48. A questão é que os parâmetros, da forma como estabelecidos para este caso, tiram parte da força probatória da amostra colhida. Por exemplo, **(i)** quando se aumenta ou se retira o intervalo de permanência da oferta artificial, perde força o argumento de que aquela oferta foi colocada sem a intenção de ser executada; **(ii)** na medida em que se aumenta o intervalo entre a realização da oferta-alvo e o cancelamento da oferta artificial, fica menos claro que a dita oferta artificial tinha como objetivo alterar o outro livro; **(iii)** na medida em que o tempo passa – e estamos falando de um mercado em que as vezes se compete por milissegundos – fica mais difícil concluir que uma oferta colocada em um dos lados do livro é idônea para alterar o comportamento do lado oposto, e ainda mais difícil concluir que um eventual movimento do outro lado do livro pode ser creditado àquela oferta que há muito consta do livro; e **(iv)** quando se retiram os qualificadores da oferta artificial, seja em tamanho da oferta (ou do conjunto de ofertas), seja pela sua localização nos diferentes níveis de preço, menos claro fica a idoneidade daquelas ofertas para alterar o regular funcionamento do mercado. Esses aspectos me parecem especialmente relevantes quando se entende que a configuração da “manipulação de preços”, nos termos da Instrução CVM nº 08/1979, exige a produção de resultado (o falseamento da cotação em razão do artifício).





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

49. Ou seja, parece-me que os parâmetros utilizados nesse caso recomendam redobrado cuidado, a fim de eliminar os efeitos de possíveis “falsos positivos”<sup>24</sup>. Noto que, recentemente, a BSM passou a incorporar um parâmetro adicional nos filtros de detecção para casos mais recentes de *layering* e *spoofing*, desconsiderando as ofertas que foram canceladas após o tempo médio entre negócios observado no pregão anterior – adotando, assim, um parâmetro variável e calculado por ativo, o que responde a muitas das críticas feitas acima.

50. Assim, reiterando não estar aqui analisando a correspondência das operações destacadas pela Acusação às descrições mais usuais de *layering* e *spoofing*, mas a subsunção da conduta do acusado aos elementos descritos no tipo normativo, entendo que os critérios que embasaram a Acusação no presente PAS não nos permitem concluir, com a segurança necessária, que **todas** as estratégias destacadas pela operação se enquadram no tipo “manipulação de preço” conforme definido pela Instrução CVM nº 08/1979.

51. Diante da existência de uma “zona cinzenta” de estratégias em que o tempo no qual as ofertas supostamente artificiais permanecem no livro e a inconveniência da fixação de um critério objetivo estanque para qualquer caso de criação de falsa liquidez, penso que a penalidade a ser imposta ao manipulador não deve tomar como referência o valor calculado nos precedentes indicados, mas sim os parâmetros fixados nos precedentes que se defrontam com a dificuldade ou mesmo impossibilidade de mensuração precisa do resultado obtido com a manipulação.

52. Tal medida me parece oportuna nos casos em que, se há certeza de que houve manipulação de mercado, não seja possível segregar com precisão as ofertas lícitas das ofertas ilícitas. Se há “falsos positivos” no universo de operações trazido pela Acusação e se não é trivial determinar um critério unívoco e preciso para separar as operações efetivamente manipuladoras, o suposto benefício econômico obtido com a manipulação deve ser desconsiderado.

53. Feitas as ponderações acima, passo a decidir o mérito do presente processo.

---

<sup>24</sup> É claro que, em certos casos, as fragilidades do filtro de detecção acima indicadas não resultarão em problemas na amostra coletada – nessa mesma sessão de julgamento há um caso em que, na minha avaliação, toda as operações apontadas constituem manipulação de preço.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

### IV. MÉRITO

#### IV.1 Autoria

54. Inicialmente, cumpre destacar que o Acusado – em suas razões de defesa – reconhece que realizou as operações supostamente irregulares que são o objeto deste processo, não havendo, portanto, controvérsia quanto à autoria da infração administrativa apontada.

#### IV.2 Materialidade da infração

55. Conforme consta dos autos<sup>25</sup>, por um período de pouco mais de quatro anos, Luis Eduardo, em prática frequente e reiterada, realizou um total de 7.618 estratégias supostamente irregulares no mercado, com nítido intuito de manipular a formação de preços de ativos, exercendo, por meio da inserção de ofertas artificiais no livro de negociação, pressão compradora e/ou vendedora sobre o preço dos ativos negociados, tendo como objetivo final executar a compra ou venda do ativo negociado a preço mais vantajoso.

#### *Exemplo 1 – Estratégia nº 62*

56. Tomo como exemplo as operações realizadas pelo Acusado no dia 19.06.2013 com as ações cujo código de negociação é AMBV4<sup>26</sup>.

57. A Tabela 1 mostra o livro de ofertas de AMBV4 antes da interferência manipuladora de Luis Eduardo. O preço da melhor oferta de compra era de R\$77,97 e o preço da melhor oferta de venda era de R\$78,10. Nesse momento, Luis Eduardo estava posicionado no livro com oferta de venda ao preço de R\$78,18.

**Tabela 1 – Livro de ofertas de AMBV4 em 19.06.2013 às 10h11m03s123ms, antes da interferência manipuladora de Luis Eduardo**

Ofertas de Compra					Ofertas de Venda				
Hora de registro	Investidor	Participante	Qtd	Preço (R\$)	Preço (R\$)	Qtd	Participante	Investidor	Hora de registro
11:07:44.958		8	100	77,97	78,10	100	3		10:09:35.621
11:08:49.530		3	100	77,96	78,10	100	72		10:10:47.213
11:07:53.254		33	500	77,95	78,18	300	82	Luis	10:05:10.230

<sup>25</sup> Doc. SEI nº 0812450.

<sup>26</sup> Ações de emissão da AMBEV S.A. (atual ABEV3).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

10.48.10.787		3	200	77,94	78,19	300	8		10:05:01.028
09:54:06.965		63	100	77,90	78,25	300	129		10:05:33.067
09:45:12.684		70	1.000	77,90	78,28	100	86		10:06:26.202

Fonte: B3.

