

## CVM JULGA PRIMEIRO CASO DE SPOOFING NO BRASIL

**Mayara Gasparoto Tonin**

*Advogada da Justen, Pereira, Oliveira e Talamini  
Mestranda em Direito Comercial pela USP*

A Comissão de Valores Mobiliários julgou em 13.3.2018, pela primeira vez, um caso envolvendo a prática de *spoofing* – uma forma de manipulação de preços no mercado de valores mobiliários que ocorre por meio da inserção, no livro de ofertas, de ordens artificiais de compra e venda.<sup>1</sup>

Cria-se liquidez artificial no mercado, realizando-se ofertas fora do padrão, com o intuito de influenciar investidores a superar as ofertas artificiais, gerando negócios do lado oposto do livro e, em seguida, cancelando-se as ofertas fora do padrão.

Trata-se de prática relativamente recente, porque envolve o uso de tecnologia, demanda o uso de operadores de alta frequência (*high frequency trading*), que são máquinas (robôs) que permitem que os investidores façam milhões de ordens de compra ou venda por segundo, lucrando na diferença da cotação das ações.

A conduta infringe o item I c/c item II, letra “b”, da IN CVM 08/79. A norma prevê que é vedada “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” (item I). Por manipulação de preços entende-se “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” (item II, “b”).

---

<sup>1</sup> O termo “spoofing” é um estrangeirismo. A prática é naturalmente conhecida em outros países. A definição da legislação americana é “*bidding or offering with the intent to cancel the bid or offer before execution*” (Dodd-Frank Act, Section 747), sendo que a orientação europeia é a seguinte: “*Submitting multiple or large orders to trade often away from the touch on one side of the order book in order to execute a trade on the other side of the order book. Once the trade has taken place, the orders with no intention to be executed will be removed*” (European Securities Market Authority Report 2015/224). Para mais detalhes: voto do Diretor Relator Henrique Moreira no PAS-CVM-RJ2016/7192.

No caso concreto, o Processo Administrativo Sancionador (PAS-CVM-RJ-2016/7192) foi instaurado para apurar a responsabilidade da empresa investidora<sup>2</sup> e do administrador da carteira<sup>3</sup> justamente pela prática dessa modalidade de manipulação de preços. Identificou-se que os acusados inseriam ofertas de compra ou de venda com lote expressivo de ações e opções e contratos futuros, e posteriormente as cancelavam, em curto intervalo de tempo. Os demais participantes das negociações reagiam imediatamente à sinalização de pressão compradora ou vendedora, assim como outros participantes alteravam ou registravam novas ofertas para melhores níveis de preço do ativo. O aumento expressivo na quantidade ofertada nos primeiros níveis de preço do ativo provocou a atuação de outros investidores no mesmo sentido, aumentando ou diminuindo a cotação do preço do ativo.

Diante disso, a CVM considerou *spoofing* todas as ocorrências que apresentaram a seguinte cronologia: 1) posicionamento de oferta em um dos lados do livro para a execução de negócio; 2) registro de oferta expressiva no lado oposto do livro com o propósito de exercer pressão e influenciar a decisão de operações de outros investidores; e 3) cancelamento da oferta expressiva imediatamente após a execução de negócio.

Somente no caso investigado foram identificadas milhares de operações irregulares de *spoofing*. A empresa executou um padrão de operação milhares de vezes com 97,27% de taxa de cancelamento integral da oferta expressiva após intervalo de permanência de quatro segundos, em média, no livro de ofertas dos contratos.

A simples existência de ofertas em ambos os lados do livro, registros de ofertas expressivas nos dois lados ou cancelamento rápido dos registros não são irregularidades. Mas, como destacou o Diretor Relator em seu voto, “quando esses elementos são organizados propositalmente em processo destinado a alterar a cotação de um valor mobiliário induzindo terceiro à sua compra ou venda”, ocorre manipulação de preços na modalidade de *spoofing*.

Foi isso que ocorreu no caso julgado recentemente pela CVM. O curto espaço de tempo de permanência da oferta expressiva e seu alto índice de cancelamento, além do padrão reiterado de operação, demonstram a conduta premeditada do agente econômico. Restou claro que não havia a intenção de

---

<sup>2</sup> Paiffer Management Ltda. – ME.

<sup>3</sup> José Joaquim Paifer.

concretização da oferta desde o início, mas apenas de indução de terceiros à aquisição de seus ativos do outro lado do livro de ofertas.

