



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.009864/2019-34

Reg. Col. nº 1716/20

Acusado: Rafael Damiani Ferreira Alves

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

Diretor Relator: Gustavo Machado Gonzalez

VOTO

I. INTRODUÇÃO

1. Trata-se de PAS¹ instaurado pela SMI em face de Rafael Damiani, em razão da prática de manipulação de preços por meio da inserção de ordens artificiais de compra e venda, na modalidade *spoofing*, entre 19.05.2015 e 31.08.2017, 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. PRELIMINAR

2. Rafael Damiani alega que o Ofício nº 46/2019/CVM/SMI/GMA-1, enviado pela CVM para cumprir o disposto no artigo 5º da Instrução CVM nº 607/2019², possuía índole generalista e sem conteúdo inquisitório, impossibilitando a apresentação de qualquer tipo de defesa.

3. Os ofícios enviados pela CVM para fins de cumprimento do artigo 5º da Instrução CVM nº 607/2019 têm como objetivo a obtenção de esclarecimentos junto ao investigado sobre os fatos

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

² Art. 5º Previamente à formulação da acusação, as superintendências deverão diligenciar no sentido de obter diretamente do investigado esclarecimentos sobre os fatos que podem ser a ele imputados.



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

que a ele podem ser imputados, isto é, não se trata de acusação, mas apenas de pedido de prestação de esclarecimentos que ocorre ainda durante a fase investigatória, e que influenciará o juízo da Acusação sobre a ocorrência ou não de ilícito. Nesse sentido, verifico que o ofício em questão foi devidamente instruído³, inclusive com anexos que detalhavam as operações questionadas neste PAS.

4. A esse respeito, este Colegiado já assentou o entendimento⁴ de que a norma em questão – o equivalente ao artigo 5º da Instrução CVM nº 607/2019 é o art. 11 da Deliberação CVM nº 538/209 – não confere um direito subjetivo ao investigado, nem deve ser confundida com defesa prévia e sua inobservância não acarreta nulidade. Com muito mais razão, não vislumbro nulidade se foi enviado ofício ao acusado, ainda que de “caráter generalista” ou “sem conteúdo inquisitório” como sustenta, e, adicionalmente, teve o Acusado oportunidade de exercer plenamente seu direito de defesa, suprimindo qualquer irregularidade na fase inicial de instrução do processo nesse sentido.

5. Todas as estratégias implementadas por Rafael Damiani e consideradas irregulares foram disponibilizadas pela SMI para o Acusado, por meio do documento “Anexo I – Relação de Estratégias”⁵. Na descrição, constam as datas e horários das operações, além de informações acerca dos intermediários e dos ativos negociados.

6. Em suma, todos os documentos utilizados para embasamento e formulação do Termo de Acusação foram disponibilizados ao Acusado. Logo, rejeito a preliminar de cerceamento de defesa.

7. Ademais, entendo que o fato de uma das corretoras utilizadas para a realização da prática encontrar-se em regime de insolvência, em liquidação, é impertinente e em nada afeta o direito de defesa do Acusado, dado que este teve pleno acesso a todas as operações questionadas no processo mediante o envio da relação de estratégias em anexo ao Ofício nº 46/2019/CVM/SMI/GMA-1.

³ Doc. SEI nº 0869531.

⁴ PAS CVM nº RJ2012/10069, j. em 31.05.2015, Dir. Rel. Pablo Waldemar Renteria; PAS CVM nº RJ2006/8572, j. em 16.3.2010, Dir. Rel. Otavio Yazbek; PAS CVM nº RJ2006/4665, j. em 09.01.2007, Dir. Rel. Pedro Oliva Marcilio de Sousa.

⁵ Doc. SEI nº 0869616.



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

III. CONSIDERAÇÕES INICIAIS. A MANIPULAÇÃO BASEADA EM OFERTAS: *LAYERING* E *SPOOFING*

8. A manipulação é um dos ilícitos típicos do mercado de capitais. O termo designa um conjunto bastante heterogêneo de práticas, como, por exemplo, a divulgação de informações falsas e a realização de operações fictícias. Na regulamentação editada pela CVM, o gênero manipulação compreende dois tipos administrativos: a manipulação de preços e a criação de condições artificiais de demanda.

9. Segundo a Instrução CVM nº 08/1979, a manipulação de preços caracteriza-se pela “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”.

