COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

EXTRATO DE SESSÃO DE JULGAMENTO

DO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM nº 19957.006511/2019-82 (RJ2019/4437).

Data do julgamento: 14/06/2022

Relatora: Diretora Flávia Perlingeiro

Acusado: Alex Pierre Gomes Fernandes

Ementa: Prática de manipulação de preços, por meio de layering, em infração ao item I da Instrução CVM nº 8/1979, consoante definida no item II, letra "b". *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 condenação de **Alex Pierre Gomes Fernandes** à penalidade de **multa pecuniária** no valor de **R$ 1.950.488,76 (um milhão novecentos e cinquenta mil quatrocentos e oitenta e oito reais e setenta e seis centavos)**, equivalente a uma vez e meia o valor da vantagem econômica obtida, pelo descumprimento ao item I c/c item II, “b”, da Instrução CVM n° 8/1979, por meio da colocação de ofertas artificiais no livro de negociação de valores mobiliários na Bolsa.

O Diretor João Accioly acompanhou os fundamentos do voto da Diretora Flávia Perlingeiro, porém, embora também acompanhe as conclusões sobre a inocorrência de prescrição, apresentou manifestação de voto, uma vez que divergiu parcialmente do entendimento relativo a esse ponto, especialmente no que tange à figura da infração continuada.

O Colegiado decidiu pela comunicação do resultado deste julgamento ao Ministério Público Federal no Estado de São Paulo, em complemento ao Ofício nº 203/2019/CVM/SGE, e à Superintendência Regional da Polícia Federal em São Paulo - DELECOR/SR/PF/SP, em complemento ao Ofício nº 289/2019/CVM/SPS/CCP, para as providências que julgarem 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 Resolução CVM nº 45/2021.

Presente a advogada Danielly Fernandes Tamazato, representando Alex Pierre Gomes Fernandes.

Presente a Procuradora Danielle Barbosa, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Participaram desta Sessão de Julgamento os Diretores Alexandre Rangel, Flávia Perlingeiro, Otto Lobo, João Accioly e o Presidente da CVM, Marcelo Barbosa, que presidiu a Sessão.

Documento assinado eletronicamente por **Flavia Martins Sant Anna Perlingeiro**, **Diretor**, em 11/07/2022, às 15:09, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.

Documento assinado eletronicamente por **Marcelo Santos Barbosa**, **Presidente**, em 12/07/2022, às 18:29, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.

Documento assinado eletronicamente por **Alexandre Costa Rangel**, **Diretor**, em 13/07/2022, às 01:14, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.

Documento assinado eletronicamente por **Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo**, **Diretor**, em 09/08/2022, às 16:31, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.

Documento assinado eletronicamente por **João Carlos de Andrade Uzêda Accioly**, **Diretor**, em 24/08/2022, às 16:54, com fundamento no art. 6º 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, informando o código verificador **1538989** e o código CRC **FE40F6A0**.
*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **1538989** and the "Código CRC" **FE40F6A0**.*

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM N° RJ2019/4437

(Processo Eletrônico CVM SEI n° 19957.006511/2019-82)

Reg. Col. 1842/20

Acusado: Alex Pierre Gomes Fernandes

Assunto: Prática de manipulação de preços, por meio de *layering*, em infração ao item I da Instrução CVM nº 8/1979, consoante definida no item II, letra "b".

Diretora Relatora: Flávia Perlingeiro

RELATÓRIO

I. OBJETO E ORIGEM

1. Trata-se de Processo Administrativo Sancionador ("PAS") instaurado pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários ("SMI" ou "Acusação") para apurar a responsabilidade de Alex Pierre Gomes Fernandes ("Alex Pierre" ou "Acusado"), na qualidade de investidor, por alegada prática de manipulação de preços, por meio da inserção de ofertas artificiais nos livros de negociação de ativos (estratégia internacionalmente conhecida como "*layering*"), em infração ao disposto no item I da Instrução CVM ("ICVM") nº 8, de 08.10.1979[1], à época vigente[2], consoante definida no item II, "b"[3], da mesma Instrução.

2. Este PAS teve origem em comunicado enviado pela BM&FBovespa Supervisão de Mercados ("BSM"), por meio do Ofício 1535/2017-SAM-DAR-BSM de 05.07.2017 ("Comunicado")[4], no qual foram reportadas práticas recorrentes de utilização de ofertas artificiais nos livros de negociação de ativos no mercado de valores mobiliários.

3. Após realizar diligências adicionais, a SMI lavrou termo de acusação ("TA") em face do Acusado[5].

[1] I - É vedada aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários, a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a manipulação de preço, a realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não equitativas.
[2] A Instrução CVM nº 8/1979 foi revogada pela Resolução CVM nº 62, de 19.01.2022, no âmbito do processo de revisão e consolidação normativa da CVM decorrente do disposto no Decreto nº 10.139/2019, sem alteração de mérito.
[3] 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; (...).
[4] Doc. SEI 0785040.
[5] Doc. SEI 0785067.

Relatório DFP (1530372) SEI 19957.006511/2019-82 / pg. 3

II. APURAÇÃO DOS FATOS

4. Ainda na fase de investigação, para os fins previstos no art. 11 da Deliberação CVM nº 538, de 05.03.2008, então vigente[6], a SMI solicitou[7] a manifestação de Alex Pierre sobre os negócios realizados em bolsa de valores em determinado período, conforme o documento anexado aos autos com a relação das estratégias alegadamente adotadas ("Anexo I")[8].

5. Em resposta[9], o Acusado informou, em síntese, que:

a) atuava como agente autônomo em operações *day trade*, visando ficar em primeiro lugar nas duas pontas do *book* de ofertas, tanto na compra como na venda;
b) o mercado é bastante competitivo em razão da atuação de diversos robôs, os quais têm a prática de inserir ofertas também visando obter melhor preço de compra e venda, gerando concorrência desleal com os demais agentes do mercado; e
c) sempre operou de forma regular de acordo com as normas vigentes e que nunca sofreu advertência da BSM ou até mesmo das corretoras acerca de suas operações.

III. ACUSAÇÃO

6. Neste PAS, foram analisadas as operações realizadas por Alex Pierre, no período de 01.10.2013 a 12.04.2017, em segmento de negociação da Bolsa, tendo a SMI apontado a utilização de prática de manipulação de preços por meio de *layering*, em ofertas registradas via DMA (acesso direto ao mercado).

7. A referida estratégia é caracterizada pela inserção de ofertas manipuladoras de compra ou de venda de ações que formam camadas de ofertas e alteram o *spread* do livro, com o intuito de influenciar outros investidores a incluir ou melhorar as respectivas ofertas para, assim, executar uma ou mais ofertas-alvo presentes no lado oposto do livro. Após a realização dos negócios, as camadas de ofertas eram canceladas em curto intervalo de tempo.

8. Alex Pierre realizou operações por meio de diferentes intermediários no período analisado, em que foi apontada a alegada manipulação do preço de diversos ativos. A Acusação enumerou 9.965 estratégias alegadamente irregulares, as quais, segundo a SMI, geraram benefício de R$ 912.648,00, conforme constante da Tabela 1 do TA.

9. O cálculo do benefício financeiro tomou como base a diferença de preço entre a melhor oferta antes da atuação do Acusado e o preço do negócio realizado pelo investidor em razão da

[6] A Deliberação CVM nº 538/2008 foi revogada e substituída pela ICVM nº 607/2019, que, por sua vez, foi revogada e substituída pela Resolução CVM n° 45/2021, no âmbito da consolidação de normas, sem alteração de mérito.
[7] Ofício nº 15/2019/CVM/SMI/GMA-1, de 02.04.2019 (Doc. SEI 0785041).
[8] Doc. SEI 0785044.
[9] Doc. SEI 0785043.

Relatório DFP (1530372) SEI 19957.006511/2019-82 / pg. 4

referida manipulação, multiplicada pela quantidade negociada.[10] O TA reproduziu a tabela abaixo:

Estratégias utilizadas pelo Acusado e supostos benefícios auferidos

Participante de Negociação	Quantidade de Estratégias de *Layering*	Período da Prática	Benefício Auferido (R$)
Corretora A	1.750	01.10.2013 a 15.05.2014	145.733,00
Corretora B	4.129	19.05.2014 a 30.11.2015	324.689,00
Corretora C	3.992	02.12.2015 a 16.03.2017	434.130,00
Corretora D	94	20.03.2017 a 12.04.2017	8.096,00
Total:	**9.965**	**01.10.2013 a 12.04.2017**	**912.648,00**

Fonte: B3.

10. A Acusação entendeu que a atuação de Alex Pierre tinha o propósito de criar pressão compradora ou vendedora no livro de ofertas, por meio da inserção de camada de ofertas, que causavam falsa impressão de maior liquidez e alteraram o fluxo de ordens. Essas ofertas teriam induzido investidores a incluir ou melhorar suas ofertas a preços convenientes para o Acusado.

11. As ofertas alegadamente manipuladoras inseridas por Alex Pierre foram identificadas a partir do seguinte ciclo:

a) **Criação de falsa liquidez:** inserção de ofertas que formam camadas de ofertas sem propósito de fechar negócio e alteram o *spread* do livro de ofertas, com intenção de influenciar investidores a incluir ou melhorar suas ofertas.

b) **Reação de investidores:** investidores reagem ao registro da camada de ofertas.

c) **Posicionamento e execução do negócio:** registro de oferta agressora com consequente execução de negócio contra as ofertas dos investidores que reagiram ao registro da camada de ofertas manipuladoras.

d) **Cancelamento:** após a realização dos negócios, a camada de ofertas manipuladoras é cancelada.

