

<b>MANIPULAÇÃO DE PREÇO DE AÇÕES</b> <b><i>SPOOFING</i></b> <b>ERRO DE PROIBIÇÃO</b> <b>PRINCÍPIO DA CONSUNÇÃO</b>	
<b>CASO PAIFFER – PAS CVM Nº RJ2016/7192</b>	
<b>Acusados:</b> José Joaquim Paifer Paiffer Management Ltda. – ME	<b>Membros do Colegiado presentes:</b> Henrique Machado Gustavo Borba Pablo Renteria Marcelo Barbosa
<b>Data do julgamento:</b> 13 de março de 2018	<b>Diretor Relator:</b> Henrique Machado

### ASSUNTO:

Trata-se de processo administrativo sancionador instaurado pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (“SMI”), para apurar a responsabilidade de José Joaquim Paifer (“José Joaquim”), na qualidade de administrador de carteira, e Paiffer Management Ltda. – ME (“Paiffer”), na qualidade de investidora, pela prática de manipulação de preços por meio da inserção de ordens artificiais de compra e venda, na modalidade *spoofing*.

### FATOS:

O processo teve origem em acusação conduzida pela BM&FBovespa Supervisão de Mercados (“BSM”), no âmbito do Processo Administrativo Ordinário nº 05/2016, em que foi apurada a eventual responsabilidade da Planner Corretora de Valores S.A. (“Planner”) e de Cláudio Henrique Sangar, decorrente da prática de *spoofing* realizada pela Paiffer, sua cliente. Em 08.04.2016, a BSM enviou ofício à SMI, acompanhado de parecer da Superintendência de Acompanhamento de Mercado (“Parecer”) sobre as operações realizadas pelos acusados por intermédio das corretoras Planner, UM Investimentos S.A CTVM (“UM”) e Octo CTVM S.A (“Octo”) no período de 06.03.2013 a 08.07.2015, em que teria sido identificada a utilização de estratégia de *spoofing* em ofertas registradas via *Direct Market Access* (DMA), meio que permite ao investidor

conexão direta ao ambiente de negociação eletrônica da BM&FBOVESPA ou outros mercados que ofereçam o serviço.

### IMPUTAÇÃO:

José Joaquim Paifer foi acusado de violar o item I, c/c item II, *b*, da Instrução CVM nº 8/79, em razão da prática de manipulação de preços por meio da inserção de ordens artificiais de compra e venda, na modalidade *spoofing*, no período de 06.03.2013 a 26.11.2013, envolvendo principalmente opções de Vale S.A., gerando vantagem financeira de cerca de R\$ 342 mil.

Paiffer Management Ltda. – ME foi acusada de violar o item I, c/c o item II, *b*, da Instrução CVM nº 8/79, em razão da prática de manipulação de preços por meio da inserção de ordens artificiais de compra e venda, na modalidade *spoofing*, no período de 06.03.2013 a 08.07.2015, envolvendo principalmente contratos futuros de dólar e de índice Ibovespa e opções de Vale S.A e Petróleo Brasileiro S.A – Petrobras, gerando vantagem financeira de cerca de R\$855 mil.

### QUESTÕES RELEVANTES:

Quais são as características e os requisitos para a configuração da estratégia de *spoofing*?

Em que tipo administrativo se insere a estratégia de *spoofing*?

A diferença na tipificação da conduta, entre BSM e CVM, consiste em argumento de defesa?

O entendimento da CVM de que a estratégia de *spoofing* é irregular deveria ter sido comunicado ao mercado antes da instauração de processo administrativo sancionador? Ou se trata de prática já prevista na ICVM nº 8/79?

### ACUSAÇÃO:

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

Essa estratégia teria como objetivo favorecer o encerramento ou a abertura de posições assumidas pelos acusados, em patamares de preço convenientes. Esse

favorecimento foi medido por meio da redução da diferença de preço ou pontos entre a melhor oferta de compra e a melhor oferta de venda (*spread*) registrada no livro de ofertas do valor mobiliário no momento da execução da estratégia.