10. O artifício utilizado no intuito de falsear o mercado pode consistir na realização de atos que, a princípio, são perfeitamente regulares, como a realização de negócios no mercado de valores mobiliários e mesmo a apreçoação de uma oferta no livro de ofertas limitadas. As informações disponíveis no livro de ofertas são um elemento de extrema relevância para a decisão de investimento de diversos participantes do mercado, nomeadamente daqueles que negociam ações buscando obter ganhos com variações na cotação no curto prazo, incluindo os negociadores de alta frequência, que hoje respondem por parte significativa do volume negociado, e, sobretudo, das ofertas colocadas.

11. Se as informações constantes do livro de ofertas influenciam nas decisões de investimento, a colocação de ofertas no livro pode consistir em meio apto para falsear o mercado. *Layering* e *spoofing* são espécies de manipulação de mercado que consistem na criação de liquidez aparente, por meio da 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.

12. Como já ressaltéi em outras oportunidades, um dos principais desafios para a acusação em casos de manipulação baseada em negócio ou em ofertas reside em demonstrar o caráter artificioso dos negócios realizados ou das ofertas apreçoadas. Nos casos de *layering* e *spoofing*, a apreçoação de ofertas configura o artifício a que se refere a Instrução CVM nº 08/1979 quando se demonstra que aquelas ofertas não foram colocadas com a intenção de serem executadas, mas apenas com o propósito de alterar o processo de formação de preço e viabilizar, assim, a execução de um negócio



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

na ponta oposta. Em última instância, é a intenção do investidor que distingue as manipulações baseadas em ofertas ou em negócios de padrões legítimos de negociação.

13. Ao longo dos últimos anos, o Colegiado já analisou diversos casos envolvendo acusações de *layering* e *spoofing*. O assunto é relativamente novo não porque as práticas sejam verdadeiramente novas – estamos, ao fim e ao cabo, tratando de um tipo administrativo previsto desde 1979 – mas porque, com a eletrônica do mercado, todo negócio executado e oferta apregoada é documentado, e a tecnologia hoje permite que quantidades massivas de dados sejam analisadas. Ou seja, com o passar dos anos, foi possível ter registro não só dos negócios realizados, como também de todas as ofertas apregoadas; em paralelo, desenvolveram-se ferramentas para analisar criticamente esses enormes conjuntos de dados para identificar possíveis ilícitos. Vê-se, portanto, que o ilícito não é novo; novos são os meios de detectá-lo.

14. Os meios de detecção consistem em filtros estatísticos, que buscam, no meio da infinidade de dados registrados pelos sistemas de negociação, identificar padrões de negociação que, a princípio, podem caracterizar uma prática ilícita. A configuração do ilícito, é importante dizer, dependerá, necessariamente, da subsunção da conduta aos elementos do tipo. Não se pode, portanto, interpretar os filtros de detecção como filtros de ilicitude.

15. De modo geral, o dolo do agente e o caráter artificioso das ofertas apregoadas, elementos indispensáveis para a caracterização da manipulação de preços, decorrem de um conjunto convergente de 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.

16. É indispensável, portanto, que os parâmetros utilizados nos filtros estatísticos sejam cuidadosamente pensados, considerando, inclusive, as características do ativo. Há o risco de que a parametrização inadequada dos filtros resulte na seleção de falsos positivos: estratégias apontadas como irregulares, mas que não preenchem os elementos do tipo administrativo ou, mais comum, para as quais não se pode concluir, com a segurança necessária para uma condenação pela prática do ilícito.



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

IV. MÉRITO

IV.1. Autoria

17. O Acusado reconhece, em suas razões de defesa, que realizou as operações apontadas como irregulares neste PAS. Logo, não há controvérsia quanto à autoria da infração administrativa indicada.

IV.2. Materialidade da infração

18. Os critérios adotados pela SMI e pela BSM para a detecção dos ciclos de *spoofing* neste PAS foram:

- a) **Tamanho da oferta:** quantidade maior do que a média das ordens inseridas no pregão anterior do ativo mais 3 desvios-padrões;
- b) **Nível de preço:** ofertas inseridas até o 5º (quinto) melhor nível de preço;
- c) **Participação da oferta artificial no mercado:** para ser considerada artificial, a oferta representar, no mínimo, 30% do total das ofertas até o nível de preço que ela está inserida;
- d) **Cancelamento:** 100% da oferta é cancelada ou alterada para um nível de preço pior; e
- e) **Tempo de permanência após a execução do negócio:** menor do que a média de intervalo entre cada negócio do ativo no pregão anterior.

