



## 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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.008087/2021-25

Reg. Col. 3212/25

**Acusados:** Marcelo Costa da Cruz; Maurício Costa da Cruz; Noemi Mitsiko Nagasawa

**Assunto:** Apurar suposta prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, na modalidade *front running*

**Relatora:** Diretora Marina Copola

### RELATÓRIO

#### I. OBJETO E ORIGEM

1. Trata-se de Processo Administrativo Sancionador – PAS instaurado pela Superintendência de Processos Sancionadores – SPS (“Acusação”) em face de Marcelo Costa da Cruz (“Marcelo da Cruz”), Maurício Costa da Cruz (“Maurício da Cruz”) e Noemi Mitsiko Nagasawa (“Noemi Nagasawa”), por prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, em infração ao item I c/c item II, alínea “d”, da Instrução CVM nº 8/1979<sup>1</sup>, e ao art. 3º c/c art. 2º, inciso IV, da Resolução CVM nº 62/2022<sup>2</sup>.
2. O presente PAS tem origem no Processo CVM nº 19957.000806/2019-45, em que a Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários – SMI, a partir de

---

<sup>1</sup> I - É vedada aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários, a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a manipulação de preço, a realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não equitativas. II - Para os efeitos desta Instrução conceitua-se como: [...] d) prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, aquela de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação.

<sup>2</sup> Art. 2º Para fins desta Resolução, aplicam-se as seguintes definições: [...] IV – prática não equitativa: aquela de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação. Art. 3º 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.



## 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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

comunicação recebida da BSM – Supervisão de Mercados<sup>3</sup>, apurou indícios da prática de *front running* em operações de *day trade* realizadas por Noemi Nagasawa entre 02/01/2016 e 31/10/2018, nas quais, de forma recorrente, fundos geridos pela BB Gestão de Recursos DTVM S.A. (“BB Gestão”) atuaram como contraparte na abertura ou no encerramento das posições da investidora.

3. Conforme consubstanciado no Relatório nº 28/2019-CVM/SMI/GMA-1<sup>4</sup>, a área técnica entendeu haver indícios de combinação entre as ordens de Noemi Nagasawa e aquelas dos fundos geridos pela BB Gestão, mas que seria necessário aprofundar as investigações quanto à existência de vínculo entre as partes. Tendo isso em vista, com base no art. 8º da Instrução CVM nº 607/2019, a SMI propôs a abertura de inquérito administrativo<sup>5</sup>, que foi instaurado pelo Superintendente Geral sob a mesma numeração deste PAS<sup>6</sup>.

4. Em paralelo, a BSM encaminhou novas comunicações sobre indícios de *front running* em operações contra fundos geridos pela BB Gestão realizadas por Noemi Nagasawa entre 01/08/2019 e 30/06/2020<sup>7</sup>, por Maurício da Cruz entre 01/01/2020 e 18/03/2022<sup>8</sup>, e por sua esposa, M.R.M.C., entre 03/08/2022 e 19/09/2022<sup>9</sup>. A BSM também apurou que Marcelo da Cruz, marido de Noemi Nagasawa e irmão de Maurício da Cruz, era funcionário da BB Gestão, com atribuições ligadas diretamente à transmissão de ordens em nome dos fundos da gestora.

5. No âmbito do inquérito administrativo, a SPS buscou determinar, de um lado, o período das operações, a taxa de sucesso obtida nos pregões em que a BB Gestão atuou ou não, e a estimativa do resultado financeiro auferido com a suposta prática irregular em relação a cada um dos investidores. Para tanto, solicitou à BSM dados de todos os negócios realizados

---

<sup>3</sup> Carta nº 5001/2017-SAM-DAR-BSM (doc. nº 0678621).

<sup>4</sup> Doc. nº 0824834.

<sup>5</sup> Doc. nº 0831071.

<sup>6</sup> Portaria CVM/SGE/nº 46 (doc. nº 1360452).