Segundo o Parecer, o tamanho e o nível de preço das ofertas registradas por Paiffer e José Joaquim foram essenciais para atrair contrapartes para execução das outras na ponta oposta do livro, dado que os demais participantes de negociação reagiram imediatamente à sinalização de pressão compradora ou vendedora. Essa reação imediata à pressão exercida pelos acusados foi observada no comportamento de outros participantes, que alteraram ou registraram novas ofertas para melhores níveis de preço do ativo. Esses participantes seguiram a lógica de mercado de que o aumento expressivo na quantidade ofertada nos primeiros níveis de preço do ativo provocaria a atuação de outros investidores no mesmo sentido de negociação, de forma a aumentar ou diminuir a cotação do preço do ativo.

O Parecer considerou como estratégia de *spoofing* todas as ocorrências que apresentaram a seguinte cronologia: (i) posicionamento de oferta em um dos lados do livro para a execução de negócio; (ii) registro de oferta expressiva no lado oposto do livro com o propósito de exercer pressão e influenciar a decisão de operações de outros investidores; e, (iii) cancelamento da oferta expressiva imediatamente após a execução de negócio mencionado no 1º item. Foram consideradas artificiais as ofertas que constavam no lado oposto do livro até o 5º nível de preço no momento em que foi executado negócio em nome do cliente, e que atendiam simultaneamente às seguintes características: (i) ofertas de tamanho pelo menos 1,8 vezes maior que a soma de todas as outras ofertas constantes no mesmo lado do livro do ativo, até o 3º nível de preço; (ii) ofertas seis vezes maiores que o tamanho médio praticado pelo mercado nos três pregões que antecederam o negócio; e, (iii) que tenham permanecido menos de 10 segundos no livro do ativo.

**A conduta da Paiffer.** A acusação afirmou que, entre 01.10.2013 e 08.09.2014, a Paiffer realizou 463 estratégias de *spoofing* nos segmentos de negociação da BM&FBOVESPA em operações intermediadas pela UM. Essas estratégias teriam ocasionado 3.263 negócios, que geraram ao investidor lucro bruto em diferencial de *spread* de R\$ 179 mil no período.

Também foi identificada a aplicação da estratégia de *spoofing* pela Paiffer, por intermédio da Planner, em outros 100 pregões, de 01.08.2014 a 31.03.2015,

nos segmentos de negociação BM&F e BOVESPA, que teriam gerado ao investidor o benefício financeiro em diferencial de *spread* de R\$ 682,5 mil. Nessas estratégias, foi identificado o registro de ofertas com lotes expressivos pela Paiffer no lado oposto ao que o cliente executou operações, com taxa de cancelamento integral de 97,27% após um curto intervalo de tempo de permanência no livro de ofertas dos contratos (quatro segundos, em média).

Em contrariedade ao alegado pela acusada, de que havia contratado dois *traders* para serem responsáveis pelas operações em bolsa, até março de 2015, a acusação entendeu que: (i) consta na ficha cadastral da Paiffer junto à Planner que a única pessoa autorizada a emitir ordens em nome da sociedade é José Joaquim, sócio administrador da empresa; (ii) as características das ofertas inseridas demonstram utilização de artifício para a consecução do negócio previamente pretendido; e, (iii) conforme documentação obtida junto ao Sistema SERPRO, a Paiffer tem como objeto social atividades de consultoria de gestão empresarial, seus sócios são José Joaquim (Diretor Responsável junto à Receita Federal), Ana Carolina Paifer e WHPH Participações e Empreendimentos S.A. (composto pelos outros dois sócios).

A acusação concluiu que a Paiffer descumpriu o disposto no item I da Instrução CVM nº 8/79, tendo em vista a prática de manipulação de preços através de inserção de ordens artificiais de compra e venda (*spoofing*), auferindo vantagem financeira de cerca de R\$ 855 mil.

**A conduta de José Joaquim.** A SMI identificou a estratégia de *spoofing* em operações realizadas pela conta *master* de José Joaquim entre 28.03 e 26.11.2013. O acusado teria realizado 385 estratégias de *spoofing* no segmento de negociação BOVESPA em operações intermediadas pela UM. Essas estratégias ocasionaram 2.377 negócios, com lucro bruto em diferencial de *spread* de R\$ 120 mil no período.