19. Trata-se de um aperfeiçoamento em comparação com os parâmetros adotados no PAS CVM nº 19957.005977/2016-18⁶.

20. Vale ressaltar que, dentre os critérios elencados, em contraste com os parâmetros para a configuração de *layering*⁷, há um intervalo de tempo mínimo de permanência da oferta no livro

⁶ PAS CVM nº 19957.005977/2016-18, Rel. Dir. Henrique Balduino Machado Moreira, j. em 13.03.2018. Como reproduzi anteriormente neste Voto: (i) oferta no lado oposto do livro até o quinto nível de preço no momento em que foi executado o negócio em nome do cliente; (ii) 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 terceiro nível de preço; (iii) ofertas seis vezes maiores que o tamanho médio praticado pelo mercado nos três pregões que antecederam o negócio e; (iv) que tenham permanecido menos de dez segundos no livro do ativo.

⁷ PAS CVM nº 19957.007543/2019-03, Rel. Dir. Gustavo Machado Gonzalez, j. em 02.06.2020.



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

após a execução da oferta-alvo e antes de seu cancelamento para que seja considerada como artificial.

21. Para demonstrar a artificialidade das ofertas e a intenção manipuladora, a BSM e a SMI escolheram medidas de tendência central e medidas de dispersão a partir de dados da negociação dos ativos do pregão anterior ao em que teria ocorrido a manipulação. O caráter artificial da oferta foi estabelecido por meio da demonstração de **(i)** uma quantidade atipicamente expressiva e de **(ii)** um intervalo de cancelamento atípico, logo após a execução da oferta-alvo.

22. O universo de comparação da quantidade da oferta artificial foi a soma de todas as quantidades ofertadas até o nível de preço em que está inserida: a quantidade da oferta artificial deve ser de, pelo menos, 30% daquele total e, ainda, deve ser maior do que a média das ordens inseridas no pregão anterior do ativo mais três desvios-padrões. Este segundo requisito é importante e sua adequação é flagrante para que se determine a atipicidade de uma observação em uma série de dados, pois estabelece um intervalo de confiança bastante amplo.

23. No tocante ao tempo de cancelamento, a oferta artificial é considerada como tendo sido efêmera se o tempo decorrido após a execução do negócio é inferior à média de intervalo entre cada negócio do ativo no pregão anterior.

24. Creio que a Acusação, por meio dos filtros empregados, logrou reunir um conjunto suficientemente robusto a demonstrar que, por cerca de dois anos⁸, Rafael Damiani implementou estratégias no mercado de valores mobiliários de modo frequente e reiterado, com intuito de manipular a formação de preços no livro de ofertas.

25. Tais estratégias consistiam na inserção de ofertas artificiais com quantidade expressiva em um dos lados do livro, o que representaria um sinal de pressão compradora ou vendedora, influenciando os demais investidores a melhorar as condições de suas ofertas, direcionando o movimento dos preços para o lado oposto do livro, onde havia uma oferta que Rafael Damiani efetivamente desejava executar.

⁸ Doc. SEI nº 0869616.



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
RSCN 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

Exemplo 1

26. Tomo como exemplo as operações realizadas pelo Acusado no dia 22.02.2016 com as ações preferenciais de emissão da Petrobras, com código de negociação PETR4⁹.

Tabela 1 – Livro de ofertas de PETR4 em 22.06.2016 às 14h19m52s424ms, momento do registro da oferta-alvo de Rafael Damiani

Ofertas de Compra					Ofertas de Venda				
Hora de registro	Investidor	Corretora	Qtd	Preço (R\$)	Preço (R\$)	Qtd	Corretora	Investidor	Hora de registro
14:19:47.351		40	12.100	4,90	4,91	100	3		14:19:44.931
14:19:47.380		122	2.00	4,90	4,91	4.500	85		14:19:47.346
14:19:47.392		59	800	4,90	4,91	100	120		14:19:47.349
14:19:47.408		59	300	4,90	4,91	4.000	40		14:19:47.351
14:19:47.506		3	1.500	4,90	4,91	1.000	3		14:19:47.431
14:19:48.302		3	2.000	4,90	4,91	5.000	8		14:19:47.743
14:19:52.380		72	100	4,90	4,91	100	735		14:19:50.324
14:19:52.424	Rafael	37	25.000	4,90	4,91	50.000	735		14:19:53.450
14:19:52.817		147	1.200	4,90	4,91	400	8		14:19:54.467
14:19:52.990		40	300	4,90	4,91	1.000	3		14:19:55.698
14:19:55.215		40	300	4,90	4,91	1.000	3		14:19:55.970

Fonte: B3

27. A Tabela 1 mostra o livro de ofertas de PETR4 com preço da melhor oferta de compra em R\$4,90 e melhor oferta de venda em R\$4,91. Nesse momento, Rafael Damiani inseriu oferta de compra de 25.000 ações a R\$4,90 (oferta-alvo).