58. Em um período de apenas três segundos, Luis Eduardo inseriu sete ofertas de compra de ações AMBV4, que ocuparam as primeiras posições no momento de seus registros e reduziram o *spread* entre a melhor oferta de compra e a melhor oferta de venda que antes era de R\$0,13 para R\$0,04.

**Tabela 2 – Livro de ofertas de AMBV4 em 19.06.2013 às 10h11m06s880ms, após interferência manipuladora de Luis Eduardo**

Ofertas de Compra					Ofertas de Venda				
Hora de registro	Investidor	Participante	Qtd	Preço (R\$)	Preço (R\$)	Qtd	Participante	Investidor	Hora de registro
10:11:06.880	Luis	82	2.000	78,14	78,18	300	82		10:05:10.230
10:11:04.476		37	100	78,13	78,25	300	129		10:05:33.067
10:10:04.910		8	100	78,13	78,28	100	86		10:06:26.202
10:11:06.300	Luis	82	2.000	78,12	78,46	100	8		10:10:01.140
10:11:05.791		40	200	78,10	78,49	200	82		10:10:01.696
10:11:05.653	Luis	82	2.000	78,08	78,50	800	232		10:10:01.054
10:11:05.024	Luis	82	2.000	78,06	78,50	500	227		10:04:29.289
10:11:04.462	Luis	82	2.000	75,02	78,50	800	27		10:07:24.813
10:11:03.821	Luis	82	2.000	78,00	78,60	1.300	40		10:10:21.366
10:06:40.488		3	100	77,99	78,66	7.600	40		10:08:13.366
10:11:03.124	Luis	82	2.000	77,98	78,67	3.900	40		10:09:55.209

Fonte: B3.

59. Às 10h11m06s971ms e 10h11m06s973ms, pouco milissegundos após a etapa anterior, houve reação de um investidor ao movimento realizado por Luis Eduardo, inserindo duas ofertas de compra de 100 e 200 ações ao preço de R\$78,18, preço da oferta-alvo inserida pelo Acusado, conforme a Tabela 1.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

**Tabela 3 – Livro de ofertas de AMBV4 em 19.06.2013 às 10h11m06s973ms, com destaque para o negócio executado por Luis Eduardo**

Ofertas de Compra					Ofertas de Venda				
Hora de registro	Investidor	Participante	Qtd	Preço (R\$)	Preço (R\$)	Qtd	Participante	Investidor	Hora de registro
10:11:06.973		8	200	78,18	78,18	300	82	Luis	10:05:10.230
10:11:06.971		8	100	78,18	78,25	300	129		10:05:33.067
10:11:04.476		37	100	78,15	78,28	100	86		10:06:26.202
10:11:06.880	Luis	82	2.000	78,14	78,46	100	8		10:10:01.140
10:10:04.910	Luis	82	100	78,14	78,49	200	82		10:10:01.696
10:11:06.300	Luis	82	2.000	78,12	78,50	800	232		10:10:01.054
10:11:05.791		40	200	78,10	78,50	500	227		10:04:29.289
10:11:05.653	Luis	82	2.000	78,08	75,50	800	27		10:07:24.813
10:11:05.024	Luis	82	2.000	78,06	75,60	1.300	40		10:10:21.366
10:11:04.462	Luis	82	2.000	78,02	78,66	7.600	40		10:08:13.366
10:11:03.821	Luis	82	2.000	78,00	78,67	3.900	40		10:09:55.209
10:06:40.488		3	100	77,99	78,72	500	40		10:10:21.312
10:11:03.124	Luis	82	2.000	77,98	78,73	100	3		10:00:45.258

Fonte: B3.

60. Após realizar o negócio acima mencionado às 10h11m06s971ms e 10h11m06s973ms, Luis Eduardo excluiu as 8 (oito) ofertas de compra constantes no livro de ofertas de AMBV4, apenas alguns segundos após a execução do negócio, entre 10h11m12s151ms e 10h11m12s171ms.

61. Nesse caso específico, o benefício auferido pelo Acusado foi de R\$63,00 (sessenta e três reais), pois ele logrou vender 300 (trezentas) ações ao preço de R\$78,18, vinte e um centavos mais caro que o preço da melhor compra disponível antes da utilização da estratégia ilícita.

62. O exemplo acima pode também ser visualizado a partir de outra tabela, que sintetiza a ação do Acusado, conforme abaixo.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

**Tabela 4 – Ordens realizadas por Luis Eduardo em 19.06.2013 em relação ao ativo AMBV4 (Estratégia nº 62)**

### AMBV4 - 19/06/2013 - Venda - Estratégia 62 (Partic: 82)

Ocorrência	Compra/Venda	Hora do		Preço (R\$)	Quantidade	----- Venda -----		----- Compra -----		Benefício financeiro (R\$)
		Hora	cancelamento			Participante	Cliente	Participante	Cliente	
Alteração	Venda	10:09:54.855		78,18	300	82	85234			
Registro	Compra	10:11:03.124	10:11:12.151	77,98	2.000			82	85234	
Registro	Compra	10:11:03.821	10:11:12.160	78,00	2.000			82	85234	
Registro	Compra	10:11:04.462	10:11:12.169	78,02	2.000			82	85234	
Registro	Compra	10:11:05.024	10:11:12.169	78,06	2.000			82	85234	
Registro	Compra	10:11:05.653	10:11:12.170	78,08	2.000			82	85234	
Registro	Compra	10:11:06.300	10:11:12.171	78,12	2.000			82	85234	
Registro	Compra	10:11:06.880	10:11:12.171	78,14	2.000			82	85234	
Negócio	Venda	10:11:06.971		78,18	100	82	85234	8	-	21,00
Negócio	Venda	10:11:06.973		78,18	200	82	85234	8	-	42,00

Fonte: Doc. SEI nº 0812450, p. 25.

### **Exemplo 2 – Estratégia nº 5.949**

63. Outro exemplo que ilustra a estratégia ilícita utilizada por Luis Eduardo ocorreu no dia 20.04.2016 com o ativo de código de negociação VIVT4<sup>27</sup>.

64. A Tabela 5 mostra o livro de ofertas de VIVT4 antes da interferência do Acusado. O preço da melhor oferta de compra era de R\$43,25 e o preço da melhor oferta de venda era de R\$43,33.