12. A SMI apontou os seguintes critérios como os adotados para identificar tais práticas: (i) inserção de, no mínimo, quatro ofertas manipuladoras com o propósito de influenciar investidores; (ii) posicionamento do lado oposto das ofertas artificiais; (iii) execução do negócio; e (iv) cancelamento de todas as ofertas manipuladoras após o negócio. Também foram considerados os casos em que houve o posicionamento em um dos lados do livro antes da inserção das ofertas

[10] A Acusação ressaltou que o mesmo método já fora utilizado anteriormente, como foi o caso do apurado em relação à estratégia de *spoofing*, no âmbito do PAS CVM nº 2016/7192, cujo voto do Diretor Relator Henrique Machado, em sede de sessão de julgamento, em 13.03.2018, considerou que: "Nesse sentido, perceba-se que, ao considerarmos a oferta expressiva como instrumento suficiente para alterar as condições de liquidez do livro (liquidez aparente, ou fantasma) e promover a realização de negócios por preço diverso daquele que se obteria em condições normais de mercado, a vantagem econômica é, sim, representada pelo diferencial de *spread* entre o preço da melhor oferta (vendedora ou compradora) antes e depois da estratégia de *spoofing*, nos termos da Acusação. O benefício econômico é obtido e mensurado, ainda que ele signifique, em cada caso, ampliação de lucros ou redução de perdas."

manipuladoras.

13. Nesse sentido, a Acusação analisou diversas operações realizadas pelo Acusado e que seguiriam esse padrão, como, por exemplo, as operações envolvendo o ativo MDIA3.

14. No TA, a SMI demonstrou, por meio de três tabelas (a seguir reproduzidas) representativas do livro de ofertas de tal ativo em diferentes momentos, a interferência de Alex Pierre, a reação dos demais participantes às ofertas por ele inseridas e, por fim, a execução de uma ordem em patamares mais vantajosos ao Acusado em relação àqueles anteriores à sua atuação, seguida pelo cancelamento das ordens inseridas no lado oposto do livro.

Livro de ofertas de MDIA 3 em 28.10.2013 às 11h08m50s252ms, antes da interferência de Alex Pierre

OFERTAS DE COMPRA					OFERTAS DE VENDA				
Hora	Cliente	Participante	Qtd	Preço (R$)	Preço (R$)	Qtd	Participante	Cliente	Hora
11:07:44.958		45	200	101,32	101,49	100	8		11:07:35.019
11:08:49.530		40	100	101,31	101,5	700	40		10:06:49.722
11:07:53.254		82	100	101,2	101,95	200	82		10:54:02.720
10:48:10.787		82	100	100,86	101,96	100	3		10:07:03.287
09:54:05.965		82	100	100,76	101,99	200	82		09:54:02.239
09:45:12.684		72	100	100,75	102	800	85		09:48:54.034

Fonte: B3

Livro de ofertas de MDIA3 em 28.10.2013 às 11h11m50s250ms, após a interferência de Alex Pierre

OFERTAS DE COMPRA					OFERTAS DE VENDA				
Hora	Cliente	Participante	Qtd	Preço (R$)	Preço (R$)	Qtd	Participante	Cliente	Hora
11:11:50.250	ALEX	82	100	101,63	101,93	100	8		11:11:48.143
11:11:48.811	ALEX	82	100	101,62	101,93	100	9		11:11:48.152
11:11:49.048	ALEX	82	100	101,62	101,94	100	8		11:11:47.026
11:11:47.517	ALEX	82	100	101,61	101,95	200	82		10:54:02.720
11:11:46.130	ALEX	82	100	101,6	101,95	100	8		11:11:47.017
11:11:46.535	ALEX	82	100	101,6	101,96	100	3		10:07:03.287
11:11:44.906	ALEX	82	100	101,59	101,99	200	82		09:54:02.239
11:11:43.688	ALEX	82	100	101,58	102	800	85		09:48:54.034
11:11:43.031	ALEX	82	100	101,57	102,4	500	10		09:57:07.906
11:07:44.958		45	300	101,56	102,47	1.100	16		11:11:48.683
11:11:41.190		8	100	101,55	102,84	100	3		09:52:11.115
11:11:41.188	ALEX	82	100	101,52	103,1	100	72		09:45:11.694
11:11:40.197	ALEX	82	100	101,51	104,24	300	82		09:54:14.710
11:11:26.593	ALEX	82	100	101,5	104,25	100	82		00:00:00.000*
11:10:16.742	ALEX	82	100	101,4	104,85	100	39		00:00:00.000*
11:11:20.116		8	100	101,4	105,25	200	72		09:45:11.694
11:08:58.141	ALEX	82	100	101,36	106,8	800	147		00:00:00.000*

* Oferta registrada em pregões anteriores.
Fonte: B3

Relatório DFP (1530372) SEI 19957.006511/2019-82 / pg. 6

Livro de ofertas de MDIA3 em 28.10.2013 às 11h11m55s625ms, com destaque para o negócio de venda realizado por Alex Pierre

OFERTAS DE COMPRA					OFERTAS DE VENDA				
Hora	Cliente	Participante	Qtd	Preço (R$)	Preço (R$)	Qtd	Participante	Cliente	Hora
11:11:55.625		45	300	101,76	101,76	300	82	ALEX	11:11:55.625
11:11:50.250	ALEX	82	100	101,63	101,95	200	82		10:54:02.720
11:11:48.811	ALEX	82	100	101,62	101,96	100	3		10:07:03.287
11:11:49.048	ALEX	82	100	101,62	101,99	200	82		09:54:02.239
11:11:47.517	ALEX	82	100	101,61	102	800	85		09:48:54.034
11:11:46.130	ALEX	82	100	101,6	102,4	500	10		09:57:07.906
11:11:46.535	ALEX	82	100	101,6	102,49	1.100	16		11:11:52.874
11:11:44.906	ALEX	82	100	101,59	102,84	100	3		09:52:11.115
11:11:43.688	ALEX	82	100	101,58	103,1	100	72		09:45:11.694
11:11:43.031	ALEX	82	100	101,57	104,24	300	82		09:54:14.710
11:11:41.188	ALEX	82	100	101,52	104,25	100	82		00:00:00.000*
11:11:40.197	ALEX	82	100	101,51	104,85	100	39		00:00:00.000*
11:11:26.593	ALEX	82	100	101,5	105,25	200	72		09:45:11.694
11:10:16.742	ALEX	82	100	101,4	106,8	800	147		00:00:00.000
11:11:20.116		8	100	101,4	108	100	72		09:45:12.683
11:08:58.141	ALEX	82	100	101,36	113,6	200	3		00:00:00.000*
11:10:08.246		45	100	101,28	119	500	3		00:00:00.000*

* Oferta registrada em pregões anteriores.
Fonte: B3

15. A propósito, a SMI também apresentou tabela evidenciando a apuração do benefício financeiro que Alex Pierre teria auferido e demonstração de como o Anexo I refletiria a estratégia adotada pelo Acusado.

MDIA3 - 28/10/2013 - Venda - Estratégia 244

						----- Venda -----		----- Compra -----		Benefício
Ocorrência	Compra/Venda	Hora	Hora do cancelamento	Preço (R$)	Quantidade	Participante	Cliente	Participante	Cliente	financeiro (R$)
Registro	Compra	11:08:58.141	11:14:12.544	101,36	100			82	130671	
Registro	Compra	11:10:16.742	11:14:07.184	101,40	100			82	130671	
Registro	Compra	11:11:26.593	11:12:59.890	101,50	100			82	130671	
Registro	Compra	11:11:40.197	11:12:57.061	101,51	100			82	130671	
Registro	Compra	11:11:41.188	11:12:54.450	101,52	100			82	130671	
Registro	Compra	11:11:43.031	11:12:02.080	101,57	100			82	130671	
Registro	Compra	11:11:43.688	11:12:53.377	101,58	100			82	130671	
Registro	Compra	11:11:44.906	11:12:00.876	101,59	100			82	130671	
Registro	Compra	11:11:46.130	11:11:59.627	101,60	100			82	130671	
Registro	Compra	11:11:46.535	11:12:00.311	101,60	100			82	130671	
Registro	Compra	11:11:47.517	11:11:59.471	101,61	100			82	130671	
Registro	Compra	11:11:48.811	11:11:58.575	101,62	100			82	130671	
Registro	Compra	11:11:49.048	11:11:58.450	101,62	100			82	130671	
Registro	Compra	11:11:50.250	11:11:58.253	101,63	100			82	130671	
Registro	Venda	11:11:55.625		101,76	300	82	130671			
Negócio	Venda	11:11:55.625		101,76	300	82	130671	45	-	129,00

16. A Acusação entendeu dispor de elementos suficientes de autoria e materialidade quanto à

Relatório DFP (1530372) SEI 19957.006511/2019-82 / pg. 7

existência da infração, por reputar presentes todos os elementos caracterizadores da prática de manipulação de preços, consoante refletidos no julgamento do PAS CVM nº RJ2013/5194[11]:

> **Utilização de processo ou artifício:** inserção de ofertas artificiais no livro de ofertas;
>
> **Destinados a promover cotações enganosas, artificiais: (**...) 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;
>
> **Induzindo terceiros a negociar valores mobiliários cujas cotações foram artificialmente produzidas:** (...) o artifício utilizado induziu terceiros a negociar valores mobiliários com base na pressão compradora ou vendedora causada pelas ofertas artificiais;
>
> **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, cabendo destacar o caráter reiterado e sistemático da prática implementada.

17. A SMI também reiterou entendimento emitido no referido precedente: "*Caracteriza-se a manipulação de preços se restar comprovado que a elevação dos preços de determinada ação não resultou das forças normais de mercado, mas da atuação de certos investidores*."

18. A peça acusatória destacou, ainda, trecho do voto do Diretor Relator Henrique Machado no julgamento do PAS CVM nº RJ2016/7192, em 13.03.2018, que tratou de acusação da prática de manipulação de preços na modalidade *spoofing*. Nele, o diretor relator indicou que a configuração da manipulação de preços prescinde da demonstração do prejuízo causado ou do benefício auferido, tratando-se de infração de mera conduta. Desse modo, a caracterização do ilícito não requer a demonstração de que o acusado realizou negócios nas duas pontas do livro ou que teve lucro na concretização da estratégia.

19. A SMI destacou, ainda, o seguinte trecho do referido voto:

> 56. Com efeito, considerando os fatos e as circunstâncias do caso concreto, no qual se inclui o padrão de operação dos Acusados retratado pelas tabelas em anexo ao Termo de Acusação, verifica-se a conduta dolosa e pré-ordenada de registrar ofertas de compra ou venda sem a intenção de executá-las, mas, sim, de promover a realização de negócio em cotação de preço artificial induzindo

[11] Diretora Relatora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, j. em 19.12.2014.