28. Quatro segundos após a inserção dessa oferta, Rafael Damiani inseriu oferta de venda de 500.000 ações PETR4 a R\$4,91 (Tabela 2). Essa segunda oferta veio a ser cancelada dois segundos após a execução da oferta de compra a R\$4,90.

Tabela 2 – Livro de ofertas de PETR4 em 22.02.2016 às 14h19m56s260ms, com destaque para a oferta expressiva inserida por Rafael Damiani

Ofertas de Compra					Ofertas de Venda				
Hora de registro	Investidor	Corretora	Qtd	Preço (R\$)	Preço (R\$)	Qtd	Corretora	Investidor	Hora de registro
14:19:47.351		40	12.000	4,90	4,91	100	3		14:19:44.931
14:19:47.380		122	2.000	4,90	4,91	4.500	85		14:19:47.346

⁹ Ações de emissão da Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobras).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

14:19:47.392		59	800	4,90	4,91	100	120		14:19:47.349
14:19:47.408		59	300	4,90	4,91	4.000	40		14:19:47.351
14:19:47.506		3	1.500	4,90	4,91	1.000	3		14:19:47.431
14:19:48.302		3	2.000	4,90	4,91	5.000	8		14:19:47.743
14:19:52.380		72	100	4,90	4,91	100	735		14:19:50.324
14:19:52.424	Rafael	37	25.000	4,90	4,91	50.000	735		14:19:53.450
14:19:52.817		147	1.200	4,90	4,91	400	8		14:19:54.467
14:19:52.990		40	300	4,90	4,91	1.000	3		14:19:55.698
14:19:55.215		40	300	4,90	4,91	1.000	3		14:19:55.970
14:19:33.816		8	300	4,89	4,91	500.000	37	Rafael	14:19:56.260

Fonte: B3

29. Às 14h19m56s467ms, 207 milissegundos após a etapa anterior, houve reação de um investidor ao movimento de venda com lote expressivo realizado por Rafael Damiani, com a consequente inserção de oferta de venda de 50.600 ações a R\$4,90, a qual agrediu diversas ofertas que se encontravam neste patamar de preços, inclusive a oferta-alvo inserida anteriormente pelo Acusado, conforme indicado na Tabela 3.

Tabela 3 – Livro de ofertas de PETR4 em 22.02.2016 às 14h19m56s467ms, com destaque para o negócio executado por Rafael Damiani

Ofertas de Compra					Ofertas de Venda				
Hora de registro	Investidor	Corretora	Qtd	Preço (R\$)	Preço (R\$)	Qtd	Corretora	Investidor	Hora de registro
14:19:21.774		40	12.100	4,90	4,90	50.600	8		14:19:56.467
14:19:44.172		122	200	4,90	4,91	100	3		14:19:44.931
14:16:32.263		59	800	4,90	4,91	4.500	85		14:19:47.346
14:14:38.250		59	300	4,90	4,91	100	120		14:19:47.349
14:19:47.506		3	1.500	4,90	4,91	4.000	40		14:19:47.351
14:19:48.302		3	2.000	4,90	4,91	1.000	3		14:19:47.431
14:19:04.455		72	100	4,90	4,91	5.000	8		14:19:47.743
14:19:52.424	Rafael	37	25.000	4,90	4,91	100	735		14:19:50.324
14:19:33.822		147	1.200	4,90	4,91	50.000	735		14:19:53.450
14:19:16.710		40	300	4,90	4,91	400	8		14:19:54.467
14:19:16.712		40	300	4,90	4,91	1.000	3		14:19:55.698
4:19:33.816		8	300	4,89	4,91	1.000	3		14:19:55.970
14:19:33.823		8	400	4,89	4,91	500.000	37	Rafael	14:19:56.260

Fonte: B3

30. Cerca de dois segundos após a execução dos negócios às 14h19m56s467ms, Rafael Damiani cancelou a oferta artificial de PETR4.