**Tabela 5 – Livro de ofertas de VIVT4 em 20.04.2016 às 10h22m36s288ms, antes da interferência de Luis Eduardo**

Ofertas de Compra					Ofertas de Venda				
Hora de registro	Investidor	Participante	Qtd	Preço (R\$)	Preço (R\$)	Qtd	Participante	Investidor	Hora de registro
10:22:07.503		45	600	43,25	43,33	400	114		10:22:24.978
10:22:31.276		40	200	43,25	43,34	600	45		10:22:26.985
10:22:24.961		3	200	43,24	43,34	100	3		10:22:36.286
10:22:21.979		3	200	43,22	43,36	200	3		10:22:31.2011
10:21:01.166		40	200	43,21	43,38	100	3		10:22:28.048
10:22:21.110		3	100	43,20	43,38	100	55		10:22:30.396
10:22:31.209		40	300	43,20	43,40	100	3		10:22:27.300
10:20:04.311		3	200	43,18	43,41	200	122		10:13:55.102

Fonte: B3

<sup>27</sup> Ações de emissão da TELEFÔNICA BRASIL S.A.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

65. Em um intervalo de apenas nove segundos, Luis Eduardo inseriu cinco ofertas de venda de ações VIVT4, que ocuparam as primeiras posições no momento de seus registros e reduziram o *spread* entre a melhor oferta de compra e a melhor oferta de venda que antes era de R\$0,08 para R\$0,03.

**Tabela 6 – Livro de ofertas de VIVT4 em 20.04.2016 às 10h22m40s392ms, após interferência de Luis Eduardo**

Ofertas de Compra					Ofertas de Venda				
Hora de registro	Investidor	Participante	Qtd	Preço (R\$)	Preço (R\$)	Qtd	Participante	Investidor	Hora de registro
10:21:01.166		40	200	43,21	43,24	100	39	Luis	10:22:40.392
10:22:21.110		3	100	43,20	43,25	400	114		10:22:24.978
10:20:04.311		3	200	43,18	43,26	100	39	Luis	10:22:39.773
10:22:31.209		40	300	43,17	43,28	100	39	Luis	10:22:38.813
10:06:47.047		3	200	43,16	43,30	100	39	Luis	10:22:37.699
10:20:04.317		3	100	43,14	43,32	100	39	Luis	10:22:37.016
10:06:27.147		3	100	43,12	43,33	600	45		10:22:26.985
09:45:13.530		114	400	43,10	43,34	100	3		10:22:36.286

Fonte: B3.

66. Às 10h22m40s403ms, apenas alguns milésimos de segundos após a etapa anterior, um investidor reagiu ao movimento realizado por Luis Eduardo e inseriu oferta de venda de 400 ações ao preço de R\$43,23. Instantes depois, o Acusado inseriu oferta de compra de 400 ações, exata quantidade da oferta realizada pelo terceiro, também ao preço de R\$43,23 e realizou o negócio com esse investidor.

**Tabela 7 – Livro de ofertas de VIVT4 em 20.04.2016 às 10h22m43s201ms, com destaque para negócio executado por Luis Eduardo**

Ofertas de Compra					Ofertas de Venda				
Hora de registro	Investidor	Participante	Qtd	Preço (R\$)	Preço (R\$)	Qtd	Participante	Investidor	Hora de registro
<b>10:22:41.746</b>	<b>Luis</b>	<b>39</b>	<b>400</b>	<b>43,23</b>	<b>43,23</b>	<b>400</b>	<b>114</b>		<b>10:22:40.403</b>
10:21:04.166		40	200	43,21	43,24	100	39		10:22:39.773
10:22:42.727		45	600	43,19	43,26	100	39		10:22:39.773
10:20:04.311		3	200	43,18	43,28	100	39		10:22:38.813



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

10:22:31.209		40	300	43,17	43,30	100	39		10:22:37.699
10:05:47.073		3	200	43,16	43,32	100	39		10:22:37.016
10:20:04.317		3	100	43,14	43,34	100	3		10:22:36.286

Fonte: B3.

67. Após realizar o negócio acima mencionado às 10h22m41s746ms, Luis Eduardo cancelou todas as 5 ofertas de venda inseridas no livro de ofertas de VIVT4. Nesse caso específico, o benefício auferido pelo Acusado foi de R\$40,00 (quarenta reais), pois ele logrou comprar 400 (quatrocentas) ações ao preço de R\$43,23, dez centavos mais barato que o preço da melhor oferta de venda disponível antes da utilização da estratégia ilícita. O exemplo pode também ser visualizado a partir de outra tabela, que sintetiza a ação do Acusado, conforme indicado abaixo.

**Tabela 8 – Ordens realizadas por Luis Eduardo em 20.04.2016 em relação ao ativo VIVT4 (Estratégia nº 5.949)**

### VIVT4 - 20/04/2016 - Compra- Estratégia 5.949 (Partic: 39)

Ocorrência	Compra/Venda	Hora do		Preço (R\$)	Quantidade	----- Venda -----		----- Compra -----		Benefício financeiro (R\$)
		cancelamento	Hora			Participante	Cliente	Participante	Cliente	
Registro	Venda	10:22:37.016	10:22:45.645	43,32	100	39	149462			
Registro	Venda	10:22:37.699	10:22:45.728	43,30	100	39	149462			
Registro	Venda	10:22:38.813	10:22:45.566	43,28	100	39	149462			
Registro	Venda	10:22:39.773	10:22:45.469	43,26	100	39	149462			
Registro	Venda	10:22:40.392	10:22:44.989	43,24	100	39	149462			
Registro	Compra	10:22:41.746		43,23	400			39	149462	
Negócio	Compra	10:22:41.746		43,23	400	114	-	39	149462	40,00
Registro	Compra	10:22:43.201		43,23	100			39	149462	
Negócio	Compra	10:22:43.201		43,23	100	114	-	39	149462	10,00

Fonte: Doc. SEI nº 0812450, p. 2120.