Relatório DFP (1530372) SEI 19957.006511/2019-82 / pg. 8

> terceiros à sua compra ou venda. Como já afirmado, o curtíssimo intervalo de permanência da oferta expressiva e a atuação coordenada no outro lado do livro, corroborados pelo alto índice de cancelamento dessa mesma oferta (97% de cancelamento sem execução sequer parcial da oferta) e pelo padrão reiterado de operação, evidenciam a natureza dolosa e ilícita da conduta do participante.

20. A Acusação aduziu que tal precedente é aplicável a este caso, pois a diferença entre as estratégias (*layering* e *spoofing*) "*consiste tão somente na forma como foram utilizadas as ofertas artificiais para a manipulação do preço: enquanto naquele caso foi utilizada uma oferta artificial em volume elevado para gerar a pressão de oferta ou demanda no ativo, no caso concreto foram utilizadas várias ofertas artificiais em baixo volume com o mesmo objetivo, cumprindo registrar que 100% das ofertas apontadas como artificiais especificadas no Anexo I foram canceladas.*"[12]

21. Ademais, a SMI ressaltou o caráter recorrente da prática, agravado pela reiteração da conduta mesmo após Alex Pierre ter sido questionado sobre as suas operações, à luz dos indícios de prática abusiva.

22. Em 28.11.2013, o Acusado foi questionado pela Corretora A[13] e, em 29.01.2016, foi questionado pela Corretora B[14], que o noticiou sobre indícios da prática de *layering*. Em suas respostas[15], Alex Pierre apresentou relato semelhante ao enviado à SMI na fase de investigação, informando, principalmente, que operava de acordo com a oferta e demanda dos ativos para obter boa rentabilidade e acompanhava o ativo, verificando o maior fluxo de compradores ou vendedores para tomar suas decisões.

23. A SMI, por fim, aduziu que as alegações trazidas pelo Acusado na fase de investigação não procedem, pois é inequívoco que a estratégia implementada utilizava a inserção de ofertas de negociação sem a intenção de executá-las, mas sim com a finalidade de ter oferta atendida do outro lado do livro de negociação. Além disso, segundo a Acusação, restou evidenciada a conduta dolosa, tendo em vista a reiteração da conduta delitiva mesmo após ter sido notificado acerca da ilicitude da estratégia, e o caráter sistemático e recorrente da prática.

24. Com base nessas informações, a Acusação propôs a responsabilização de Alex Pierre, na qualidade de investidor, pela prática de manipulação de preços, por meio da inserção de ofertas artificiais nos livros de negociação de ativos, no período de 01.10.2013 a 12.04.2017, em infração ao inciso I da Instrução CVM n° 8/1979, conforme definida no inciso II, "b", da mesma Instrução.

[12] Item 56 do Termo de Acusação.
[13] Doc. SEI 0785050.
[14] Doc. SEI 0785051.
[15] Doc. SEI 0785050 e 0785051.

Relatório DFP (1530372) SEI 19957.006511/2019-82 / pg. 9

IV. MANIFESTAÇÃO DA PFE E COMUNICAÇÃO AO MPF

25. A Procuradoria Federal Especializada junto à CVM ("PFE") se manifestou[16] no sentido da adequação do TA, entendendo que foram preenchidos os requisitos do art. 6º e pelo cumprimento do art. 11, ambos da Deliberação CVM nº 538/2008, então vigente.

26. À luz do disposto no art. 9º, caput e § 2º, da Lei Complementar 105, de 10.01.2001[17], foi feita comunicação ao Ministério Público Federal no Estado de São Paulo ("MPF"), por meio do Ofício nº 203/2019/CVM/SGE[18], em 30.07.2019[19], devido à existência de indícios da ocorrência da conduta do tipo penal previsto no art. 27-C da Lei n° 6.385, de 07.12.1976[20].

V. RAZÕES DE DEFESA

27. O Acusado apresentou defesa tempestiva[21], nos termos resumidos a seguir.

V.1. Preliminares

28. Em sede preliminar, Alex Pierre defendeu que parte da acusação foi extinta pela prescrição, nos termos do art. 1º da Lei nº 9.873, de 23.11.1999[22], considerando que, entre as operações ocorridas de 01.10.2013 a 30.07.2014 e a notificação do Acusado, em 31.07.2019, transcorreu período superior a cinco anos.

29. Ademais, alegou violação aos princípios da ampla defesa e do devido processo legal, pois *"[c]omunicar o impugnante depois de 09 anos de atuação no mercado por supostas irregularidades em suas operações, é inviabilizar a localização de documentos comprobatórios para a realização de adequada defesa*"[23]. Isso, segundo a defesa, foi, ainda, potencializado, já que as imputações trataram de operações no mercado de bolsa de valores, de modo que, por serem

---

[16] Doc. SEI 0801881.
[17] Art. 9º Quando, no exercício de suas atribuições, o Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários verificarem a ocorrência de crime definido em lei como de ação pública, ou indícios da prática de tais crimes, informarão ao Ministério Público, juntando à comunicação os documentos necessários à apuração ou comprovação dos fatos. (...) § 2º Independentemente do disposto no caput deste artigo, o Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários comunicarão aos órgãos públicos competentes as irregularidades e os ilícitos administrativos de que tenham conhecimento, ou indícios de sua prática, anexando os documentos pertinentes.
[18] Doc. SEI 0808548.
[19] Doc. SEI 0809364.
[20] Art. 27-C. Realizar operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas destinadas a elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário, com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros: (...).
[21] Doc. SEI 0849895.
[22] Art. 1º Prescreve em cinco anos a ação punitiva da Administração Pública Federal, direta e indireta, no exercício do poder de polícia, objetivando apurar infração à legislação em vigor, contados da data da prática do ato ou, no caso de infração permanente ou continuada, do dia em que tiver cessado.
[23] Página 4 da Defesa de Alex Pierre.

Relatório DFP (1530372) SEI 19957.006511/2019-82 / pg. 10

dinâmicas em sua essência, seria inviável guardar todos os registros dessas operações, assim como outros documentos comprobatórios.

30. No mesmo sentido, aduziu que apresentar ao Acusado "*uma quantidade incontável de quadros de operações ocorridas desde o ano de 2013 até o ano de 2017*"[24] não é proporcionar o direito fundamental à ampla defesa e que a notificação do Acusado apontou o número de operações e o suposto benefício auferido de forma breve, sem o fundamento legal do cálculo.

V.2. Mérito

31. A defesa afirmou que o Acusado já havia recebido e respondido os questionamentos da BSM sobre as operações que realizava, sem retorno algum acerca de uma suposta ilicitude, de forma que continuou praticando-as por acreditar estar agindo conforme as normas legais. Apenas em abril de 2017, segundo a defesa, o Acusado foi convocado pela área de *compliance* da Corretora D, por orientação da BSM, e informado de que, a partir daquele momento, as ofertas não poderiam mais ser canceladas e executadas na mesma ponta do livro, momento em que cessou tal prática.

32. Com isso, sustentou que, tendo sido a prática alterada há mais de dois anos, antes mesmo do recebimento do Ofício da CVM, restou demonstrada a boa-fé do Acusado, que presumiu que as operações estavam de acordo com as regras do mercado, até porque nenhuma das corretoras com que lidou jamais apontou que era uma prática ilícita. Também salientou que o Acusado não agiu com dolo, já que sempre respondeu prontamente todos os questionamentos feitos a respeito de suas operações.

33. Além disso, a defesa aduziu que o Acusado sempre operou através do método *tape reading*, ou seja, que "*analisava o mercado através do book de ofertas tentando observar se havia mais agentes compradores ou vendedores e com isso buscava colocar a oferta na tentativa de ser o melhor comprador ou vendedor*"[25]. Segundo alegado, o intuito sempre foi obter o melhor preço no *book* de ofertas, o que demandava, em diversas situações, pelo fato de o mercado financeiro oscilar, a alteração de sua estratégia no meio da operação.

34. Também sustentou a defesa que em nenhum momento, neste PAS, foi citado que as ofertas do Acusado permaneceram no *book* por muitos minutos antes de serem canceladas, ratificando a estratégia de se colocar no mercado, observando as melhores ofertas.

35. Ressaltou ainda que as únicas operações levantadas pela SMI foram aquelas em que o Acusado supostamente obteve lucro, não tendo sido apontadas as inúmeras em que houve prejuízo.

[24] Página 5 da Defesa de Alex Pierre.
[25] Página 7 da Defesa de Alex Pierre.

Relatório DFP (1530372) SEI 19957.006511/2019-82 / pg. 11

36. A peça de defesa relatou que o Acusado já havia questionado uma suposta manipulação de ativo que observou no sistema de negociação, tendo a área de *compliance* da corretora respondido, em resumo, que o lote em questão, correspondente a 1000/1400 ações, era muito pequeno, não podendo sua inserção ser entendida como uma manipulação de preço. Tendo isso em vista, reputou não ser coerente julgar os lotes baixos de ações negociados por Alex Pierre, correspondentes a 100/500 ações, como manipulação de mercado.

37. Ademais, aduziu que as ofertas de outros participantes e investidores não foram indicadas pela Acusação, tornando inviável ao Acusado explicar cada uma das operações. Como exemplo, a defesa trouxe imagens de telas com estratégias de Alex Pierre nos anos de 2014 a 2017. Discorreu, ainda, sobre uma dessas estratégias, argumentando que a execução da oferta de sua contraparte na operação ocorreria de qualquer forma, já que havia uma diferença de preço entre as ofertas de melhor compra e venda, não podendo ser dito que o Acusado criou uma demanda artificial.