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

31. O benefício auferido pelo Acusado foi de R\$250,00, calculado pela multiplicação da quantidade negociada de ações pelo *spread* do livro (diferença entre melhor oferta de compra e melhor oferta de venda) antes da colocação da oferta artificial. No caso, temos 25.000 e um *spread* de R\$0,01.

32. O exemplo acima pode também ser visualizado de outra forma, conforme descrito no item 22 do Termo de Acusação, a partir da síntese de estratégias elaborada pela BSM¹⁰. Nessa descrição, a dinâmica da estratégia é detalhada por meio das seguintes informações:

- a) **Ocorrência:** indica “Registro” para inserção de oferta e "Negócio" se execução de oferta;
- b) **Compra ou Venda:** conforme a oferta for de “Compra” ou de “Venda”;
- c) **Hora:** momento da ocorrência com precisão de milissegundos;
- d) **Hora Cancelamento:** momento do cancelamento da oferta artificial (*spoofing*);
- e) **Preço:** preço da oferta;
- f) **Quantidade:** quantidade (lotes) relativa ao evento em questão;
- g) **Qtd média dia anterior:** média das ordens inseridas no pregão anterior do ativo, acrescida de três desvios-padrões.
- h) **Tempo médio dia anterior:** média do intervalo entre cada negócio do ativo no pregão anterior.
- i) **Participante:** Código do Participante de Negociação (corretora) da operação;
- j) **Cliente:** Código de negociação do cliente que realizou a estratégia (investidor);
- k) **Benefício Financeiro:** produto da quantidade de contratos negociada, tamanho/cotação do contrato e pela diferença do spread do livro de ofertas.

Tabela 4 – Ordens realizadas por Rafael Damiani em 22.02.2016 em relação ao ativo PETR4 (Estratégia nº 289)

Ocorrência	Compra/Venda	Hora	Hora do		Preço (R\$)	Quantidade	Qtd média dia anterior	Tempo médio dia anterior	--- Compra ---		--- Venda ---		Benefício financeiro (R\$)
			cancelamento						Participante	Cliente	Participante	Cliente	
Registro	Venda	14:19:56.260	14:19:58.249	4,91	500.000	75.112,12	0:00:03.493				37	4400	
Negócio	Compra	14:19:56.467		4,90	25.000	75.112,12	0:00:03.493	37	4400	8	-	250,00	

¹⁰ Doc. SEI nº 0869616.



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

Fonte: B3

Exemplo 2

33. Outro exemplo que ilustra a estratégia utilizada por Rafael Damiani no dia 21.03.2016 com ações de emissão da Usiminas (código de negociação USIM5)¹¹.

Tabela 5 – Livro de ofertas de USIM5 em 21.03.2016 às 16h50m52s500ms, momento de registro da oferta-alvo de Rafael Damiani

Ofertas de Compra					Ofertas de Venda				
Hora de registro	Investidor	Corretora	Qtd	Preço (R\$)	Preço (R\$)	Qtd	Corretora	Investidor	Hora de registro
16:25:18.210		15	9.800	1,94	1,95	49.300	120		16:45:07.472
16:25:26.626		120	10.000	1,94	1,95	30.000	3	Rafael	16:50:52.500
16:26:38.215		3	3.200	1,94	1,95	300	238		16:45:08.151
16:28:42.583		23	46.300	1,94	1,95	20.000	39		16:45:09.288
16:29:10.253		74	1.000	1,94	1,95	10.100	40		16:45:16.665

Fonte: B3

34. A Tabela 5 mostra o livro de ofertas com melhor oferta de compra em R\$1,94 e melhor oferta de venda em R\$1,95. Nesse momento, Rafael Damiani inseriu oferta de venda de 30.000 ações ao preço de R\$1,95 (oferta-alvo).

35. Dois minutos depois, Rafael Damiani inseriu oferta de compra de 250.000 ações USIM5 a R\$1,95, conforme consta da Tabela 6. Essa oferta veio a ser cancelada em 3 (três) segundos após a execução da oferta-alvo.