A estratégia utilizada também teve como característica a inserção de ofertas de compra ou de venda com lote expressivo, posteriormente canceladas, com o objetivo de atrair contrapartes para execução de suas ofertas na ponta oposta do livro, por meio da simulação de pressão compradora ou vendedora.

Também foi identificada a estratégia de *spoofing* em operações realizadas por intermédio da Octo, no período de 06.03 a 30.09.2013, ocasionando 4.508 negócios que geraram lucro bruto em diferencial de *spread* de R\$ 222 mil.

Sendo assim, a acusação concluiu ter restado comprovado que José Joaquim descumpriu o disposto no item I da Instrução CVM nº 8/79, em razão da prática de manipulação de preços, por meio de inserção de ordens artificiais de compra e venda, envolvendo principalmente opções da Vale S.A.

### DEFESA:

Os acusados apresentaram defesa conjunta em 13.12.2016.

**Materialidade do delito.** A defesa sustentou que a acusação não demonstrara a materialidade do delito, pois as informações apresentadas não são suficientes para suportar os pressupostos da tese acusatória. Os números contraditórios no termo de acusação e a inexistência de ferramentas que permitam aos acusados contestar a imputação implicariam na necessidade de determinar o arquivamento do PAS sem julgamento de mérito.

**Autoria do delito.** A defesa alegou que a acusação não apresentara elementos que comprovem a autoria do delito, sendo uma espécie de responsabilidade objetiva.

**Spoofing.** Para os acusados, o que a acusação caracteriza como *spoofing* não coincide com as práticas perseguidas sob o mesmo nome no exterior. Diferentemente do que ocorrera neste caso – em que os acusados tinham a intenção de assumir e manter posições em determinados contratos –, a jurisprudência internacional sobre o assunto seria voltada aos casos em que o infrator realiza uma série de operações visando a produzir oscilações nas cotações de valores mobiliários.

A defesa alegou que: (i) a acusação não explicou como a inserção de ordens de tamanho expressivo num determinado lado do livro é capaz de levar outros participantes a melhorar o preço de suas ofertas nesse mesmo lado; (ii) a acusação não avaliou se a mudança de preço que permitiu a execução de uma ordem resultou de um movimento maior do mercado e não de conduta ilícita; (iii) a metodologia utilizada pela acusação para o cálculo do suposto benefício econômico padece de uma série de vícios, pois não demonstrou que os acusados se desfizeram, em condições vantajosas, dos negócios que executaram; (iv) o cálculo de qualquer benefício apurado por um comitente em operações no mercado de valores mobiliários deveria considerar o valor despendido no pagamento das taxas de corretagem e emolumentos; e, (v) as operações realizadas nas contas

*master* de José Joaquim foram reespecificadas para determinados investidores, de forma que a acusação não poderia atribuir a ele 100% do benefício.

Por fim, alega que, ainda que se conclua que houve *spoofing*, essa prática não caracterizaria um dos ilícitos previstos na regulação do mercado de capitais brasileiro.

**Tipificação do ilícito e erro de proibição.** Segundo a defesa, ainda que se comprovasse a prática do *spoofing*, não seria cabível impor punição aos acusados, tendo em vista a confusão conceitual entre a BSM e a CVM quanto ao ilícito praticado (respectivamente, criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários e manipulação de preços) e o fato de não existir processo administrativo sancionador julgado que tenha apreciado esse tipo de conduta. Seria necessário preservar a segurança jurídica, a confiança e a expectativa dos agentes do mercado, acusados de conduta que nunca fora questionada pelo regulador. Nesse sentido, a inércia da CVM em manifestar o seu entendimento sobre o assunto impor a reconhecimentos de que agiram sob erro de proibição.

Em 31.01.2018, os acusados apresentaram nova petição, por meio da qual veiculam novos argumentos de defesa tanto em relação à autoria quanto em relação à materialidade do ilícito.

## ENTENDIMENTO DA CVM:

### VOTO DO DIRETOR RELATOR HENRIQUE MACHADO

#### NOVA PETIÇÃO DE DEFESA

O Relator não conheceu a petição de defesa apresentada em 31.01.2018, uma vez que fora protocolada mais de um ano após o encerramento do prazo, sendo intempestiva. Fez a ressalva de que parte de seus argumentos, relativa à autoria das infrações, encontra-se suficientemente abordada nas razões do Voto, haja vista terem sido abordados na primeira peça de defesa.