38. A defesa, por fim, alegou que a CVM violou os princípios da razoabilidade, proporcionalidade, ampla defesa, contraditório e presunção de inocência, por não ter cumprido o disposto no art. 5º, parágrafo único, II, e no art. 2º, ambos da ICVM nº 607/2019. Isso porque, segundo a defesa, o Acusado recebeu um ofício[26] acostado de mais de três mil páginas para prestar esclarecimentos, em poucos dias, acerca de operações realizadas seis anos antes e, após uma única resposta, foi surpreendido pela instauração deste PAS. Além disso, reputou que a SMI não conseguiu provar que ele praticou um ato infracional seguido de elemento volitivo, como o dolo.

VI. PROPOSTA DE TERMO DE COMPROMISSO

39. Em 29.10.2019, o Acusado apresentou proposta de termo de compromisso[27] ("TC"), comprometendo-se a pagar como contrapartida financeira o montante de R$30.000,00, bem como a observar as normas e orientações da CVM, em especial as diretrizes indicadas no TA.

40. Em parecer[28], a PFE-CVM considerou a proposta inadequada em razão da existência de danos difusos, da magnitude do benefício auferido e da gravidade da infração apontada.

41. O Comitê de Termo de Compromisso ("CTC" ou "Comitê"), em reunião realizada em 28.01.2020, ao analisar a proposta de TC, decidiu negociar as suas condições e notificou o Acusado, sugerindo o aprimoramento da proposta para o pagamento de R$ 2.281.620,00, valor

[26] A rigor, o Ofício nº 15/2019/CVM/SMI/GMA-1 foi enviado em 02.04.2019, quando estava vigente a Deliberação CVM nº 538/2008.
[27] Doc. SEI 0869783.
[28] Doc. SEI 0913070.

correspondente a duas vezes e meia a vantagem financeira obtida de acordo com o cálculo da área técnica, a ser atualizado pelo IPCA, a partir de maio de 2014 até seu efetivo pagamento[29].

42. Em 12.02.2020, o Acusado apresentou contraproposta[30], oferecendo pagamento no montante de R$ 50.000,00, quanto ao que, por considerar a contraproposta desproporcional à gravidade do caso concreto, o CTC emitiu parecer pela rejeição da proposta de TC[31].

43. Em 24.06.2020, o Colegiado, por unanimidade, deliberou pela rejeição da proposta[32].

VII. DISTRIBUIÇÃO DO PROCESSO E PAUTA DE JULGAMENTO

44. Na reunião do Colegiado de 24.06.2020, o processo foi distribuído à minha relatoria, mediante sorteio[33].

45. Em 17.05.2022, foi publicada pauta de julgamento no diário eletrônico da CVM[34], em cumprimento ao disposto no art. 49 na Resolução CVM nº 45, de 31.08.2021.

É o relatório.

Rio de Janeiro, 13 de junho de 2022.

FLAVIA MARTINS SANT ANNA PERLINGEIRO:01194353738
Assinado de forma digital por FLAVIA MARTINS SANT ANNA PERLINGEIRO:01194353738
Dados: 2022.06.13 13:24:46 -03'00'

Flávia Sant'Anna Perlingeiro

Diretora Relatora

[29] Doc. SEI 0928473, anexo.
[30] Doc. SEI 0938275.
[31] Doc. SEI 1034157.
[32] Doc. SEI 1057061.
[33] Doc. SEI 1041166.
[34] Doc. SEI 1503476.

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM SEI N° RJ2019/4437

(Processo Eletrônico CVM SEI n° 19957.006511/2019-82)

Reg. Col. 1842/20

Acusado: Alex Pierre Gomes Fernandes

Assunto: Prática de manipulação de preços, por meio de *layering*, em infração ao item I da Instrução CVM nº 8/1979, consoante definida no item II, letra "b".

Diretora Relatora: Flávia Perlingeiro

VOTO

I. INTRODUÇÃO

1. Trata-se de PAS[1] instaurado pela SMI para apurar a responsabilidade de Alex Pierre, na qualidade de investidor, por alegada prática de manipulação de preços, por meio da inserção de ofertas artificiais nos livros de negociação de ativos, em estratégia internacionalmente conhecida como "*layering*", em infração ao disposto no item I da ICVM nº 8/1979[2], à época vigente[3], consoante definida no item II, "b"[4], da mesma Instrução.

2. Como detalhado no Relatório, a investigação teve início com o recebimento, pela SMI, de Comunicado da BSM[5], no qual foram reportadas alegadas práticas recorrentes de utilização de ofertas artificiais nos livros de negociação de ativos no mercado de valores mobiliários.

3. A SMI encaminhou, então, o Ofício nº 15/2019/CVM/SMI/GMA-1[6] ao Acusado, solicitando sua manifestação sobre os negócios realizados em Bolsa, no período entre 01.10.2013

[1] Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto que não estiverem nele definidos têm o significado que lhes foi atribuído no relatório que o antecede ("Relatório").
[2] 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.
[3] A Instrução CVM nº 8/1979 foi revogada e substituída pela Resolução CVM nº 62/2022, no âmbito do processo de revisão e consolidação normativa da CVM decorrente do disposto no Decreto nº 10.139/2019. A infração objeto deste PAS passou a estar prevista, sem alteração de mérito, no art. 3º da Resolução CVM 62/2022: "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 preços, a realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não equitativas", consoante definida no art. 2º, inciso II: "manipulação de preços: 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;".
[4] 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; (...).
[5] Doc. SEI 0785040.
[6] Doc. SEI 0785041.

Voto DFP (1530374) SEI 19957.006511/2019-82 / pg. 14

e 12.04.2017, nos quais foram identificados indícios de *layering*. O Acusado respondeu[7] à solicitação, informando que atuava como agente autônomo de operações *day trade*, visando ficar em primeiro lugar nas duas pontas do *book* de ofertas, tanto na compra como na venda, para lidar com a competitividade do mercado, diante da atuação de diversos robôs, pautando-se, porém, por atuação regular e sem que tivesse sido advertido em relação a suas operações.

4. A SMI entendeu estarem presentes todos os elementos do ilícito de manipulação de preços e enumerou, no TA[8], 9.965 estratégias[9] que reputou irregulares, realizadas no período de 01.10.2013 a 12.04.2017, nas quais Alex Pierre inseriu sucessivas ofertas de um lado do livro a preços melhores que a última oferta registrada, formando camadas de ofertas, sem propósito de fechar negócio. Essas camadas de ofertas teriam induzido os investidores a incluir ou melhorar suas ofertas a preços convenientes para o Acusado, gerando alegada vantagem de R$ 912.648,00[10].

5. Os argumentos do Acusado para infirmar a tese acusatória, em síntese, foram[11]: (i) que não agiu com dolo, inclusive cessou a prática a partir do momento em que soube que não estaria de acordo com as regras de *compliance* do mercado; (ii) que, antes de ser orientado no sentido de cessar a prática, ele havia apenas sido questionado sobre a sua estratégia, tendo respondido, mas nunca recebido qualquer retorno; (iii) que, com base no princípio da boa-fé, presumiu que atuava de acordo com as regras do mercado, até pelo fato de que as corretoras com que lidou nunca apontaram ilicitude na sua conduta; (iv) que sempre operou por meio do método *tape reading* e seu intuito era de conseguir o melhor preço no livro de ofertas, o que demandava, em diversas situações, a alteração de sua estratégia no curso da operação; (v) que suas ofertas permaneceram no livro por muitos minutos antes de serem canceladas, o que ratifica sua estratégia de se colocar no mercado, observando as melhores ofertas; (vi) que não foram apontadas pela SMI as inúmeras operações em que sofreu prejuízos; e (vii) que as ofertas de outros participantes e investidores não foram indicadas pela SMI, tornando inviável explicar cada uma das operações.

6. Antes da análise quanto ao mérito da acusação, cabe tratar das questões preliminares arguidas pelo Acusado e tecer breves considerações acerca do ilícito de manipulação de preços.

---

[7] Doc. SEI 0785043.
[8] Doc. SEI 0785067.
[9] Como apontado no Relatório, os critérios utilizados pela área técnica para identificar operações desta natureza foram os seguintes: (i) a inserção de, no mínimo, quatro ofertas artificiais no intervalo de 10 minutos com o propósito de influenciar investidores; (ii) antes ou depois do posicionamento do Acusado; (iii) seguido da execução do negócio pretendido; e (iv) do cancelamento de todas as ofertas artificiais após a etapa (iii).
[10] A Acusação seguiu os parâmetros adotado no julgamento do PAS CVM nº 19957.005977/2016-18, em que o cálculo do benefício financeiro tomou como base a diferença de preço entre a melhor oferta antes da atuação do acusado e o preço do negócio realizado pelo investidor em razão da suposta manipulação, multiplicada pela quantidade negociada.
[11] Doc. SEI 0849895.

II. PRELIMINARES

II.1. Prescrição

7. A defesa arguiu que parte da acusação teria sido extinta pela prescrição, nos termos do art. 1º da Lei nº 9.873/1999[12], pois o Acusado foi cientificado da lavratura deste PAS em 31.07.2019[13]. Nesse contexto, sustentou que, aplicando retroativamente a prescrição quinquenal a partir de tal data, todos os negócios realizados entre 01.10.2013 e 30.07.2014 estariam prescritos.

8. A ação punitiva da CVM prescreve em cinco anos[14] 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 1º, parte final). Por analogia com a previsão contida no artigo 71 do Código Penal[15], 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. Há diversos precedentes, inclusive de casos de *layering*[16], em que o Colegiado reconheceu a continuidade infracional e aplicou a contagem do prazo prescricional com início no dia em que a prática foi cessada e, assim, afastou a prescrição.

9. Neste caso, verifico que houve continuidade em relação aos períodos relativos a todas as operações apontadas pela Acusação como irregulares (01.10.2013 a 12.04.2017). Assim, a contagem do prazo de prescrição teve início somente em abril de 2017.