### **Exemplo 3 – Estratégias nº 7.599, 7.600 e 7.601**

68. Na Estratégia nº 7.599, Luis Eduardo Martins inseriu quatro ofertas de compra de DAGB33 entre 16h11m34s558ms e 16h15m36s530ms. Na ponta oposta, colocou uma ordem de venda às 16h16m27s778ms. O negócio foi executado às 16h16m30s241ms. As quatro ofertas supostamente artificiais foram canceladas entre 16h45m40s480ms e 16h56m01s291ms (45 minutos após o início do ciclo e 29 minutos após a execução da oferta-alvo).

69. O mesmo conjunto de ofertas apontadas como artificiais é utilizado para a Estratégia nº 7.600, acrescida de uma oferta de compra logo acima às 16h16m34s271ms, com colocação de uma oferta-alvo às 16h18m27s978ms e execução em 16h18m30s361ms. Os tempos de cancelamento





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

são entre 16h45m40s480ms e 16h56m01s291ms (45 minutos após o início do ciclo e 27 minutos após a execução da oferta-alvo).

70. Na Estratégia nº 7.601, são utilizadas três das ofertas das estratégias 7.599 e 7.600, acrescidas de ofertas de compra colocadas de modo a fechar o *spread*. Entre o primeiro instante de inserção de ofertas consideradas para o ciclo e a execução da primeira oferta-alvo, temos um período de 8 minutos. Até o primeiro cancelamento de oferta não executada, temos 24 minutos.

71. Com base nos elementos disponíveis nos autos, não me parece possível concluir que essas ofertas, que permaneceram por um longo período no livro e poderiam ter sido agredidas por outros participantes, podem ser consideradas artifícios idôneos para fins de caracterização da manipulação.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

**Tabela 9 – Ordens realizadas por Luis Eduardo em 12.07.2017 em relação ao ativo DAGB33 (Estratégias nº 7.599, 7.600 e 7.601)**

### DAGB33 - 12/07/2017 - Venda - Estratégia 7.599 (Partic: 74)

Ocorrência	Compra/Venda	Hora do		Preço (R\$)	Quantidade	----- Venda -----		----- Compra -----		Benefício financeiro (R\$)
		Hora	cancelamento			Participante	Cliente	Participante	Cliente	
Registro	Compra	16:11:34.558	16:56:01.291	531,00	2			74	33252	
Registro	Compra	16:12:33.170	16:46:26.565	533,00	1			74	33252	
Registro	Compra	16:13:43.237	16:45:44.420	535,01	1			74	33252	
Registro	Compra	16:15:36.530	16:45:40.480	536,00	1			74	33252	
Registro	Venda	16:16:27.778		536,99	1	74	33252			
Negócio	Venda	16:16:30.241		536,99	1	74	33252	85	-	1,99

### DAGB33 - 12/07/2017 - Venda - Estratégia 7.600 (Partic: 74)

Ocorrência	Compra/Venda	Hora do		Preço (R\$)	Quantidade	----- Venda -----		----- Compra -----		Benefício financeiro (R\$)
		Hora	cancelamento			Participante	Cliente	Participante	Cliente	
Registro	Compra	16:11:34.558	16:56:01.291	531,00	2			74	33252	
Registro	Compra	16:12:33.170	16:46:26.565	533,00	1			74	33252	
Registro	Compra	16:13:43.237	16:45:44.420	535,01	1			74	33252	
Registro	Compra	16:15:36.530	16:45:40.480	536,00	1			74	33252	
Registro	Compra	16:16:34.271	16:46:25.936	534,00	1			74	33252	
Registro	Venda	16:18:27.978		537,49	1	74	33252			
Negócio	Venda	16:18:30.361		537,49	1	74	33252	85	-	2,49

### DAGB33 - 12/07/2017 - Venda - Estratégia 7.601 (Partic: 74)

Ocorrência	Compra/Venda	Hora do		Preço (R\$)	Quantidade	----- Venda -----		----- Compra -----		Benefício financeiro (R\$)
		Hora	cancelamento			Participante	Cliente	Participante	Cliente	
Registro	Compra	16:12:33.170	16:46:26.565	533,00	1			74	33252	
Registro	Compra	16:13:43.237	16:45:44.420	535,01	1			74	33252	
Registro	Compra	16:15:36.530	16:45:40.480	536,00	1			74	33252	
Registro	Compra	16:16:34.271	16:46:25.936	534,00	1			74	33252	
Alteração	Compra	16:18:44.451	16:56:01.291	530,55	4			74	33252	
Alteração	Venda	16:20:18.870		537,79	1	74	33252			
Negócio	Venda	16:20:30.361		537,79	1	74	33252	85	-	2,79
Registro	Venda	16:21:28.452		537,79	1	74	33252			
Negócio	Venda	16:21:30.482		537,79	1	74	33252	85	-	2,79
Registro	Venda	16:22:28.036		537,79	1	74	33252			
Negócio	Venda	16:22:30.873		537,79	1	74	33252	85	-	2,79

Fonte: Doc. SEI nº 0812450, p. 2120.

#### **Exemplo 4 – Estratégia nº 7.603**

72. Na Estratégia nº 7.603, o ciclo se inicia em 10h56m13s032ms, com a colocação de ofertas de venda entre R\$91,20 e 91,89. A oferta-alvo de compra é colocada antes delas em R\$90,15. A



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

oferta-alvo é agredida entre 10h56m38s240ms e 10h58m46s413ms. E, aparentemente, em virtude da redução do *spread*, Luis Eduardo Martins consegue executar mais duas ofertas de compra a R\$90,15 entre 11h01m46s829ms e 11h05m17s145ms. As ofertas artificiais não executadas são canceladas entre 12h00m52s663ms e 16h54m50s307ms (mais de uma hora após a execução da primeira oferta-alvo e a última delas, a R\$91,89, *quase seis horas* após a execução da primeira oferta-alvo).