#### MATERIALIDADE

O Relator rejeitou o argumento da defesa de que a acusação não demonstrou a materialidade do delito, apontando as milhares de operações irregulares apresentadas pela área técnica, que utilizaram estratégia marcada por uma oferta

extraordinariamente elevada em um dos lados do livro e o seu cancelamento rápido logo após a execução de outras ofertas no lado oposto.

No exemplo utilizado pela acusação, a Paiffer registrou, no livro de ofertas de compra, às 10h22min48s626ms do dia 06.11.2013, 50.000 opções da série VALEK36, quantidade elevada mas não atípica em face do valor médio dos últimos pregões, ao preço de R\$ 0,39. Apenas quatro segundos depois, a acusada registrou oferta de venda de 2.000.000 de opções da série ao preço de R\$ 0,40, quantidade 134 vezes maior que o tamanho médio das ofertas registradas no livro de VALEK36 nos três pregões anteriores à data do negócio.

A quantidade ofertada para a venda é mais que 2 vezes superior à soma de todas as outras ofertas constantes no mesmo lado do livro, até o 3º nível de preços, e foi cancelada em menos de dois segundos. Esse movimento expressivo, que representa um suposto interesse de venda da opção, fez com que outro participante do mercado reagisse, registrando sucessivas ofertas de venda por valor menor, R\$ 0,39. Em seguida, as sucessivas ofertas de venda realizadas pelo outro participante fazem com que a acusada consiga comprar as 50.000 opções pelo preço almejado, R\$ 0,39. Na sequência, concretizada a sua intenção de compra por R\$ 0,39, a acusada cancela em menos de um segundo a sua oferta expressiva de venda de dois milhões de opções a R\$ 0,40. A acusada executou esse padrão de operação milhares de vezes com 97,27% de taxa de cancelamento integral da oferta expressiva após intervalo de permanência de 4s, em média, no livro de ofertas dos contratos.

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

Nessa modalidade, o processo destinado a alterar a cotação de preços e induzir terceiros a sua compra ou venda requer, de um lado, a existência de uma oferta de magnitude suficiente para alterar a cotação de um ativo e, de outro, a existência de uma outra oferta do mesmo participante que se beneficia da variação de preço. 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, evidencia a conduta preordenada do participante, demonstrando de forma objetiva que, no início da estratégia de atuação, já não havia a intenção de concretizar a oferta expressiva, mas sim de induzir terceiros a adquirir seus ativos do outro lado do livro de ofertas.

Quanto às alegações dos acusados de que não há segurança jurídica na tipificação da modalidade de *spoofing*, o Relator elogiou os critérios estabelecidos pela BSM, por serem parâmetros extraídos da prática de mercado, observada diretamente nos sistemas de negociação, resultando da discussão com representantes do próprio mercado regulado, ampla e previamente divulgados aos intermediários e investidores.

Considerou presentes os elementos para a caracterização da manipulação de preços, na modalidade *spoofing*. A identificação da oferta expressiva torna inócua a discussão da defesa quanto às ordens serem ou não “reais”, ou ainda quanto a existir ou não um movimento de preço previamente à concretização do negócio. Isto porque, se a oferta é qualificada como expressiva, tem-se que ela é suficiente para alterar as condições de liquidez do livro, induzindo terceiros à compra ou venda do ativo segundo a cotação desejada pelos acusados.

Observou que a existência de números diferentes no Termo de Acusação e no Parecer quanto à quantidade de operações irregulares praticadas não tem o condão de afastar a materialidade do delito. Essa divergência, ainda que pudesse ser sopesada na apuração do benefício econômico auferido, não tornaria atípicas as condutas apuradas.

### AUTORIA

A defesa alegou que não foi comprovada a autoria do delito, pois o fato de as operações terem sido feitas em nome da Paiffer e o fato de José Joaquim ser responsável pelas contas *master* referidas no PAS não seriam suficientes para concluir que aquelas operações foram realizadas pelos acusados. Na petição adicional de defesa, trouxe uma ficha cadastral da Paiffer junto à Planner que identifica como autorizados a emitir ordens apenas os dois operadores referidos na manifestação prévia.