10. Destaco, ademais, que a Lei nº 9.873/1999 determina que qualquer ato inequívoco de apuração dos fatos é suficiente para interromper a prescrição da pretensão punitiva da Administração Pública Federal (inciso II do artigo 2º)[17-18]. Nesse sentido, a contagem do prazo de

---

[12] Art. 1º Prescreve em cinco anos a ação punitiva da Administração Pública Federal, direta e indireta, no exercício do poder de polícia, objetivando apurar infração à legislação em vigor, contados da data da prática do ato ou, no caso de infração permanente ou continuada, do dia em que tiver cessado.
[13] Doc. SEI 0818094.
[14] Neste caso, cabe pontuar, ainda, que a infração praticada pelo Acusado configura, em tese, igualmente a prática de crime, previsto no art. 27-C da Lei nº 6.385/1976, aplicando-se, nos termos do art. 1º, §2º, da Lei nº 9.873/1999, o prazo prescricional da lei penal, que, no caso, é de 12 anos, conforme art. 109, inciso III do Código Penal. De todo modo, mesmo o prazo de cinco anos não decorreu neste caso, não havendo que se falar em prescrição da ação punitiva, pelas razões expostas neste voto.
[15] Art. 71 - Quando o agente, mediante mais de uma ação ou omissão, prática 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.
[16] PAS CVM SEI nº 19957.007543/2019-03, PAS CVM SEI nº 19957.000592/2019-15 e PAS CVM SEI nº 19957.007809/2018-29, julgados em 02.06.2020; e PAS CVM SEI nº 19957.004091/2019-08, j em 27.10.2020.
[17] Art. 2º Interrompe-se a prescrição da ação punitiva: (...) II - por qualquer ato inequívoco, que importe apuração do fato; (...).
[18] Consoante jurisprudência consolidada da CVM, os atos inequívocos de apuração incluem aqueles praticados sem a ciência do investigado: v., p.ex., PAS CVM nº 19957.000592/2019-15, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 02.06.2020;

Voto DFP (1530374) SEI 19957.006511/2019-82 / pg. 16

prescrição da ação punitiva da CVM, iniciada em abril de 2017, foi interrompida, pela primeira vez, já em 02.04.2019, ainda na fase investigativa, com a intimação do Acusado para manifestação prévia sobre os fatos objeto da acusação[19].

11. Por fim, ainda que se considerasse como aplicável ao caso o prazo prescricional quinquenal, previsto ordinariamente pela Lei nº 9.873/1999, e tomando-se, ao mesmo tempo, como correto o argumento da defesa de que a primeira interrupção do prazo prescricional teria se dado em 31.07.2019, ou seja, com a intimação do Acusado para apresentar defesa no PAS[20], a prescrição, ainda assim, se ultimaria apenas em julho de 2024.

12. Pelo exposto, voto pela rejeição da preliminar relativa à prescrição quinquenal.

II.2. Cerceamento de defesa e violação ao devido processo legal

13. A defesa alegou, ainda, que houve violação aos princípios da ampla defesa e do devido processo legal, argumentando que: (i) o longo período de tempo decorrido desde o início das operações analisadas pela SMI, o grande número de estratégias questionadas pela Acusação e a dinamicidade do mercado de bolsa inviabilizaram a localização de documentos comprobatórios para o exercício do seu direito de defesa; e (ii) o Acusado foi notificado da instauração deste PAS por meio de ofício de duas páginas, que relatava as informações do processo de forma resumida, sem qualquer contexto ou detalhe.

14. Primeiramente, não vislumbro qualquer irregularidade quanto à citação realizada e seu suporte documental, tampouco violação à ampla defesa e ao devido processo legal, tendo sido observado o disposto pela regulamentação à época vigente[21]. O documento constante dos autos[22] reflete o atendimento dos requisitos previstos nas normas aplicáveis e o relato da defesa[23] não demonstra qualquer falha que pudesse implicar em ofensa aos referidos princípios.

PAS CVM nº 14/2010, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 03.03.2020; Manifestação do então Presidente Leonardo Gomes Pereira no PAS CVM nº 12/2013, Dir. Rel. Gustavo Tavares Borba, j. em 24.05.2016; PAS CVM nº RJ2014/5807, Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. em 15.03.2016; PAS CVM nº RJ2011/11073 e nº RJ2010/3695, Dir. Rel. Pablo Renteria, ambos julgados em 15.12.2015; PAS CVM nº 14/2009, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 11.08.2015; PAS CVM nº 04/2009, Dir. Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, j. em 11.06.2013; PAS CVM nº 03/2006, Dir. Rel. Eli Loria, j. em 01.12.2010; PAS CVM nº RJ2008/2570, Dir. Rel. Marcos Barbosa Pinto, j. em 12.05.2009.

[19] Doc. SEI 0785041.

[20] Art. 2º Interrompe-se a prescrição da ação punitiva: I – pela notificação ou citação do indiciado ou acusado, inclusive por meio de edital; (...).

[21] Deliberação CVM n° 538, de 05.03.2008, até 01.09.2019, quando entrou em vigor a Instrução CVM n° 607, de 17.06.2019.

[22] Doc. SEI 0805419.

[23] Página 5 da Defesa de Alex Pierre.

15. Uma vez citado regularmente, cabe ao Acusado, com pleno acesso a todo o conteúdo dos autos, exercer o contraditório e a ampla defesa nos termos que entender oportunos.

16. Importa esclarecer, ainda, que a alegada dificuldade de produzir provas em seu favor não se confunde com cerceamento ao direito de defesa, que pressupõe a atuação da CVM no sentido de obstaculizar a produção de provas pelo acusado, o que também não ocorreu[24].

17. Pelo contrário, em respeito aos princípios da ampla defesa e do contraditório, o Acusado teve acesso integral aos autos[25] e oportunidade de exercer seu direito de defesa de forma plena, tendo podido contestar a peça acusatória, como de fato o fez, apresentando seus argumentos de defesa, assim como tendo podido requerer a produção de provas que considerasse pertinentes.

18. Pelas razões expostas, resta claro que as normas legais que regulam o PAS foram observadas[26] e o Acusado teve plenamente assegurada a oportunidade do contraditório e de ampla defesa, razão pela qual voto pela rejeição também dessa preliminar.

III. CONTEXTUALIZAÇÃO

19. O tipo administrativo relativo à infração de manipulação de preços encontrava-se, à época, definido no Item II, "b", da ICVM nº 8/1979, cuja redação reflete três de seus requisitos[27]: (i) utilização de qualquer processo ou artifício; (ii) destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário; e (iii) induzindo terceiros a sua compra ou venda.

20. Trata-se, assim como as demais condutas tipificadas na referida Instrução, de infração de natureza grave[28] (tratamento que remanesce no âmbito da Resolução CVM nº 62/2022[29]). Ademais, a prática de manipulação de preços também configura crime, previsto no art. 27-C da Lei nº 6.385/1976. A fiscalização e punição de tal ilícito é, de tal modo, relevante para a higidez e integridade do mercado que o legislador houve por bem elencar a matéria expressamente, dentre as atribuições do Conselho Monetário Nacional e da CVM, no art. 4º da Lei n° 6.385/1976[30].

---

[24] PAS CVM nº 14/2010, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 03.03.2020; PAS CVM nº 06/2012, Dir. Rel. Gustavo Borba, j. em 20.08.2018; PAS CVM nº 18/2008, Dir. Rel. Alexsandro Broedel Lopes, j. em 14.12.2010.
[25] Doc. SEI 0827435.
[26] *Em relação ao processo administrativo,* ***o princípio do devido processo legal tem sentido claro: em todo o processo administrativo devem ser respeitadas as normas legais que o regulam****. A regra, aliás, vale para todo e qualquer tipo de processo, e no caso do processo administrativo incide sempre, seja qual for o objeto a que se destine*." (CARVALHO FILHO, José dos Santos. *Manual de direito administrativo*. 31ª ed. São Paulo: Atlas, 2017, p. 1039).
[27] Aos quais se soma o dolo específico, elemento subjetivo essencial para a caracterização das infrações capituladas na ICVM nº 8/1979.
[28] ICVM nº 8/1979, Item III: Considera-se falta grave passível de aplicação das penalidades previstas no art. II, Incisos I a VI da Lei Nº 6.385/76, o descumprimento das disposições constantes desta Instrução.
[29] v. art. 4º da Resolução CVM nº 62/2022.
[30] Art. 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de: (...) V - evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais

Voto DFP (1530374) SEI 19957.006511/2019-82 / pg. 18

21. O rigor com que a CVM trata a manipulação de preços tem se mostrado proporcional para assegurar a proteção (i) da regular formação dos preços dos valores mobiliários, tendo em vista que um dos alicerces para o bom funcionamento e, consequentemente, para a confiabilidade, do mercado de valores mobiliários, é que, a qualquer tempo, a cotação de um valor mobiliário reflita a relação entre a oferta e demanda pelo ativo, livres de interferências indevidas; e (ii) dos investidores de boa-fé, para que não negociem ativos, celebrem contratos ou tomem decisões de investimento ou desinvestimento tendo em conta preços e volumes de negócios enganosos.

22. Cabe também fazer breve referência, ainda que não tenha sido essa a irregularidade objeto deste PAS, à infração de criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários[31], por se tratar de ilícito administrativo correlato[32] e, por vezes, de sutil distinção[33] com relação à manipulação de preços, pela interdependência dos fatores envolvidos. Se há criação de condições artificiais de oferta ou de demanda é previsível um reflexo no preço do ativo. Ao mesmo tempo, como o preço é informação basilar para a tomada de decisões de investimento, sua alteração também tende a repercutir no fluxo de ordens subsequente.

23. Nesse cenário, o enquadramento de uma conduta como uma ou outra infração é orientado pelo seu aspecto subjetivo, de maneira que configuram manipulação de preços os processos ou artifícios implementados com o dolo específico de alterar a cotação do valor mobiliário. Já na criação de condições artificiais enquadram-se as condutas que promovem alterações no fluxo de ordens relativo a determinado ativo, mas que não têm como finalidade a alteração do preço em si, ainda que possam ter esse efeito.

24. Ademais, note-se que, mesmo que a manipulação de preços comumente tenha finalidade lucrativa, não se exige a demonstração ou quantificação de resultados ou vantagens indevidamente auferidas para a caracterização do ilícito[34], sendo imprescindíveis, no entanto, a identificação do meio ardiloso utilizado, a existência de impacto na cotação (i.e. preço) e a demonstração do nexo

---

de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado; (...).