É importante mencionar que, independentemente da definição técnica de *spoofing* conhecida na legislação estrangeira, a CVM apurou a responsabilidade dos acusados pela prática da conduta descrita no item I c/c item II, “b”, da IN CVM 08/79 – e não simplesmente de “*spoofing*”. Até porque, nas palavras do Diretor Relator, “*não há no arcabouço normativo brasileiro, legal ou infralegal, o tipo administrativo denominado spoofing*”, e o “*processo não tem por finalidade discorrer abstratamente sobre todas as hipóteses que podem se enquadrar na definição de spoofing, segundo a experiência internacional*”.

Ao órgão regulador interessa efetivamente que o padrão de operação retratado no processo demonstra a conduta dolosa e preordenada dos acusados de registrar ofertas de compra ou venda sem a intenção de executá-las, mas apenas de realizar negócio em cotação de preço artificial induzindo terceiros à sua compra ou venda. Essa é uma prática vedada pela legislação brasileira.

Além disso, restou esclarecido que a divergência de entendimento entre a CVM e a BSM (BM&FBovespa Supervisão de Mercados) sobre o significado de *spoofing* não influencia a ilicitude da conduta investigada. A BSM entende que se trata de “*criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários*” (IN CVM 08/79, item II, “a”), e a CVM entende que é “*manipulação de preços no mercado de valores mobiliários*” (IN CVM 08/79, item II, “b”). Mas, como afirmou o Diretor Relator, os tipos administrativos representam modalidades semelhantes de manipulação de mercado, sendo que, no caso concreto, eventual diferença de interpretação significa apenas o consenso acerca da ilicitude da conduta dos acusados.

O Diretor Gustavo Tavares Borba concordou com o Diretor Relator Henrique Machado, complementando com a ideia de que “*o spoofing contém efetivamente essas duas irregularidades de forma agregada, uma vez que, a criação de condições artificiais de oferta e demanda (ordens simuladas) é o artifício por meio do qual se atinge a manipulação de preços*”. Em outras palavras, o objetivo final, que é a manipulação de preços, é realizado por meio de criação de condições artificiais de demanda.

Assim, a conclusão da CVM foi pelo descumprimento do item I c/c item II, “b”, da IN CVM 08/79, em razão da prática de manipulação de preços por meio da inserção de ordens artificiais de compra e venda, na modalidade

*spoofing*. Os acusados foram condenados ao pagamento de multa equivalente a duas vezes o valor da vantagem econômica obtida.<sup>4</sup>

Nota-se que, apesar da nova modalidade tecnológica de manipulação de preços (*spoofing*), foi possível a atividade de subsunção do tipo ao caso concreto. A manipulação de preços (item I c/c item II, “b”, da IN CVM 08/79) ocorreu por meio de uma estratégia de negociação em alta frequência (“utilização de qualquer processo ou ardil”), marcada por uma oferta muito elevada em um dos lados do livro e o seu cancelamento rápido imediatamente após a execução de outras ofertas do lado oposto do livro (“direta ou indiretamente”), promove dolosamente a realização de negócio em cotação de preços artificial (“elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo, terceiros à sua compra e venda”).

Contudo, não se pode ignorar o desafio imposto pelo avanço das ferramentas tecnológicas e de informação, que cada vez mais alteram – e tornam mais complexa – a dinâmica do mercado de capitais e a forma como as normas regulatórias têm de lidar com essas mudanças. O *spoofing* é um exemplo de infração que surgiu com o avanço da tecnologia da informação. E mais: é uma prática que só pode ser identificada e, conseqüentemente, coibida por meio de aparatos tecnológicos.

Portanto, além do desafio acerca da atualização das normas e do ambiente regulatório diante das novas realidades, há o desafio constante em relação ao surgimento práticas e infrações em razão do avanço da tecnologia da informação.

#### **Informação bibliográfica do texto:**

TONIN, Mayara Gasparoto. CVM julga primeiro caso de *spoofing* no Brasil. *Informativo Justen, Pereira, Oliveira e Talamini*, Curitiba, n.º 133, março de 2018, disponível em [www.justen.com.br/informativo](http://www.justen.com.br/informativo), acesso em [data].

---

<sup>4</sup> A conduta também é crime de manipulação de mercado, nos termos do art. 27-C da Lei 6.385/1976: “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: Pena – reclusão, de 1 (um) a 8 (oito) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime”.