O Relator rejeitou tal argumento, apontando que, na ficha cadastral anexada pela acusação, a única pessoa autorizada a emitir ordens em nome da sociedade era José Joaquim, sócio administrador da empresa. A nova ficha cadastral, apresentada pela defesa, efetivamente aponta outros dois operadores

como emissores de ordens, todavia, é datada de janeiro de 2014, sendo posterior ao início das operações (06.03.2013 a 08.07.2015).

Para o Relator, as operações irregulares imputadas à Paiffer foram realizadas em seu nome, sendo ela a beneficiária pela conduta ilícita independentemente de o real operador ter sido seu diretor ou outra pessoa. Nesse sentido, ressaltou que, se não houvesse autoria da pessoa jurídica quando seus prepostos realizam operações em seu nome, jamais seria possível responsabilizá-la por qualquer ato irregular que praticasse, uma vez que a pessoa jurídica não é capaz de realizar qualquer ato autonomamente, apenas por meio de seus representantes.

Quanto a José Joaquim, o Relator destacou que todas as operações apontadas foram realizadas por meio da conta *master* sob sua responsabilidade. Além disso, em manifestação prévia, embora tenha feito menção à suposta estratégia sugerida por outros operadores, o acusado em momento nenhum negou a autoria do fato, apenas sustentando a regularidade das operações.

#### AUSÊNCIA DE PROVAS E CONCEITO DE *SPOOFING*

O Relator rejeitou o argumento da defesa de ausência de provas do ilícito, por não comprovação de que o acusado realizou negócios nas duas pontas do livro. Sustenta a defesa que, nos casos de *spoofing* instaurados ao redor do mundo, o investidor utiliza artifícios para alterar o preço do ativo, viabilizando a conclusão de negócio em um certo patamar de preço para, em seguida, realizar uma operação no sentido contrário, de forma a obter um ganho decorrente da oscilação artificial provocada. Para o Relator, a conduta imputada é a de utilizar qualquer processo ou artifício destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo terceiros à sua compra e venda. No caso, a manipulação de preços teria ocorrido por meio da inserção de ordens artificiais de compra e venda em estratégia de atuação no mercado chamada, pela área técnica, de *spoofing*.

Nesse sentido, a análise de artigos e notícias não tem o condão de sustentar tese de defesa no âmbito de um processo administrativo sancionador. Ademais, o Relator observou que não há, no arcabouço normativo brasileiro, o tipo administrativo de *spoofing*, ressaltando que este processo não teve por finalidade discorrer abstratamente sobre todas as hipóteses que podem enquadrar-se na definição segundo a experiência internacional.

Ainda que a acusação tenha optado por intitular determinada forma de atuação no mercado de *spoofing*, o julgamento em questão analisa a eventual prática de manipulação de preços no mercado de capitais brasileiro, independentemente do grau de sua correlação com a definição daquele termo em outras jurisdições.

Considerando os fatos e as circunstâncias do caso, nos quais se inclui o padrão de operação dos acusados, o Relator concluiu que houve conduta dolosa e pré-ordenada de registrar ofertas de compra ou venda com a intenção de promover a realização de negócio em cotação de preço artificial, induzindo terceiros à sua compra ou venda. Ressalvou que, nos termos do item I, *c/c* item II, *b*, da Instrução CVM nº 8/79, a configuração da manipulação de preços prescinde da demonstração do prejuízo causado ou do benefício auferido, tratando-se de infração de mera conduta, razão pela qual não há que se falar em ausência de provas a subsidiar a acusação.

#### **DIFERENÇA DE INTERPRETAÇÃO ENTRE BSM E CVM E AUSÊNCIA DE OUTROS PROCESSOS ADMINISTRATIVOS SANCIONADORES**

O Relator rejeitou o argumento da defesa de que não foi praticado qualquer ilícito do mercado de capitais, tendo em vista a diferença conceitual entre a imputação da BSM e da CVM, apontando que a diferença de entendimento quanto ao tipo administrativo violado não constitui argumento jurídico de defesa, nem comprova a inexistência de ilícito previsto na regulação do mercado de capitais. Além disso, os tipos administrativos constantes no item II, *a* e *b*, da Instrução CVM nº 8/79 (respectivamente, criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários e manipulação de preços) representam modalidades semelhantes de manipulação de mercado.