[31] ICVM nº 8/1979, Item II, a): "condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários aquelas criadas em decorrência de negociações pelas quais seus participantes ou intermediários, por ação ou omissão dolosa provocarem, direta ou indiretamente, alterações no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários; (...)".

[32] A esse respeito, o ex-Diretor Henrique Balduíno Machado fez pertinente relato sobre a origem comum desses dois ilícitos administrativos (condutas tipificadas como um único crime no art. 27-A da Lei n° 6.385/1976), em seu voto no PAS CVM nº RJ2013/8880, j. em 11.06.2019.

[33] Como bem explana Nelson Eizirik: "Nos dois ilícitos administrativos – criação de condições artificiais e manipulação – o bem jurídico protegido é o mesmo: a regularidade e transparência do mercado de valores mobiliários, assegurando que o processo de formação de preços seja regido pela oferta e demanda" (*Mercado de Capitais Regime Jurídico*. 3ª Ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 547-548).

[34] Sem prejuízo da consideração de tal elemento, quando existente, na dosimetria de eventual penalidade.

Voto DFP (1530374) SEI 19957.006511/2019-82 / pg. 19

de causalidade. Como bem pontuou a ex-Diretora Ana Dolores Novaes, em trecho de voto mencionado pela Acusação e frequentemente citado em precedentes posteriores, por sua precisão:

> Nos casos de manipulação de preços são utilizadas manobras artificiais para elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário **com a finalidade de induzir terceiros** a adquirir papéis sobrevalorizados ou alienar papéis subvalorizados. **Caracteriza-se a manipulação de preços se restar comprovado que a elevação dos preços de determinada ação não resultou das forças normais de mercado, mas da atuação de certos investidores**.
> **O tipo não exige a comprovação de um resultado material efetivo**. Trata-se de ilícito administrativo formal ou de perigo abstrato. Contudo, para que seja aplicada a penalidade **é necessário demonstrar o nexo causal entre o artifício e o resultado, a efetiva produção de cotações enganosas**.[35] (grifos aditados)

25. Ressalte-se, também, a utilização de termos bastante abrangentes na ICVM nº 8/1979. Embora tal opção regulatória receba certas críticas, é cediço que dela decorre a longevidade da norma, cujos tipos abarcam uma vasta gama de condutas levadas a cabo em um mercado de capitais muito diferente daquele existente à época de sua edição, em especial pelas inúmeras inovações tecnológicas que sucessivamente vêm transformando a forma de operar e de tomar decisões.

26. É o caso das estratégias de operações conhecidas como *layering* e *spoofing*, práticas que se tornaram mais frequentes com a eletronificação dos sistemas de negociação, tratando-se de modalidades de manipulação de preço relativamente recentes no debate regulatório internacional. Ambas já foram objeto de diversos julgamentos deste Colegiado, sendo incontroversa a sua tipificação enquanto manipulação de preço, em infração ao item I da ICVM nº 8/1979.

27. A semelhança e a distinção entre elas restaram bem explanadas em voto do Presidente Marcelo Barbosa no julgamento do PAS CVM nº RJ2018/4165, de sua relatoria:

> Nos dois casos, cria-se uma liquidez aparente com o envio de ordens sem a intenção de executá-las, com o intuito de induzir investidores a negociar determinados ativos e, assim, provocando uma alteração no seu preço e comprometendo a integridade das informações constantes no livro de ofertas. Em resumo, 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.[36]

28. A BSM, que criou rotinas para o monitoramento dessas práticas, define o *layering* como prática abusiva que cria liquidez artificial no livro do ativo via camadas de ofertas em níveis sucessivos de preços com o objetivo de influenciar investidores a superar a barreira criada pela camada e gerar negócios do lado oposto do livro, de modo que, após realizado o negócio, a liquidez

[35] PAS CVM nº RJ2013/5194, Dirª. Relª. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, j. em 19.12.2014.
[36] PAS CVM nº RJ2018/4165, Rel. Pres. Marcelo Barbosa, j. em 01.10.2019.

Voto DFP (1530374) SEI 19957.006511/2019-82 / pg. 20

artificial na forma de camadas é cancelada[37].

29. Dessa forma, o *layering* caracteriza-se pela inserção de sucessivas ofertas de um lado do livro, num curto intervalo de tempo, a preços melhores que a última oferta registrada, sem o propósito de fechar negócio, mas sim de atrair participantes a fazê-lo do lado oposto do livro, sendo as ofertas que criaram tal camada ilusória de preços posteriormente canceladas.

30. Em benefício da síntese, não me estenderei em mais considerações gerais acerca da prática de *layering* ou de sua identificação, visto o quanto já foi exposto em sede de julgamentos anteriores sobre o tema[38]. Cabe apenas ressalvar que a colocação de ordens em ambos os lados do livro e o cancelamento destas ordens pelo investidor nem sempre denotam o intuito de manipular preços, cabendo ao julgador aferir se, no caso concreto, o conjunto probatório apresentado é suficiente para configuração dos elementos objetivos e subjetivos do ilícito.

31. Feitas essas breves considerações, passo ao exame de mérito deste caso.

IV. MÉRITO

III.1. Autoria

32. Inicialmente, cumpre destacar que o Acusado – em suas razões de defesa[39] – reconhece que realizou as operações que são o objeto deste processo, não havendo, portanto, controvérsia quanto à autoria.

III.2. Materialidade da infração

33. Considerando que a prática de *layering* consiste em modalidade de manipulação de preço, a análise da materialidade do ilícito, no caso concreto, depende da aferição do preenchimento dos requisitos da infração administrativa, a saber: (i) a utilização de processo ou artifício; (ii) destinado a promover cotações enganosas, artificiais; (iii) induzindo terceiros a negociar valores mobiliários

[37] Workshop "*Monitoração de Práticas Abusivas com ofertas: Spoofing e Layering*" (slide 13), disponível em: https://www.bsmsupervisao.com.br/Noticias/2017-04-17-Workshop-Monitoramento-de-Ofertas-em-Spoofing-e Layering.
[38] PAS CVM nº RJ2018/3031 (Processo CVM SEI nº 19957.004600/2018-11), Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 27.10.2020; PAS CVM SEI nº 19957.004091/2019-08), Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 27.10.2020; PAS CVM nº RJ2019/5673 (Processo CVM SEI nº 19957.007543/2019-03), Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 02.06.2020; PAS CVM SEI nº 19957.000592/2019-15, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 02.06.2020; PAS CVM SEI nº 19957.007809/2018-29, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 02.06.2020; PAS CVM SEI nº 19957.005452/2016-82, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 02.06.2020; PAS CVM nº RJ2018/4165 (Processo SEI nº 19957.006019/2018-26), Rel. Pres. Marcelo Barbosa, j. em 01.10.2019.
[39] Doc. SEI 0849895.

Voto DFP (1530374) SEI 19957.006511/2019-82 / pg. 21

cujas cotações foram artificialmente produzidas; (iv) com a presença de dolo, ainda que eventual, no sentido de alterar as cotações e induzir terceiros a negociar com base nessas cotações falsas[40].

34. Passo, então, a examinar se tais requisitos se encontram reunidos no presente caso.

35. De início, em linha com o decidido nos precedentes já referidos neste voto, destaco que a inserção de ordens sem a intenção de executá-las consubstancia o artifício utilizado pelo Acusado, pois era o meio pelo qual criava-se a falsa impressão de oferta e demanda por determinado ativo, criando, assim, liquidez apenas aparente, com faixas ilusórias de preços.

36. Dentre os critérios utilizados pela SMI para identificar a prática, consta a inserção de um mínimo de quatro ofertas manipuladoras com o propósito de influenciar investidores. Ressalve-se que a inserção de quatro ofertas não configura, por si só, uma irregularidade. No entanto, o emprego deste artifício, quando tido em conjunto com os demais elementos a serem examinados, evidencia a existência da estratégia irregular, notadamente considerando o posterior cancelamento das ofertas em curto período de tempo e sua prática reiterada, refletindo certo padrão de conduta.

37. A finalidade de alterar a cotação de um valor mobiliário de maneira enganosa, a meu ver, também ficou clara. Restou bem demonstrada pela Acusação a inexistência de motivação a amparar uma real intenção de execução, diante do quanto evidenciado pelo rápido cancelamento das ordens em um lado do livro após a realização de negócio, na ponta oposta, em condições favoráveis para o Acusado e a reiteração desse *modus operandi*.

38. Nesse sentido, a SMI conseguiu estabelecer o nexo causal necessário entre a inserção de ofertas artificiais no livro e a promoção de cotações enganosas, ressaltando que os exemplos apresentados no TA são consistentes com as operações apontadas em seus anexos.

39. A título ilustrativo, tome-se a estratégia do Acusado refletida no livro quanto ao ativo MDIA3, cuja melhor oferta de compra, no dia 28.10.2013, às 11h07m44s958ms, era de R$101,32, como demonstra a tabela 1. Conforme a tabela 2, o Acusado registrou no livro de ofertas de compra, no mesmo dia, entre 11h08m58s141ms e 11h11m50s250ms, 14 ofertas de compra que ocuparam o topo do livro de MDIA3 e aumentaram o preço da melhor oferta de compra de R$ 101,32 para R$ 101,63.

[40] Conforme indicados no julgamento do PAS CVM nº RJ2013/5194, Dirª. Relª. Ana Novaes, j. em 19.12.2014.