Tabela 6 – Livro de ofertas de USIM5 em 21.03.2016 às 16h52m52s268ms, com destaque para a oferta expressiva inserida por Rafael Damiani

Ofertas de Compra					Ofertas de Venda				
Hora de registro	Investidor	Corretora	Qtd	Preço (R\$)	Preço (R\$)	Qtd	Corretora	Investidor	Hora de registro
16:25:18.210		15	5.200	1,94	1,95	35.600	120		16:45:07.472
16:25:26.626		120	10.000	1,94	1,95	30.000	3	Rafael	16:50:52.500
16:28:42.583		23	46.300	1,94	1,95	300	238		16:45:08.151
16:29:10.253		74	1.000	1,94	1,95	20.000	39		16:45:09.288
16:35:21.280		40	4.500	1,94	1,95	10.100	40		16:45:16.665
16:38:36.088		735	2.500	1,94	1,95	23.000	40		16:45:16.711

¹¹ Ações de emissão da Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A. (Usiminas).



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

16:39:55.304		72	200	1,94	1,95	3.000	735		16:45:17.635
16:45:45.774		77	800	1,94	1,95	15.000	86		16:45:50.712
16:45:52.589		3	1.000	1,94	1,95	1.000	40		16:46:01.563
16:48:00.324		23	11.000	1,94	1,95	4.400	386		16:47:47.547
16:48:24.398		3	44.500	1,94	1,95	1.000	58		16:48:53.638
16:49:11.019		114	600	1,94	1,95	8.300	3		16:48:56.863
16:49:39.642		114	10.000	1,94	1,95	2.000	93		16:49:26.242
16:50:20.767		3	600	1,94	1,95	9.000	3		16:49:51.537
16:50:30.819		3	6.000	1,94	1,95	100	735		16:50:42.436
16:52:18.688		74	600	1,94	1,95	13.400	39		16:51:03.735
16:52:31.149		3	100	1,94	1,95	4.200	114		16:51:11.847
16:52:38.191		88	1.100	1,94	1,95	9.500	40		16:51:40.918
16:52:51.271		23	50.000	1,94	1,95	2.000	308		16:51:50.312
16:52:52.268	Rafael	3	250.000	1,94	1,95	13.600	39		16:52:06.327

Fonte: B3

36. Às 16h52m52s272ms, quatro milissegundos após a etapa anterior, houve reação de um investidor ao movimento de venda com lote expressivo realizado por Rafael Damiani, com a consequente inserção de oferta de compra de 92.000 ações ao preço de R\$1,95, agredindo inúmeras ofertas de venda presentes no livro naquele patamar, inclusive a oferta-alvo inserida pelo Acusado.

Tabela 7 – Livro de ofertas de USIM5 em 21.03.2016 às 16h52m52s272ms, com destaque para negócio executado por Rafael Damiani

Ofertas de Compra					Ofertas de Venda				
Hora de registro	Investidor	Corretora	Qtd	Preço (R\$)	Preço (R\$)	Qtd	Corretora	Investidor	Hora de registro
16:52:52.272		8	92.000	1,95	1,95	12.700	120		16:45:07.472
16:25:18.210		15	5.200	1,94	1,95	30.000	3	Rafael	16:50:52.500
16:25:26.626		120	10.000	1,94	1,95	300	238		16:45:08.151
16:28:42.583		23	46.300	1,94	1,95	20.000	39		16:45:09.288
16:29:10.253		74	1.000	1,94	1,95	10.100	40		16:45:16.665
16:35:21.280		40	4.500	1,94	1,95	23.000	40		16:45:16.711
16:38:36.088		735	2.500	1,94	1,95	3.000	735		16:45:17.635
16:39:55.304		72	200	1,94	1,95	15.000	86		16:45:50.712
16:45:45.774		77	800	1,94	1,95	1.000	40		16:46:01.563
16:45:52.589		3	1.000	1,94	1,95	4.400	386		16:47:47.547
16:48:00.324		23	11.000	1,94	1,95	1.000	58		16:48:53.638
16:48:24.398		3	44.500	1,94	1,95	8.300	3		16:48:56.863
16:49:11.019		114	600	1,94	1,95	2.000	93		16:49:26.242
16:49:39.642		114	10.000	1,94	1,95	9.000	3		16:49:51.537
16:50:20.767		3	600	1,94	1,95	100	735		16:50:42.436
16:50:30.819		3	6.000	1,94	1,95	4.200	114		16:51:11.847



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

16:52:18.688		74	600	1,94	1,95	9.500	40		16:51:40.918
16:52:31.149		3	100	1,94	1,95	2.000	308		16:51:50.312
16:52:38.191		88	1.100	1,94	1,96	13.100	86		16:18:26.464
16:52:51.271		23	50.000	1,94	1,96	1.500	3		16:39:34.712
16:52:52.268	Rafael	3	250.000	1,94	1,96	1.000	23		16:21:06.417

Fonte: B3

37. Três segundos após a execução do negócio, Rafael Damiani cancelou a oferta de compra de 250.000 USIM ações às 16h52m55s908ms.