Entendeu que eventual diferença de interpretação representa o consenso entre as instituições de que a conduta dos acusados violou a integridade do mercado de valores mobiliários. A BSM apenas aparenta dar maior relevância à intenção dos acusados de alterarem o fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários por meio da simulação de pressão vendedora ou compradora em um dos lados do livro.

#### **SEGURANÇA JURÍDICA E ERRO DE PROIBIÇÃO**

O Relator rejeitou o argumento da defesa de violação da segurança jurídica, bem como o de erro de proibição, em razão da responsabilização por

prática nunca antes punida pelo regulador, contudo, fez a ressalva de que tais alegações são pertinentes nesse contexto de primeiro PAS versando sobre a modalidade de *spoofing*. A seu ver, não se trata de imputação inédita, uma vez que, não obstante se tratar do primeiro julgamento da modalidade, o ilícito julgado (manipulação de preços) não é inédito.

O Relator observou que os tipos administrativos da Instrução CVM nº 8/79 são propositalmente abertos e destinados a conferir flexibilidade ao supervisor, sem prejuízo de sua coercibilidade em face da diversidade de situações possíveis em um mercado em constante evolução, adaptando-se às circunstâncias que permeiam a conduta investigada, sob pena de esvaziamento de seu comando normativo. Apontou que já em 2012 a BSM desenvolveu alertas e definiu o foco de atuação para os casos de *layering* e *spoofing*. Em 2013, diversos participantes foram formalmente notificados sobre essa prática, inclusive a corretora UM, por meio da qual José Joaquim realizou as operações. Ao longo dos últimos anos, foram diversas medidas de persuasão e de treinamento voltadas ao mercado.

O Relator ressaltou que o esperado do participante profissional do mercado de valores mobiliários é a diligência proporcional aos seus encargos e o conhecimento integral da disciplina jurídica afeta aos seus negócios, acima da diligência e conhecimento do homem médio.

### CÁLCULO DO BENEFÍCIO AUFERIDO

Afastou a alegação da defesa de que a metodologia utilizada pela acusação para o cálculo do suposto benefício econômico dos acusados padeceria de vícios, uma vez que a configuração da manipulação de preços independe da demonstração de que os acusados realizaram negócios nas duas pontas do livro, ou que se desfizeram futuramente dos ativos em condições ainda mais vantajosas. Ao se considerar a oferta expressiva como instrumento suficiente para alterar as condições de liquidez do livro e promover a realização de negócios por preço diverso daquele que se obteria em condições normais de mercado, a vantagem econômica é representada pelo diferencial de *spread* entre o preço da melhor oferta antes e depois da estratégia de *spoofing*.

Quanto às taxas de corretagem e emolumentos, observou que não há previsão legal ou infralegal de exclusão dessas despesas no cálculo da vantagem obtida. Além disso, trata-se de gastos necessários para a execução do ato ilícito, de modo que não seria razoável considerá-las na identificação da vantagem econômica auferida.

O Relator rejeitou a alegação de que as operações realizadas nas contas *master* de José Joaquim foram reespecificadas para determinados investidores, pois a defesa não demonstrou quais operações tiveram lucro revertido para clientes do acusado.

### **MANIFESTAÇÃO DE VOTO DO DIRETOR GUSTAVO BORBA**

O Diretor Gustavo Borba, em manifestação, acompanhou integralmente o voto do Relator e teceu considerações acerca da tipificação da estratégia de *spoofing*, em razão da divergência de entendimento entre BSM e CVM e de se tratar do primeiro julgamento sobre o tema. A seu ver, trata-se de modalidade de ato simulado, uma vez que o investidor realiza a ordem não com o intuito de efetivamente realizá-la, mas sim de alterar artificialmente o mercado, induzindo a realização de outra operação, no lado oposto do “livro”.

A BSM classificou a conduta como criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço (item II, *a*, da ICVM nº 8/79), enquanto a CVM a tipificou como manipulação de preços (item II, *b*, da ICVM nº 8/79). Para o Diretor, o *spoofing* contém essas duas irregularidades de forma conjunta, uma vez que a criação de condições artificiais de oferta e demanda (ordens simuladas) é o artifício por meio do qual se atinge a manipulação de preços, objetivo principal da estratégia ilícita.