<sup>7</sup> Carta nº 1506/2021-SAM-DAR-BSM (doc. nº 1277683).

<sup>8</sup> Carta nº 1071/2022-SAM-DAR-BSM (doc. nº 1478278). A Gerência de Acompanhamento de Mercado 2 – GMA-2 encaminhou referida comunicação à SPS, para que os negócios de Maurício fossem analisados no âmbito do inquérito administrativo (doc. nº 1478267).

<sup>9</sup> Carta nº BSM-DAR-3565/2022 (doc. nº 1648515).



## 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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

por eles nos mercados à vista, a termo, fracionário e de opções<sup>10</sup>, consultou o sistema denominado “Central de Relatórios – Mercado Secundário”<sup>11</sup> e obteve informações cadastrais e de registro de transmissão de ordens das operações dos investigados junto aos respectivos intermediários<sup>12</sup>.

6. De outro, a SPS diligenciou junto à BB Gestão para obter informações relativas às atribuições de Marcelo da Cruz, assim como solicitou registros do sistema utilizado pela gestora para transmitir ordens (denominado “Front Office”<sup>13</sup>) dos negócios realizados em nome dos fundos com os valores mobiliários e nas datas em que seus familiares atuaram<sup>14</sup>.

7. A área técnica também tomou depoimentos de Marcelo da Cruz, Maurício da Cruz e Noemi Nagasawa<sup>15</sup> e requereu esclarecimentos por escrito de M.R.M.C. e de Maurício da Cruz<sup>16</sup>, em conformidade com o art. 5º, par. único, da Resolução CVM nº 45/2021<sup>17</sup>.

8. Além disso, de modo a analisar as movimentações financeiras dos investigados, a SPS solicitou extratos de contas correntes, de pagamento e de investimento de Maurício da Cruz às instituições de que ele era cliente<sup>18</sup>.

---

<sup>10</sup> Ofícios nº 113/2021/CVM/SPS/GPS-3 e nº 81/2022/CVM/SPS/GPS-3 (docs. nº 1374977 e nº 1488906).

<sup>11</sup> Docs. nº 1907096, nº 1907056 e nº 1907058.

<sup>12</sup> Ofícios nº 88/2022/CVM/SPS/GPS-3 (doc. nº 1496682), nº 89/2022/CVM/SPS/GPS-3 (doc. nº 1496697), nº 326/2022/CVM/SPS/GPS-3 (doc. nº 1610478), nº 159/2023/CVM/SPS/GPS-3 (doc. nº 1768989) e nº 260/2023/CVM/SPS/GPS-3 (doc. nº 1816150).

<sup>13</sup> Conforme esclarecido pela BB Gestão, trata-se de sistema proprietário integrado de boletagem de ordens, *compliance* e gestão de carteiras de ativos (doc. nº 1417529).

<sup>14</sup> Ofícios nº 127/2021/CVM/SPS/GPS-3 e nº 180/2022/CVM/SPS/GPS-3 (docs. nº 1401306 e nº 1536639).

<sup>15</sup> Marcelo da Cruz, Maurício da Cruz e Noemi Nagasawa foram intimados a depor, respectivamente, por meio dos Ofícios nº 393/2022/CVM/SPS/GPS-3, nº 394/2022/CVM/SPS/GPS-3 e nº 392/2022/CVM/SPS/GPS-3 (docs. nº 1630828, nº 1630837 e nº 1630767), tendo os três comparecido presencialmente na CVM, conforme registrado (docs. nº 1669008, nº 1668983 e nº 1668932).

<sup>16</sup> Ofícios nº 223/2023/CVM/SPS/GPS-3 e nº 307/2023/CVM/SPS/GPS-3 (docs. nº 1803304 e nº 1875345).

<sup>17</sup> Art. 5º Previamente à formulação da acusação, as superintendências devem diligenciar no sentido de obter diretamente do investigado esclarecimentos sobre os fatos que podem ser a ele imputados. Parágrafo único. Considera-se atendido o disposto no caput sempre que o investigado: I – tenha prestado depoimento pessoal ou se manifestado voluntariamente acerca dos fatos que podem ser a ele imputados; II – tenha sido oficiado para prestar esclarecimentos sobre os fatos que podem ser a ele imputados, ainda que não o faça.