38. O benefício auferido pelo Acusado foi de R\$300,00, calculado pela multiplicação da quantidade negociada de ações pelo *spread* do livro (diferença entre melhor oferta de compra e melhor oferta de venda) antes da colocação da oferta artificial. No caso, temos 30.000 ações e um *spread* de R\$0,01.

39. A Tabela 8, mostrada a seguir, apresenta uma visualização alternativa da estratégia adotada por Rafael Damiani.

Tabela 8 – Ordens realizadas por Rafael Damiani em 21.03.2016 em relação ao ativo USIM5 (estratégia nº 427)

USIM5 - 21/03/2016 - Venda - Estratégia 427 (Partic: 3)

Ocorrência	Compra/Venda	Hora do		Preço (R\$)	Quantidade	Qtd média dia anterior	Tempo médio dia anterior	--- Compra ---		--- Venda ---		Benefício financeiro (R\$)
		cancelamento	Hora					Participante	Cliente	Participante	Cliente	
Registro	Compra	16:52:52.268	16:52:55.908	1,94	250.000	93.019.22	0:00:04.345	3	409193			
Negócio	Venda	16:52:52.272		1,95	30.000	93.019.22	0:00:04.345	8	-	3	409193	300,00

Fonte: B3

40. Os exemplos acima buscam apenas ilustrar a prática reiterada e intencional do Acusado, que se utilizou de estratégias irregulares em 1.726 oportunidades, ao longo de dois anos.

41. Assim, entendo que o Acusado realizou ofertas manipuladoras com lote expressivo sem nenhuma intenção de executá-las, utilizando-as apenas como mecanismo para exercer pressão sobre o 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. 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 nas quais a manipulação não tivesse ocorrido.



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

42. Desta maneira, entendo restarem 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”.

43. A utilização de processo ou artifício previsto na norma restou caracterizada pelas etapas de: **(i)** inserção de oferta com lote expressivo 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.

IV.3. Improcedência das alegações de defesa

44. Considerando que já restou caracterizada a autoria e a materialidade da infração, passo a analisar detidamente os argumentos de mérito da defesa.

45. Quanto à suposta abertura excessiva da descrição das infrações administrativas da Instrução CVM nº 08/1979, já me manifestei¹² no sentido de que este tipo de alegação, à semelhança do argumento de que não haveria definição legal para práticas como *spoofing* e *layering* ou que sua tipificação seria imprecisa, trata-se de alegação de erro sobre a ilicitude do fato, também conhecido como erro de proibição. Tal alegação já foi analisada e rejeitada em precedentes desta autarquia.

46. A Instrução CVM nº 08/1979 adotou tipos abertos que, como já afirmou o Presidente Marcelo Barbosa no julgamento do PAS CVM nº 19957.006019/2018-26¹³, “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

¹² Cf. PAS CVM nº 19957.007543/2019-03, Rel. Dir. Gustavo Machado Gonzalez, j. em 02.06.2020.

¹³ Cf. PAS CVM nº 19957.006019/2018-26, Rel. Pres. Marcelo Barbosa, j. em 01.10.2019.



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

requisitos e tenham o condão de prejudicar o bem jurídico tutelado pela norma (isto é, o ‘funcionamento regular do mercado’)

47. Apesar de a conduta objeto da acusação ter 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, a conduta do Acusado consistiu em manipulação de mercado que já estava tipificada na legislação vigente. Ou seja, trata-se apenas de nova forma de praticar de um ilícito administrativo que já contava com previsão normativa.

48. Considero igualmente impertinente o argumento do Acusado de que, para que as estratégias nas corretoras B e C fossem consideradas irregulares, “seria necessário antes que as demais ofertas da mesma natureza que as antecedem fossem igualmente classificadas como administrativamente delitivas”.

49. A qualificação de certa estratégia como manipuladora depende do preenchimento dos requisitos previstos na Instrução CVM nº 08/1979. Não há sentido algum em considerar como manipuladoras as demais ofertas presentes no livro e que foram executadas em conjunto com a oferta-alvo de Rafael Damiani, pois aquelas ofertas não se encontravam dentro de um ciclo de *spoofing*, conforme a Acusação logrou demonstrar para as ofertas e negócios do Acusado diversas ocasiões e em três diferentes corretoras.