**Tabela 10 – Ordens realizadas por Luis Eduardo em 20.07.2017 em relação ao ativo XPCM11 (Estratégia nº 7.603)**

### XPCM11 - 20/07/2017 - Compra- Estratégia 7.603 (Partic: 74)

Ocorrência	Compra/Venda	Hora do		Preço (R\$)	Quantidade	----- Venda -----		----- Compra -----		Benefício financeiro (R\$)
		Hora	cancelamento			Participante	Cliente	Participante	Cliente	
Alteração	Compra	10:56:13.032		90,15	3			74	33252	
Registro	Venda	10:56:19.936	12:00:52.663	91,70	1	74	33252			
Registro	Venda	10:56:21.831	12:00:52.048	91,60	1	74	33252			
Registro	Venda	10:56:25.457	12:00:51.437	91,40	1	74	33252			
Registro	Venda	10:56:27.153	12:00:50.808	91,20	1	74	33252			
Alteração	Venda	10:56:33.794	16:54:50.307	91,89	350	74	33252			
Negócio	Compra	10:56:38.240		90,15	1	59	-	74	33252	1,73
Negócio	Compra	10:57:38.303		90,15	1	59	-	74	33252	1,73
Negócio	Compra	10:58:38.196		90,15	1	59	-	74	33252	1,73
Registro	Compra	10:58:46.413		90,15	3			74	33252	
Negócio	Compra	10:59:38.226		90,15	1	59	-	74	33252	1,73
Negócio	Compra	11:00:38.271		90,15	1	59	-	74	33252	1,73
Negócio	Compra	11:01:39.370		90,15	1	59	-	74	33252	1,73
Registro	Compra	11:01:46.829		90,15	3			74	33252	
Negócio	Compra	11:02:39.255		90,15	1	59	-	74	33252	1,73
Negócio	Compra	11:03:39.301		90,15	1	59	-	74	33252	1,73
Negócio	Compra	11:04:39.554		90,15	1	59	-	74	33252	1,73
Registro	Compra	11:05:17.145		90,15	3			74	33252	
Negócio	Compra	11:05:39.378		90,15	1	59	-	74	33252	1,73

Fonte: Doc. SEI nº 0812450, p. 2122.

73. Assim, pelos mesmos motivos expostos no exemplo anterior, surgem dúvidas quanto ao preenchimento, no caso, dos elementos caracterizadores do ilícito indicado.

### ***Considerações gerais acerca da amostra selecionada***

74. Embora reconheça que haja “falsos positivos” nas estratégias elencadas como irregulares pela Acusação, entendo que o Acusado habitualmente colocava ofertas no livro sem nenhuma intenção de executá-las, utilizando-as apenas como mecanismo para exercer pressão sobre o



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

processo de formação de preços dos ativos negociados, com o objetivo de alterar o *spread* do livro de ofertas e de induzir os outros participantes do mercado a modificarem suas ofertas.

75. O objetivo final era o de executar negócio na ponta oposta do livro de ofertas a preços mais vantajosos que aqueles disponíveis em condições de mercado não manipulados.

76. Desta maneira, entendo preenchidos todos os requisitos da infração administrativa de manipulação de preços no mercado de valores mobiliários prevista na Instrução CVM nº 08/1979, definida como “a utilização de qualquer processo ou artifício destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo, terceiros à sua compra e venda”.

77. A utilização de processo ou artifício previsto na norma restou caracterizada pelas etapas de: **(i)** inserção de ofertas com a finalidade exclusiva de promover a criação de uma camada artificial de ofertas no livro, exercendo pressão artificial sobre o processo de formação de preços (artifício); **(ii)** influência no preço do negócio realizado pelo mesmo comitente do lado oposto do livro com terceiros; **(iii)** cancelamento imediatamente subsequente ao negócio realizado no lado oposto das ofertas artificiais sem serem executadas (evidência de dolo) e **(iv)** repetição sistemática do ciclo, de modo a confirmar o dolo e afastar, no conjunto da obra, a relevância de eventual influência externa.

### ***Outros argumentos de defesa***

78. Por fim, passo a analisar detidamente os demais argumentos de defesa.

79. No que se refere ao argumento de que o método utilizado pela SMI para cálculo do benefício financeiro obtido é baseado em estimativas, verifico que este Colegiado já se posicionou no sentido de que, em operações de *layering*, assim como em casos de *spoofing*, o benefício financeiro obtido é calculado mediante a diferença entre o preço do ativo antes da interferência das ofertas manipuladoras e o preço do negócio realizado em condições manipuladas<sup>28</sup>.

80. Cabe destacar também que, em ambos os precedentes, emolumentos, taxas de corretagem e impostos não foram excluídos do cálculo de vantagem obtida, visto que, conforme exposto no

---

<sup>28</sup> Conforme apontado no item 24 do Termo de Acusação.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

voto do Diretor Relator<sup>29</sup> **(i)** não há qualquer tipo de previsão legal que determine a exclusão; e **(ii)** tais gastos são decorrentes da própria execução das estratégias ilícitas.

81. No entanto, como já sinalizei ao longo deste voto, entendo que, de fato, a Acusação não logrou demonstrar que *todas* as estratégias destacadas consistiram em expedientes manipulativos. Entendo, contudo, que o problema não fulmina de morte a acusação, uma vez que, conforme demonstrado acima, existem diversos episódios em que a manipulação restou suficientemente demonstrada. O problema, portanto, não se refere a todo o conjunto de estratégias, mas apenas uma parte delas e, conseqüentemente, será acolhido para fins de dosimetria da penalidade, sendo determinante para a escolha do critério que norteará a fixação da pena.

82. Outro argumento apresentado pelo Acusado é o de que não há definição legal e conceitual precisa ou tipificação para o que seja *layering*, não podendo tal prática ser enquadrada como atividade ilícita em respeito ao princípio da anterioridade da lei punitiva.

83. Trata-se de alegação de erro sobre a ilicitude do fato, também conhecido como erro de proibição, que se assemelha aos argumentos analisados (e rejeitados) nos precedentes mencionados.

84. Chego à mesma conclusão quanto à improcedência do argumento, uma vez que a Instrução CVM nº 08/1979 adotou tipos abertos que, como já afirmou o Presidente Marcelo Barbosa no Precedente de *layering*, “permitem que determinadas estratégias que, à época, não eram utilizadas ou sequer existiam, possam ser enquadradas como ilícitos administrativos – desde que, é claro, estejam preenchidos os seus requisitos e tenham o condão de prejudicar o bem jurídico tutelado pela norma (isto é, o ‘funcionamento regular do mercado’)”.