<sup>18</sup> Ofícios nº 33/2023/CVM/SPS/GPS-3 (doc. nº 1709236), nº 35/2023/CVM/SPS/GPS-3 (doc. nº 1709239), nº 36/2023/CVM/SPS/GPS-3 (doc. nº 1709895), nº 37/2023/CVM/SPS/GPS-3 (doc. nº 1709651), nº 38/2023/CVM/SPS/GPS-3 (doc. nº 1709653), nº 39/2023/CVM/SPS/GPS-3 (doc. nº 1709654), nº 40/2023/CVM/SPS/GPS-3 (doc. nº 1709655), nº 41/2023/CVM/SPS/GPS-3 (doc. nº 1709656).



## 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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

9. Com base no que foi apurado, a SPS elaborou o Relatório nº 5/2023-CVM/SPS/GPS-3<sup>19</sup> (“Peça de Acusação”), no qual imputou a realização de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários na modalidade *front running* a Maurício da Cruz e Noemi Nagasawa, bem como a Marcelo da Cruz, por haver supostamente concorrido decisiva e diretamente para a sua realização.

10. Quanto à M.R.M.C., a área técnica concluiu que as operações em seu nome teriam sido realizadas por seu marido, conforme informado pela própria investidora em seu depoimento<sup>20</sup> e corroborado pela análise dos endereços de IP atrelados a tais negócios, também associados a ordens transmitidas por Maurício da Cruz, fornecidos por intermediários<sup>21-22</sup>.

11. A seguir, trato mais detidamente da fundamentação apresentada pela Acusação para essas imputações.

## II. ACUSAÇÃO

12. Para a Acusação, Maurício da Cruz (em nome próprio e de sua esposa, M.R.M.C.) e Noemi Nagasawa teriam operado em posição de vantagem indevida, em infração ao item I c/c item II, alínea “d”, da Instrução CVM nº 8/1979, e ao art. 3º c/c art. 2º, inciso IV, da Resolução CVM nº 62/2022, com base em informações antecipadas sobre os valores mobiliários, preços e *timing* das operações da BB Gestão, que teriam sido fornecidas por Marcelo da Cruz, respectivamente seu irmão e marido. Marcelo da Cruz era funcionário da BB Gestão, com atribuições ligadas diretamente à transmissão de ordens em nome dos fundos da gestora. Isso teria permitido a Maurício da Cruz e a Noemi Nagasawa se adiantar aos negócios da gestora e inserir ordens na ponta oposta do livro, de modo a obter lucro com *day trades* de baixo risco.

13. Segundo a tese acusatória, Marcelo da Cruz teria concorrido de forma direta e decisiva para a prática irregular, pois teria viabilizado a inserção coordenada de ordens dos demais acusados, tendo em vista informações a que ele teria acesso por sua posição na BB Gestão. A área técnica também aponta que ele poderia controlar o momento em que as ordens da gestora

---

<sup>19</sup> Doc. nº 1907148.

<sup>20</sup> Doc. nº 1816202.

<sup>21</sup> Tabela 23 da Peça de Acusação.

<sup>22</sup> Docs. nº 1779432 e nº 1828190.



## 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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

seriam encaminhadas à mesa de operações, o que asseguraria a sua execução logo após as ordens previamente inseridas por seus familiares. Além disso, a SPS entende que ele teria se beneficiado dos ganhos auferidos não apenas com as operações de sua esposa, com quem mantinha conta conjunta, mas também com aquelas realizadas por seu irmão, tendo em vista as transferências bancárias identificadas entre os dois.