Buscando subsídios no direito penal, o Diretor entendeu ser aplicável o princípio da consunção ou da absorção, segundo o qual a infração-fim absorve as infrações-meio. Sendo assim, embora o entendimento da BSM não possa ser considerado despropositado, concluiu que a tipificação adotada pela SMI é a mais adequada para o caso.

### **PENA:**

O Colegiado decidiu, por unanimidade, condenar José Joaquim Paifer e Paiffer Management Ltda. – ME à pena de multa, nos valores de R\$ 684.000,00 e R\$ 1.710.000,00, respectivamente, equivalentes a duas vezes a vantagem econômica obtida, por violação ao item I, c/c item II, *b*, da Instrução CVM nº 8/79.

### **TENDÊNCIA JURISPRUDENCIAL:**

- Na modalidade de *spoofing*, o processo destinado a alterar a cotação de preços e induzir terceiros a sua compra ou venda requer a existência de oferta de magnitude suficiente para alterar a cotação

de um ativo, bem como a existência de outra oferta do mesmo participante que se beneficia da variação de preço. Além disso, requer conduta dolosa e preordenada de registrar ofertas de compra ou venda sem a intenção de executá-las, mas sim de realizar negócio em cotação de preço artificial induzindo terceiros à sua compra ou venda.

- A configuração da manipulação de preços prescinde da demonstração do prejuízo causado, ou do benefício auferido, tratando-se de infração de mera conduta. No mesmo sentido, independe da demonstração de que os acusados realizaram negócios nas duas pontas do livro, ou que se desfizeram futuramente dos ativos em condições ainda mais vantajosas.
- Os tipos administrativos da Instrução CVM nº 8/79 são propositalmente abertos e destinados a conferir flexibilidade ao supervisor, sem prejuízo de sua coercibilidade em face da diversidade de situações possíveis em um mercado em constante evolução, adaptando-se às circunstâncias que permeiam a conduta investigada, sob pena de esvaziamento de seu comando normativo.
- O que se espera do participante profissional do mercado de valores mobiliários é a diligência proporcional aos seus encargos e o conhecimento integral da disciplina jurídica afeta aos seus negócios, acima da diligência e conhecimento do homem médio.

### **OBSERVAÇÕES:**

#### **DOSIMETRIA**

O Relator considerou, como agravante, a gravidade e a prática reiterada da conduta delitiva, a vantagem auferida, o dano à imagem do mercado de valores mobiliários e a especialização dos agentes; e, como atenuante, a primariedade dos acusados.

#### **TERMO DE COMPROMISSO**

Em 11.01.2017, os acusados apresentaram proposta conjunta de Termo de Compromisso, em que se comprometeram a pagar o valor conjunto de R\$ 100 mil. A proposta foi rejeitada pelo Colegiado na reunião de 26.06.2017, em razão da insuficiência dos valores oferecidos e da gravidade da infração.

### **ANTECEDENTES JURISPRUDENCIAIS REFERIDOS:**

- Utilização da *internet* como artifício para a prática não equitativa PAS CVM nº 2001/6226, julgado em 15.05.2003.
- Caracterização de “manipulação de preços” pela postura compradora e elevação gradativa do preço: PAS CVM nº 2004/2131, julgado em 19.01.2005.
- Precedentes em casos de manipulação de preços: PAS CVM nº 26/00, julgado em 12.12.2002; PAS CVM nº RJ2001/6226, julgado em 15.05.2003; PAS CVM nº SP2001/0236, julgado em 19.07.2004; PAS CVM nº 06/01, julgado em 09.12.2004; PAS CVM nº 05/01, julgado em 21.06.2004; PAS CVM nº 14/00, julgado em 17.12.2004; PAS CVM nº 2004/2131, julgado em 19.01.2005; PAS CVM nº 06/95, julgado em 05.05.2005; PAS CVM nº 35/00, julgado em 12.04.2005; PAS CVM nº 31/98, julgado em 30.11.2005; PAS CVM nº 2005/7389, julgado em 10.10.2006; e, PAS CVM nº 16/03, julgado em 08.11.2006.