85. Embora a conduta objeto da acusação tenha sido consumada em período anterior ao julgamento do primeiro processo que tratou do tema, i.e., não havia orientação da CVM expressa e específica à época dos fatos, os atos da Acusada consistiram em manipulação de mercado que já estava tipificada na legislação vigente. Ou seja, em suma, trata-se apenas de nova modalidade de prática de um ilícito administrativo que já possuía previsão normativa.

86. A tentativa de induzir investidores a erro por meio da colocação de ofertas artificiais no livro é uma prática conhecida de longa data, até mesmo na época do pregão viva-voz, razão pela qual, à época, exigia-se que uma oferta de quantidade expressiva fosse anotada em um quadro à

---

<sup>29</sup> PAS CVM nº 19957.005977/2016-18, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 13.03.2018.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

parte e permanesse vigente por certo período. Nos mercados eletronicados, tal exigência regulatória é conhecida em outros ordenamentos como *minimum resting time*<sup>30</sup>: requisito de tempo mínimo de permanência de uma oferta no livro antes que possa ser alterada ou cancelada.

87. Em sistemas de negociação eletrônicos, assim como é possível praticar condutas ilícitas de novas formas, a supervisão de mercado também pode se valer de novos recursos para detectar práticas abusivas. A inserção e o cancelamento de ofertas deixam rastros que permitem a sua detecção, razão pela qual ilícitos que poderiam ser praticados de forma indiscriminada sem punição passam a ser alvo de ações de *enforcement*.

88. Novas tecnologias são *meios* e não fins em si mesmas. Em muitos casos, a novidade consiste em uma nova roupagem para algo que, em essência, já existia no mercado. Esse fato não desmerece a tecnologia – que, dentre outros benefícios, indiscutivelmente ampliou o acesso dos investidores a produtos e permitiu que muitos serviços passassem a ser prestados de modo melhor ou menos custoso – mas recomenda cautela ao regulador. Muitos dos conceitos-chave da regulação do mercado de capitais foram concebidos de modo propositalmente aberto e, por isso, servem, também, para os produtos e serviços que surgem junto com as novas tecnologias.

89. Em outras palavras, em um cenário no qual as inovações aparecem de forma cada vez mais rápida, com maior complexidade e feições desafiadoras, o regulador pode e deve se valer das normas existentes. Em certas situações, é possível que as novas tecnologias acabem exigindo

---

<sup>30</sup> “The impetus for imposing a minimum is that markets now feature a large number of fleeting orders that are cancelled very soon after submission. This increases the costs of monitoring the market for all participants, and reduces the predictability of a trade’s execution quality since the quotes displayed may have been cancelled by the time the market order hits the resting orders. The nature of high frequency trading across markets, as well as the wide-spread usage of hidden orders on exchanges, are responsible for some of this fleeting order behaviour. However, frequent cancelling of quotes may also result from abusive strategies including spoofing, layering, and quote stuffing which can undermine market quality or, at the least, create a bad public perception. As a result, minimum resting times have been suggested whereby a limit order submitted cannot be cancelled within a given span of time. This measure can take a multitude of forms, such as a uniform 500 milli-seconds across all assets and securities, or a delay that depends on the security and/or general market conditions. It would also be possible to prescribe different minimum resting times on limit orders to buy or to sell, or that adjust to reflect volatility or other market conditions.”. Cf. UNITED KINGDOM. The Government Office for Science. *Foresight: the future of computer trading in financial markets*. Final Project Report. London, 2012, p. 111. Disponível em: <https://www.gov.uk/government/publications/future-of-computer-trading-in-financial-markets-an-international-perspective>. Acesso em 13.02.2020.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

revisões normativas, mas essa avaliação deve ser bem ponderada, de modo a preservarmos a segurança jurídica em meio a tantas novas modas, febres e euforias.

90. Verifico também que a SMI tratou de juntar aos autos evidências que comprovam a devida notificação do Acusado sobre que suas possíveis irregularidades em suas operações<sup>31</sup> ainda no ano de 2013. Ainda assim, mesmo informado acerca de identificação de atipicidade em suas operações, Luis Eduardo seguiu utilizando-a no decorrer dos anos.

91. Ainda que não tivesse sido notificado, isso não afastaria o fato de que o Acusado praticou a conduta demonstrada com a consciência de sua ilicitude. Apesar de não se tratar de profissional do ramo, a habitualidade e a quantidade de estratégias irregulares realizadas pelo Acusado no período em questão demonstra que o mesmo possuía conhecimento sobre a dinâmica de formação de preços e sobre o impacto ilícito que exercia no mercado. Nesse sentido, constato que o Acusado possuía consciência de que a estratégia ilícita adotada resultava em variação artificial de preços, ou seja, de que seu *modus operandi* consistia em forma de manipulação de mercado.

#### IV. DOSIMETRIA E CONCLUSÃO

92. Passo, por fim, à fixação das penalidades.

93. Quanto à dosimetria levo em consideração, como circunstância agravante, a prática reiterada e sistemática da conduta irregular pelo prolongado período de mais de quatro anos (operações irregulares entre 04.03.2013 a 22.08.2017). Por outro lado, tenho que os bons antecedentes do Acusado constituem circunstância atenuante.

94. Como indiquei anteriormente, há estratégias dentre as apontadas pela Acusação como ilícitas, nas quais o padrão de atuação do Acusado se distanciou do que seria uma manipulação de mercado, especialmente pelo maior tempo de permanência das ofertas indicadas como artificiais. Como já ressaltado, não considero adequada a fixação de um limite objetivo e estanque para este intervalo de tempo, o que não só levaria a um critério que, invariavelmente, acabaria por ser mais abrangente ou mais restritivo do que o que o tipo da Instrução CVM nº 08/1979 quis abarcar, como, também, poderia permitiria aos destinatários da norma burlá-la a partir de pequenas variações a partir desse limite.

95. Por essa razão, em face da insuficiência de indícios trazidos pela Acusação para além do padrão recorrente de atuação do investidor, afasto a possibilidade de analisar, estratégia por

---

<sup>31</sup> Doc. SEI nº 0812460.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

estratégia, quais delas seriam lícitas e quais seriam ilícitas, o que permitiria calcular o benefício auferido usando o critério adotado nos precedentes já citados.

96. Logo, a penalidade a ser aplicada deve tomar como referência os casos de manipulação nos quais não se pode mensurar objetivamente a vantagem econômica obtida<sup>32</sup>.