Voto DFP (1530374) SEI 19957.006511/2019-82 / pg. 22

Tabela 1

OFERTAS DE COMPRA					OFERTAS DE VENDA				
Hora	Cliente	Participante	Qtd	Preço (R$)	Preço (R$)	Qtd	Participante	Cliente	Hora
11:07:44.958		45	200	101,32	101,49	100	8		11:07:35.019
11:08:49.530		40	100	101,31	101,5	700	40		10:06:49.722
11:07:53.254		82	100	101,2	101,95	200	82		10:54:02.720
10:48:10.787		82	100	100,86	101,96	100	3		10:07:03.287
09:54:05.965		82	100	100,76	101,99	200	82		09:54:02.239
09:45:12.684		72	100	100,75	102	800	85		09:48:54.034

Fonte: B3

Tabela 2

OFERTAS DE COMPRA					OFERTAS DE VENDA				
Hora	Cliente	Participante	Qtd	Preço (R$)	Preço (R$)	Qtd	Participante	Cliente	Hora
11:11:50.250	ALEX	82	100	101,63	101,93	100	8		11:11:48.143
11:11:48.811	ALEX	82	100	101,62	101,93	100	9		11:11:48.152
11:11:49.048	ALEX	82	100	101,62	101,94	100	8		11:11:47.026
11:11:47.517	ALEX	82	100	101,61	101,95	200	82		10:54:02.720
11:11:46.130	ALEX	82	100	101,6	101,95	100	8		11:11:47.017
11:11:46.535	ALEX	82	100	101,6	101,96	100	3		10:07:03.287
11:11:44.906	ALEX	82	100	101,59	101,99	200	82		09:54:02.239
11:11:43.688	ALEX	82	100	101,58	102	800	85		09:48:54.034
11:11:43.031	ALEX	82	100	101,57	102,4	500	10		09:57:07.906
11:07:44.958		45	300	101,56	102,47	1.100	16		11:11:48.683
11:11:41.190		8	100	101,55	102,84	100	3		09:52:11.115
11:11:41.188	ALEX	82	100	101,52	103,1	100	72		09:45:11.694
11:11:40.197	ALEX	82	100	101,51	104,24	300	82		09:54:14.710
11:11:26.593	ALEX	82	100	101,5	104,25	100	82		00:00:00.000*
11:10:16.742	ALEX	82	100	101,4	104,85	100	39		00:00:00.000*
11:11:20.116		8	100	101,4	105,25	200	72		09:45:11.694
11:08:58.141	ALEX	82	100	101,36	106,8	800	147		00:00:00.000*

* Oferta registrada em pregões anteriores.
Fonte: B3

40. Esse movimento fez com que outro participante do mercado reagisse e alterasse sua oferta de compra, que era de R$ 101,56, para R$ 101,76. Com isso, às 11h11m55s625ms, o Acusado inseriu oferta de venda de 300 ações pelo valor de R$ 101,76, gerando uma operação a esse preço.

Voto DFP (1530374) SEI 19957.006511/2019-82 / pg. 23

Tabela 3

OFERTAS DE COMPRA					OFERTAS DE VENDA				
Hora	Cliente	Participante	Qtd	Preço (R$)	Preço (R$)	Qtd	Participante	Cliente	Hora
11:11:55.625		45	300	101,76	101,76	300	82	ALEX	11:11:55.625
11:11:50.250	ALEX	82	100	101,63	101,95	200	82		10:54:02.720
11:11:48.811	ALEX	82	100	101,62	101,96	100	3		10:07:03.287
11:11:49.048	ALEX	82	100	101,62	101,99	200	82		09:54:02.239
11:11:47.517	ALEX	82	100	101,61	102	800	85		09:48:54.034
11:11:46.130	ALEX	82	100	101,6	102,4	500	10		09:57:07.906
11:11:46.535	ALEX	82	100	101,6	102,49	1.100	16		11:11:52.874
11:11:44.906	ALEX	82	100	101,59	102,84	100	3		09:52:11.115
11:11:43.688	ALEX	82	100	101,58	103,1	100	72		09:45:11.694
11:11:43.031	ALEX	82	100	101,57	104,24	300	82		09:54:14.710
11:11:41.188	ALEX	82	100	101,52	104,25	100	82		00:00:00.000*
11:11:40.197	ALEX	82	100	101,51	104,85	100	39		00:00:00.000*
11:11:26.593	ALEX	82	100	101,5	105,25	200	72		09:45:11.694
11:10:16.742	ALEX	82	100	101,4	106,8	800	147		00:00:00.000
11:11:20.116		8	100	101,4	108	100	72		09:45:12.683
11:08:58.141	ALEX	82	100	101,36	113,6	200	3		00:00:00.000*
11:10:08.246		45	100	101,28	119	500	3		00:00:00.000*

* Oferta registrada em pregões anteriores.
Fonte: B3

41. Realizado o negócio, o Acusado excluiu, então, entre 11h11m58s253ms e 11h14min12s544ms, as 14 ofertas de compra do livro de ofertas de MDIA3.

Tabela 4

						----- Venda -----		----- Compra -----		Benefício
Ocorrência	Compra/Venda	Hora	Hora do cancelamento	Preço (R$)	Quantidade	Participante	Cliente	Participante	Cliente	financeiro (R$)
Registro	Compra	11:08:58.141	11:14:12.544	101,36	100			82	130671	
Registro	Compra	11:10:16.742	11:14:07.184	101,40	100			82	130671	
Registro	Compra	11:11:26.593	11:12:59.890	101,50	100			82	130671	
Registro	Compra	11:11:40.197	11:12:57.061	101,51	100			82	130671	
Registro	Compra	11:11:41.188	11:12:54.450	101,52	100			82	130671	
Registro	Compra	11:11:43.031	11:12:02.080	101,57	100			82	130671	
Registro	Compra	11:11:43.688	11:12:53.377	101,58	100			82	130671	
Registro	Compra	11:11:44.906	11:12:00.876	101,59	100			82	130671	
Registro	Compra	11:11:46.130	11:11:59.627	101,60	100			82	130671	
Registro	Compra	11:11:46.535	11:12:00.311	101,60	100			82	130671	
Registro	Compra	11:11:47.517	11:11:59.471	101,61	100			82	130671	
Registro	Compra	11:11:48.811	11:11:58.575	101,62	100			82	130671	
Registro	Compra	11:11:49.048	11:11:58.450	101,62	100			82	130671	
Registro	Compra	11:11:50.250	11:11:58.253	101,63	100			82	130671	
Registro	Venda	11:11:55.625		101,76	300	82	130671			
Negócio	Venda	11:11:55.625		101,76	300	82	130671	45	-	129,00

42. Como se constata dos elementos trazidos aos autos, tal estratégia foi realizada inúmeras vezes pelo Acusado, denotando que a real intenção de inserir as ofertas artificiais era apenas alterar a cotação do valor mobiliário, deturpando o processo natural de formação de preços no mercado.

43. Cabe observar que, em que pese a defesa tenha argumentado que as ofertas de outros participantes e investidores não foram apontadas, de modo que as ordens indicadas pela Acusação

Voto DFP (1530374) SEI 19957.006511/2019-82 / pg. 24

estariam incompletas, o Acusado não trouxe quaisquer indícios que pudessem sugerir a inexistência de manipulação de preços, tampouco requereu qualquer produção de prova.

44. Ocorre que os anexos do TA apresentam as operações irregulares identificadas pela SMI, praticadas pelo Acusado, refletindo estratégias claras de *layering*, apresentando todos os dados sobre as operações realizadas necessários a demonstração de que se encontravam dentro dos parâmetros estabelecidos para a identificação da irregularidade. A defesa, por outro lado, não trouxe argumentos nem elementos probatórios suficientes para refutar tais critérios adotados pela SMI, tampouco qualquer evidência de racional econômico a legitimar suas operações.

45. A meu juízo, as informações trazidas pela SMI[41] formaram um conjunto de indícios múltiplos, veementes e convergentes, suficientes para formar o juízo condenatório neste caso, notadamente à luz do padrão das ofertas inseridas pelo Acusado e dos cancelamentos e sua recorrência, inúmeras vezes e com diversos ativos, tornando nada convincente a hipótese de que tais inserções e cancelamentos apontados pela Acusação teriam se dado por motivos legítimos.

46. A propósito, quanto à alegação da defesa de que a SMI não apontou as inúmeras operações em que Alex Pierre incorreu em prejuízo, entendo que o fato de que o Acusado possa ter tido prejuízo em outras operações que realizou não anula as operações irregulares em que auferiu lucro com a prática de *layering* tampouco desconfigura o ilícito em tela.

47. Fato é que as operações elencadas se mostram aptas a induzir operações de outros investidores, por gerar pressão compradora ou vendedora a fazer com que terceiros negociassem os ativos desconhecendo que o Acusado não tinha a intenção de que as ordens fossem executadas, sendo que, na verdade, tais ordens eram canceladas imediatamente após a realização do negócio.

48. No exemplo ilustrado acima, percebe-se que sucessivas ofertas de compra inseridas pelo Acusado faziam com que se alterassem as ofertas de venda, de modo que o Acusado conseguia vender os ativos por preço mais alto do que se demonstrava possível anteriormente. Na sequência, fechado o negócio, o Acusado cancelava, em um período entre, aproximadamente, 3 segundos e 3 minutos após a realização do negócio, todas as suas ofertas de compra. As demais operações seguiram substancialmente os mesmos moldes.

49. Quanto ao caráter doloso da conduta, entendo que o *modus operandi* do Acusado demonstra o intuito de se aproveitar dos preços mais vantajosos que as camadas de ofertas artificiais criadas pelo Acusado proporcionavam e a realização da prática de modo reiterado e sistemático revela o dolo específico de influenciar indevidamente o preço do valor mobiliário.

[41] Doc. SEI 0785044.

50. A meu ver, também restou claramente evidenciado que o Acusado tinha consciência do caráter ilícito das operações continuamente realizadas, notadamente considerando que, ao contrário do que foi aduzido pela defesa, ele foi questionado acerca de suas estratégias mais de uma vez[42], oportunidades nas quais foram apontados indícios de *layering*, ainda que à época não se tivesse apresentada ao Acusado uma conclusão definitiva.

51. De resto, a defesa não trouxe qualquer argumento ou prova a demonstrar que as práticas não configuram o ilícito de manipulação de preço ou a desqualificar o cálculo feito pela SMI[43]. Restou, a meu ver, demonstrada a materialidade, bem como a adequação do cálculo do benefício auferido pelo Acusado por meio da estratégia de *layering*, que foi, considerando o somatório dos valores históricos relativos às operações cursadas nas quatro corretoras, de R$ 912.648,00.