50. No que concerne às alegações de defesa acerca da arbitrariedade dos critérios adotados para a caracterização da prática de *spoofing* e da irrelevância das operações do Acusado para determinar os movimentos nos preços, reitero que não se pode definir os tipos administrativos da Instrução CVM nº 08/1979, em especial a manipulação de preços, com base em parâmetros objetivos. Esse fato não desabona a utilização de ferramentas estatísticas como “filtros de detecção”; mas apenas requerem que se verifique se as estratégias selecionadas efetivamente preenchem os elementos do tipo normativo.

51. Entendo que, no presente PAS, os parâmetros adotados foram determinados cuidadosamente e garantiram que as operações apontadas como irregulares fossem consistentes com o tipo administrativo cuja prática é objeto de análise. Ao definir parâmetros que permitem confrontar as características da atuação do Acusado em face dos demais participantes do mercado, a Acusação logrou demonstrar a atipicidade dos resultados que, em conjunto com a recorrência da atuação, me levam a concluir pela caracterização da infração administrativa.



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

52. Por fim, quanto ao método utilizado pela SMI para o cálculo do benefício auferido, este Colegiado já se posicionou nos precedentes de *spoofing* e *layering* anteriormente citados que o cálculo é realizado pelo produto da quantidade negociada pela diferença entre o preço do ativo antes da interferência das ofertas manipuladoras e o preço do negócio realizado em condições manipuladas.

53. Cabe destacar também que emolumentos, taxas de corretagem e tributos não são excluídos do cálculo de vantagem obtida, visto que não há qualquer tipo de previsão legal que determine a exclusão e tais gastos são decorrentes da própria execução das estratégias ilícitas¹⁴.

54. Desse modo, entendo que a fórmula de cálculo usada pela SMI está correta e se encontra alinhada com os precedentes desta autarquia.

V. CONCLUSÃO

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

56. Quanto à dosimetria levo em consideração, como circunstância agravante, a prática reiterada e sistemática da conduta irregular pelo prolongado período de cerca de dois anos. Por outro lado, tenho que os bons antecedentes do Acusado constituem circunstância atenuante.

57. Nesses termos, voto pela **condenação** do Acusado à penalidade de multa pecuniária na importância de uma vez e meia o valor da vantagem econômica obtida mediante o descumprimento ao inciso II, letra “b”, da Instrução CVM nº 08/1979 e vedado pelo inciso I desta mesma Instrução. O valor da vantagem indevida mencionada deverá ser atualizado pelo IPCA deste a data da última operação irregular em cada um dos períodos elencados pela Acusação até a presente data, conforme anexo a este voto¹⁵.

58. A vantagem ilícita obtida totalizou R\$234.959,00 em valores da época e, atualizados correspondem a R\$268.901,74.

59. Ante o exposto, voto pela condenação de Rafael Damiani Ferreira Alves à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$403.352,61.

¹⁴ Cf. PAS CVM nº 19957.005977/2016-18, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 13.03.2018.

¹⁵ A correção monetária pelo IPCA está disponível no site do Banco Central do Brasil, no instrumento “calculadora do cidadão” em <http://www.bcb.gov.br>.



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

60. 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 nº 336/2019/CVM/SGE16.

É como voto.

Rio de Janeiro, 4 de agosto de 2020.

Gustavo Machado Gonzalez

Diretor Relator

¹⁶ Doc. SEI 0896937.



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

Anexo Único – Atualização dos valores referentes à vantagem econômica

Participante de Negociação	Período	Benefício Auferido (R\$)	Data da última operação irregular	Período para atualização	Correção IPCA(1)	Valor da vantagem indevida atualizado (R\$)	Valor da Multa(2) (R\$)
Corretora A	19.05.2015 a 03.03.2016	68.150,00	03.03.2016	mai/2015 a jun/2020	1,254	85.492,24	403.352,61
Corretora B	11.03.2016 a 08.06.2017	156.797,00	08.06.2017	jun/2017 a jun/2020	1,10	172.402,10	
Corretora C	27.06.2017 a 31.08.2017	10.012,00	31.08.2017	ago/2017 a jun/2020	1,10	11.007,40	
Total		234.959,00				268.901,74	

(1) IPCA, obtido a partir da Calculadora do Cidadão, no site do Banco Central do Brasil.

(2) Valor do negócio atualizado x (1,5)