97. Nesses termos, voto, com base no inciso II do art. 11 da Lei nº 6.385/1976, pela **condenação de Luis Eduardo Martins à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$450.000,00 (quatrocentos e cinquenta mil reais)** pelo descumprimento ao inciso II, letra “b”, da Instrução CVM nº 08/1979 e vedado pelo inciso I desta mesma Instrução.

98. Finalmente, proponho que o resultado desse julgamento seja comunicado ao Ministério Público Federal, por meio da Procuradoria da República no Estado de São Paulo, em complemento ao “Ofício SGE Comunicação ao MPF/SP”<sup>33</sup>.

É como voto.

Rio de Janeiro, 02 de junho de 2020.

*Documento assinado eletronicamente por*

**Gustavo Machado Gonzalez**

Diretor Relator

---

<sup>32</sup> Os seguintes precedentes envolveram a aplicação de multas pecuniárias sem que fosse possível identificar objetivamente a vantagem econômica obtida pela prática de ilícitos da Instrução CVM nº 08/1979: PAS CVM nº SP2001/0236, Rel. Dir. Eli Loria, j. em 19.07.2004; PAS CVM nº SP2003/0445, Rel. Dir. Wladimir Castelo Branco Castro, j. em 21.03.2005; PAS CVM nº 12/2004, Rel. Dir. Alesandro Broedel Lopes, j. em 11.05.2010. PAS CVM nº SP2010/178, Rel. Dir. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. em 25.03.2014; PAS CVM nº 02/2014, Rel. Dir. Carlos Alberto Rebello Sobrinho, j. em 17.12.2019.

<sup>33</sup> Doc. SEI 0862062.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

### ANEXO I – DEFINIÇÕES DE *LAYERING* E *SPOOFING* DA IOSCO, CFTC, FINRA, SEC E ESMA

#### **IOSCO**

De acordo com a IOSCO<sup>34</sup>:

“Spoofing: is an abusive practice where the use of displayed limit orders are used to manipulate prices;

Layering: with this strategy a layers the book with multiple bids and offers at different prices and sizes, generating an enormous volume of orders and high cancellation rates of 90% of more. The orders also may have an extremely short duration before they are cancelled if not executed, often of a second or less”.

#### **CFTC**

Na legislação que rege a *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC), especialmente com a definição contida na § 6c (a) (5) do *Commodity Exchange Act* de 1936 pelo *Dodd-Frank Act* em 2010:

“§6c. Prohibited transactions (a) In general [...]

(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, 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).”

---

<sup>34</sup> INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS - IOSCO. *Regulatory Issues Raised by the Impact of Technological Changes on Market Integrity and Efficiency*. Final Release. Madrid, 2011, p. 30, nota 49. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD361.pdf>. Acesso em 13.02.2020.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

### **FINRA**

A *Financial Industry Regulatory Authority* (FINRA), entidade autorreguladora do mercado norte-americano, descreve em sua Rule 5210 as proibições de *disruptive quoting and trading activities*<sup>35</sup>:

“(b) Disruptive quoting and trading activity shall include a frequent pattern in which the following facts are present:

(1) Disruptive Quoting and Trading Activity Type 1:

(A) a party enters multiple limit orders on one side of the market at various price levels (the "Displayed Orders");

and

(B) following the entry of the Displayed Orders, the level of supply and demand for the security changes; and

(C) the party enters one or more orders on the opposite side of the market of the Displayed Orders (the "Contra-Side Orders") that are subsequently executed; and

(D) following the execution of the Contra-Side Orders, the party cancels the Displayed Orders.

(2) Disruptive Quoting and Trading Activity Type 2:

(A) a party narrows the spread for a security by placing an order inside the national best bid and national best offer ("NBBO"); and

(B) the party then executes an order on the opposite side of the market that executes against another market participant that joined the new inside market established by the order described in subparagraph (A)”.

### **SEC**

Nos EUA, a criação de falsa liquidez é sujeita a vedações na legislação que rege a SEC (§ 9(a)(2), § 10(b) do *Securities and Exchange Act* de 1934 e a Rule 10b-5, regras de descrição ampla das condutas, buscando coibir a prática de fraudes ou quaisquer outras formas de engano no mercado:

“9 (a) It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce, or of any facility of any national securities exchange, or

---

<sup>35</sup> FINRA. *Rule 5210. Publication of Transactions and Quotations*. Disponível em: <https://www.finra.org/rules-guidance/rulebooks/finra-rules/5210>. Acesso em 13.02.2020.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

for any member of a national securities exchange – (2) To effect, alone or with 1 or more other persons, a series of transactions in any security other than a government security, any security not so registered, or in connection with any security-based swap or security-based swap agreement with respect to such security creating actual or apparent active trading in such security, or raising or depressing the price of such security, for the purpose of inducing the purchase or sale of such security by others. [15 U.S.C § 78i(a)(2)]

10 It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange (b) To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, or any securities-based swap agreement any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors. [15 U.S.C § 78j(b)]

10b-5 Employment of manipulative and deceptive devices.

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange,

(a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud,

(b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or

(c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security. [17 C.F.R. §240.10b-5]”

### ***ESMA***

No âmbito da União Europeia, a *European Securities and Markets Authority* (ESMA) definiu, no contexto de caracterização de abuso de mercado (“*market abuse*”) a seguinte prática<sup>36</sup>:

“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

---

<sup>36</sup> EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY. *ESMA’s technical advice on possible delegated acts concerning the Market Abuse Regulation*. Final Report. Paris, Feb, 3 2015, p. 20-21. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/document/esma%E2%80%99s-technical-advice-possible-delegated-acts-concerning-market-abuse-regulation>. Acesso em 10.02.2020.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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).]”