52. Sem prejuízo das críticas, acolhidas pelo Colegiado em diversos precedentes[44], em relação a alguns dos parâmetros utilizados como filtro pela BSM e pela SMI em situações de manipulação de preços por meio de *layering*, que poderiam levar a seleção de amostras que incluíssem "falsos positivos", note-se que as estratégias apontadas pela SMI neste PAS, que embasaram o referido cálculo de benefício auferido pelo Acusado, não contiveram "falsos positivos" (i.e. operações alcançadas pelos filtros, mas em que haveria dúvida razoável quanto ao caráter artificial das estratégias), tendo em vista que nas estratégias apontadas o tempo de cancelamento das ofertas artificiais após a execução das ofertas-alvo foi consideravelmente reduzido, o que também está em linha com o decidido em precedentes[45].

53. Registre-se, por fim, que a tabela que consolida a quantidade de estratégias de *layering* durante o período analisado pela Acusação[46] aponta que, em 2017, Alex Pierre diminuiu o número de ocorrências identificadas pela BSM, sendo também procedente a constatação de que o Acusado, posteriormente, deixou de atuar dentro dos parâmetros reveladores da estratégia.

V. CONCLUSÃO E DOSIMETRIA

54. Pelo exposto, concluo pela procedência da acusação e passo à dosimetria da pena.

55. Entendo que deve ser levada em consideração, como circunstância agravante, a prática

[42] Docs. SEI 0785050 e 0785051.
[43] Como indicado no Relatório, o cálculo do benefício financeiro tomou como base a diferença de preço entre a melhor oferta antes da atuação do Acusado e o preço do negócio realizado pelo Investidor em razão da manipulação, multiplicada pela quantidade negociada.
[44] PAS CVM SEI nº 19957.007543/2019-03, PAS CVM SEI nº 19957.000592/2019-15 e PAS CVM SEI nº 19957.007809/2018-29, julgados em 02.06.2020.
[45] PAS CVM SEI n° 19957.004091/2019-08, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 27.10.2020; e PAS CVM SEI n° 19957.006019/2018-26, j. em 01.10.2019.
[46] Doc. SEI 0785047.

Voto DFP (1530374) SEI 19957.006511/2019-82 / pg. 26

reiterada e sistemática da conduta irregular pelo período prolongado de quatro anos. Por outro lado, os bons antecedentes do infrator devem ser considerados como circunstância atenuante, recomendando, assim, a aplicação de multa pecuniária ao invés de pena restritiva de direitos, em que pese se tratar de infração grave, como já apontado.

56. Nesse contexto e em linha com precedentes acima referidos[47], tendo em vista as características das operações irregulares elencadas, o valor apurado pela SMI revela-se parâmetro adequado para mensurar a vantagem econômica obtida em decorrência do ilícito como balizador para a fixação da multa pecuniária.

57. Diante disso, com fundamento no art. 11, § 1°, III, da Lei nº 6.385/1976, com redação anterior à entrada em vigor da Lei nº 13.506/2017[48], voto pela condenação de **Alex Pierre Gomes Fernandes** à penalidade de multa pecuniária no valor de R$ 1.950.488,76 (um milhão novecentos e cinquenta mil quatrocentos e oitenta e oito reais e setenta e seis centavos), equivalente a uma vez e meia o valor da vantagem econômica obtida, pelo descumprimento ao item I c/c item II, "b", da Instrução CVM n° 8/1979, por meio da colocação de ofertas artificiais no livro de negociação de valores mobiliários na Bolsa[49].

58. Por fim, impende comunicar o resultado deste julgamento ao Ministério Público Federal no Estado de São Paulo, em complemento ao Ofício nº 203/2019/CVM/SGE[50], de 30.07.2019[51], e à Superintendência Regional da Polícia Federal em São Paulo - DELECOR/SR/PF/SP, em complemento ao Ofício nº 289/2019/CVM/SPS/CCP[52], de 06.12.2019, para as providências que julgarem cabíveis no âmbito de suas competências.

É como voto.

Rio de Janeiro, 14 de junho de 2022.

FLAVIA MARTINS SANT ANNA PERLINGEIRO:01194353738
Assinado de forma digital por FLAVIA MARTINS SANT ANNA PERLINGEIRO:01194353738
Dados: 2022.06.14 16:39:47 -03'00'

Flávia Sant'Anna Perlingeiro

Diretora Relatora

[47] v. nota de rodapé n° 54.
[48] Os fatos objeto da acusação neste PAS são anteriores à entrada em vigor da Lei nº 13.506, de 13.11.2017.
[49] Em linha com os precedentes, o valor da referida vantagem econômica indevida foi atualizado monetariamente, pelo IPCA, deste a data da última operação irregular em cada um dos períodos elencados pela Acusação até a presente data, como indicado em anexo a este voto.
[50] Doc. SEI 0808548.
[51] Doc. SEI 0809364.
[52] Doc. SEI 0895987.

Voto DFP (1530374) SEI 19957.006511/2019-82 / pg. 27

Anexo Único – Atualização dos valores referentes à vantagem econômica auferida

Participante de Negociação	Data da última operação irregular	Benefício auferido (R$)	Valor atualizado até maio/2022 (R$)
Corretora A	15.05.2014	145.733,00	238.137,05
Corretora B	30.11.2015	324.689,00	472.584,77
Corretora C	16.03.2017	434.130,00	578.836,34
Corretora D	12.04.2017	8.096,00	10.767,68
	Total	**912.648**	**1.300.325,84**

Multa (1,5x)	**1.950.488,76**

Obs.: Atualização pelo IPCA, obtido a partir da Calculadora do Cidadão, no site do Banco Central do Brasil.

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2019/4437

(Processo Eletrônico CVM SEI nº 19957.006511/2019-82)

Reg. Col. 1842/20

Acusado: Alex Pierre Gomes Fernandes

Assunto: Prática de manipulação de preços, por meio de *layering*, em infração ao item I da Instrução CVM nº 8/1979, consoante definida no item II, letra "b".

Relatora: Diretora Flávia Perlingeiro

Manifestação de Voto

1. Acompanho os bem lançados fundamentos da Relatora no mérito. Porém, embora também acompanhe as conclusões sobre a inocorrência de prescrição, divirjo parcialmente do entendimento relativo a esse ponto, especialmente no que tange à figura da infração continuada.

2. A figura da infração continuada é uma ficção criada em benefício do réu, para evitar a aplicação de penalidades excessivas. Tanto assim, que se aplica não a pena por cada uma das infrações, e sim a do crime repetido ou a do mais grave, com aumento de pena (CP, art. 71)[1].

3. No caso, não me parece estarmos falando de infração continuada, na medida em que a pena aplicada está considerando todos os resultados decorrentes das operações ilícitas praticadas. Embora seja frequente falar em infração continuada, o verdadeiro gênero jurídico é o concurso de infrações, de que a continuação é espécie. Considerada a dosimetria do voto da Relatora, o que está aplicado é o concurso material de infrações.

4. Se a figura da continuidade delitiva fosse aplicável, a dosimetria não poderia considerar todas as operações, e sim trata-las como se fossem apenas uma – esta é a ficção da continuidade – e aumentar a pena aplicável a apenas um ilícito.

5. Para o tipo de ilícito de que ora se trata, porém, isto seria deletério à proteção necessária ao funcionamento do mercado, que deve ser baseado em manifestações de vontade verdadeiras, e não sem o intuito de concluir as operações, como as dos autos. Na medida em que se considera o ganho auferido como base para dosimetria – e assim me parece correto, como desestímulo à prática

---

[1]Art. 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 subseqüentes 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**.

Manifestação Voto DJA (1530419) SEI 19957.006511/2019-82 / pg. 29

da irregularidade – o tratamento de violações semelhantes praticadas durante longos períodos como apenas uma, ainda que com o agravamento da pena, poderia representar impossibilidade de a pena até mesmo alcançar os montantes ilicitamente auferidos, quanto mais de ultrapassá-los, como aqui estamos decidindo.

6. Ademais, supondo que se tratasse de delitos continuados, a lei penal, mais severa, determina que a contagem da prescrição se dá em relação a cada delito componente (CP, art. 119[2]). Isto é assim no direito brasileiro desde a reforma penal de 1984. Mais ainda se deve observar a individualidade da contagem da prescrição quanto a cada ato, quando nem sequer estamos aplicando materialmente a figura da continuidade delitiva – conforme exposto nos §§3 e 4 acima.

7. A disposição é expressa na lei da prescrição administrativa, Lei nº 9.873/97, no sentido de que em caso de infração continuada conta-se a prescrição do "dia em que tiver cessado", o que deve ser lido como a prática do último ato irregular que, por ficção, se considera apenas um em continuidade dos demais. Como dito, entendo que não se trata de infração continuada, mas isto não afeta a contagem do prazo prescricional, pela aplicabilidade da prescrição penal ao caso.

8. Aplicando-se a prescrição penal, os entendimentos acima não afetam a conclusão pela inocorrência de prescrição, uma vez que as operações mais antigas datam de 2013 e o prazo prescricional penal é de doze anos. Porém, ainda que se entenda haver a ocorrência de infração continuada, a aplicação da prescrição penal não se poderia dar de forma recortada em detrimento do réu, com a inseparabilidade dos delitos componentes para fins de contagem do prazo a partir do último ato e ao mesmo tempo com o prazo maior da lei penal. Tratando-se de direito punitivo, a intepretação correta é em benefício do acusado. Deste modo, se o julgador aplica a regra penal, esta deve vir por inteiro, isto é, com o prazo maior, mas com a definição do termo inicial da prescrição baseada também no sistema do código penal, isto é, feita para cada ato separadamente.

9. Se na hipótese houvesse irregularidades que datassem mais de doze anos da interrupção inicial da prescrição, estas teriam que ser excluídas para fins de aplicação das penas.

10. Feitos esses esclarecimentos, registrada minha pontual divergência com relação aos fundamentos que impõem o afastamento da prescrição no caso, acompanho o voto da Diretora Relatora no mérito e nas conclusões.

Rio de Janeiro, 14 de junho de 2022.

João Accioly

Diretor

[2] Art. 119 - No caso de concurso de crimes, a extinção da punibilidade incidirá sobre a pena de cada um, isoladamente.

Manifestação Voto DJA (1530419) SEI 19957.006511/2019-82 / pg. 30