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

### PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.007543/2019-03

Reg. Col. nº 1688/2020

**Acusado:** Luis Eduardo Martins  
**Assunto:** Infração ao inciso I c/c inciso II, letra “b”, da Instrução CVM nº 08/1979 – Manipulação de preços – *Layering*  
**Diretor Relator:** Gustavo Machado Gonzalez

### Manifestação de voto

1. Embora concorde com as conclusões apresentadas pelo Diretor Relator, farei breves observações sobre a metodologia utilizada pela Acusação<sup>1</sup> para a identificação da prática de *layering* e suas implicações na penalidade proposta, de forma a guardar consistência com meu entendimento no PAS CVM nº 19957.006019/2018-26, de minha relatoria.
2. Em síntese, o Diretor Relator entende que, neste processo, foram preenchidos todos os requisitos do tipo administrativo de manipulação de preços, nos termos da letra “b” do inciso II da Instrução CVM nº 8/1979. Ao mesmo tempo, reconhece a existência de “falsos positivos” no conjunto de operações levantadas pela Acusação, o que o levou à conclusão de que “a penalidade a ser imposta ao manipulador não deve tomar como referência o valor calculado nos precedentes indicados, mas sim os parâmetros fixados nos precedentes que se defrontam com a dificuldade ou mesmo impossibilidade de mensuração precisa do resultado obtido com a manipulação”, já que, no caso, não seria “trivial determinar um critério unívoco e preciso para separar as operações efetivamente manipuladoras”.
3. Além disso, em seu voto, o Diretor Relator aponta a necessidade de ajustes e aprimoramentos na metodologia empregada pela área técnica para identificar operações

---

<sup>1</sup> Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto e que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes foi atribuído no relatório apresentado pelo Diretor Relator.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

de *layering*, que deveria levar em consideração outros critérios, como o tempo de permanência da oferta artificial no livro.

4. Os argumentos trazidos pelo Diretor Relator demonstram, com razão, a necessidade de constante aprimoramento das ferramentas de supervisão da CVM, sobretudo em mercados que operam em meio eletrônico, que evoluem constantemente e de forma cada vez mais intensa.

5. Com efeito, em meu voto no PAS CVM nº 19957.006019/2018-26, em 1.10.2019, destaquei a existência de espaço para aperfeiçoamento dos parâmetros utilizados na identificação de operações de *layering*<sup>2</sup>, bem como a possibilidade de os acusados comprovarem, em suas defesas, a inadequação dos critérios adotados. Ainda assim, conclui que os parâmetros utilizados pela SMI eram suficientes para detectar o ilícito e, especificamente naquele caso, permitiam sua adequada mensuração<sup>3</sup> – o que me levou a propor a fixação da pena com base no benefício econômico auferido pelo acusado, em linha com o que havia sido decidido pelo Colegiado da CVM ao julgar o PAS CVM nº RJ 2016-7192 (SEI 19957.005977/2016-18), de relatoria do diretor Henrique Machado, em 13.03.2018.

6. Diante disso, parece-me importante destacar que, a meu ver, as possíveis melhorias nos filtros utilizados pela área técnica para identificar operações de *layering*, como aquelas apontadas no voto do Diretor Relator, não afastam, a princípio, a legitimidade dos parâmetros utilizados em outros casos julgados ou ainda sob análise nesta Autarquia. Como visto, tais filtros são importantes pontos de partida para identificar operações cujo objetivo é a manipulação de mercado e, em determinadas situações, podem servir como base para o cálculo da pena a ser aplicada<sup>4</sup>.

---

<sup>2</sup> Como afirmo em meu voto: “[e]mbora acredite que haja espaço para o aprimoramento dos parâmetros utilizados para o monitoramento das novas práticas de manipulação de mercado, não é de hoje que a BSM vem analisando e testando formas de identificá-las. Com o passar do tempo, seus sistemas de supervisão foram calibrados e ajustados, tornando-se mais eficientes para a averiguação de práticas potencialmente irregulares. Não à toa a área técnica considerou adequado utilizar os parâmetros constantes do termo de acusação”.

<sup>3</sup> Naquele caso, no meu entendimento, confirmado pelo Colegiado: “o Acusado não trouxe elementos probatórios suficientes para desqualificar o cálculo feito pela SMI, tampouco indicou quais operações (e os motivos pelos quais) não deveriam compor as contas da SMI”.

<sup>4</sup> Como ocorreu no mencionado PAS CVM nº 19957.006019/2018-26 e é igualmente aplicável no PAS CVM nº 19957.005452/2016-82, analisado nesta data.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

7. Ocorre que, no presente caso, como demonstrou o Diretor Relator ao analisar as operações acostadas aos autos, os parâmetros utilizados pela Acusação são suficientes para comprovar a infração à Instrução CVM nº 8/1979, mas não para quantificar a vantagem econômica obtida pelo Acusado.

8. Ante a demonstração da existência desses “falsos positivos” no conjunto de operações identificadas pela Acusação, diferentemente do que ocorreu em outros casos, concordo com as ponderações do Diretor Relator em relação ao critério utilizado para o cálculo da penalidade a ser aplicada neste caso.

9. Ainda assim, reforço – mais uma vez – a necessidade de a SMI, em conjunto com a BSM, continuarem a empreender esforços para o aprimoramento dos filtros utilizados na identificação de práticas de manipulação de mercado<sup>5</sup>, visando sobretudo eliminar (ou ao menos diminuir) a existência de operações apenas aparentemente lícitas no espaço amostral utilizado pela área técnica para embasar o termo de acusação.

10. Medidas dessa natureza auxiliariam todos os envolvidos no processo administrativo sancionador, pois reduziria o volume de informação a ser processada pelas partes e pelo julgador. Além disso, em algumas situações, viabilizaria a fixação de penalidades, quando comprovada a irregularidade, com base no inciso III do §1º do art. 11 da Lei nº 6.385/1976 – afinal, quando tratamos de violações à Instrução CVM nº 8/1979, o valor da multa aplicada pelo regulador deve ser calculada, sempre que possível, com base no benefício econômico auferido ou prejuízo evitado em decorrência o ilícito, privilegiando a proporcionalidade entre a gravidade da infração cometida e a penalidade imposta.

É como voto.

Rio de Janeiro, 2 de junho de 2020

*Documento assinado eletronicamente por*

**Marcelo Barbosa**

Presidente

---

<sup>5</sup> Vale mencionar que tais esforços já são perceptíveis na supervisão da CVM e da BSM, que passaram a adotar como critério para a identificação de *layering* o tempo de permanência de uma ordem no livro, como mencionado pelo Diretor Relator em seu voto.