14. Para concluir nesse sentido, a Acusação ampara-se nos seguintes indícios: **(i)** a taxa de sucesso das operações dos investidores fechadas contra os fundos geridos pela BB Gestão; **(ii)** a elevada concentração de operações envolvendo tais fundos; **(iii)** a realização de negócios no preço limite das ordens da gestora e com *timing* perfeito; **(iv)** os vínculos familiares dos acusados; **(v)** a atuação de Marcelo da Cruz na emissão de ordens da BB Gestão na ponta oposta das ordens dos outros acusados; **(vi)** transferências bancárias incompatíveis com a capacidade financeira declarada de Maurício da Cruz e diretamente relacionadas com os lucros obtidos nas operações; e **(vii)** a cessação das operações em 19/10/2022, dia seguinte à convocação dos acusados para prestar depoimento à CVM.

15. Abaixo, discorro mais detidamente sobre os pontos mais relevantes.

### *Elevado índice de acerto e concentração de operações com fundos geridos pela BB Gestão*

16. Para analisar as operações realizadas em nome de Maurício da Cruz, M.R.M.C. e Noemi Nagasawa, a SPS:

- i) considerou como uma única operação todos os *day trades* efetuados por cada investidor com o mesmo ativo em um determinado pregão;
- ii) definiu como bem-sucedido o *day trade* que, ao final do pregão, apresentou resultado financeiro positivo, independentemente do desempenho de cada negócio que o compôs;
- iii) obteve a taxa de sucesso a partir da razão entre o número de *day trades* com resultado positivo e o total realizado pelo investidor no período analisado;
- iv) calculou o resultado de cada *day trade* multiplicando a menor quantidade comprada ou vendida de determinado ativo ao longo do pregão (excluindo as posições que



## 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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

- permaneceram abertas) pela diferença entre o preço médio de venda e o preço médio de compra;
- v) considerou que houve participação da BB Gestão nas operações em que fundos sob sua gestão figuraram como contraparte em parte ou na totalidade da quantidade de valores mobiliários negociados pelos investidores; e
- vi) agrupou as operações conforme a participação de fundos geridos pela BB Gestão.
17. Ao aplicar tais premissas, a SPS obteve as seguintes informações acerca dos negócios dos investidores<sup>23</sup>:

	Noemi Nagasawa	Maurício da Cruz	M.R.M.C.	Consolidado
Período	26/01/2016 a 13/06/2022	11/09/2020 a 13/09/2022	03/08/2022 a 19/10/2022	26/01/2016 a 19/10/2022
<b>Com fundos geridos pela BB Gestão</b>				
<u>Quantidade de operações</u>	968	159	42	1.169
<u>Taxa de sucesso</u>	95%	97%	95%	95%
<u>Resultado bruto</u>	R\$1.773.069,38	R\$2.232.161,95	R\$1.135.814,00	R\$5.141.045,34
<u>Resultado bruto por operação</u>	R\$1.831,68	R\$14.038,75	R\$27.043,19	R\$4.397,81
<b>Sem fundos geridos pela BB Gestão</b>				
<u>Quantidade de operações</u>	807	86	4	897
<u>Taxa de sucesso</u>	63%	50%	100%	62%
<u>Resultado bruto</u>	R\$200.577,49	R\$39.055,69	R\$43.968,00	R\$283.601,18
<u>Resultado bruto por operação</u>	R\$248,55	R\$454,14	R\$10.992,00	R\$316,17
<b>Total</b>				
<u>Quantidade de operações</u>	1.775	245	46	2.066
<u>Taxa de sucesso</u>	80%	80%	96%	81%
<u>Resultado bruto</u>	R\$1.973.646,87	R\$2.271.217,65	R\$1.178.782,00	R\$5.424.646,52
<u>Resultado bruto por operação</u>	R\$1.111,91	R\$9.270,28	R\$25.647,43	R\$2.625,68

18. Com base em tais informações, a Acusação chamou atenção para a frequência incomum de operações com a participação de fundos geridos pela BB Gestão, para a taxa de

<sup>23</sup> Cf. tabelas 10, 12, 13 e 14 da Peça de Acusação.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

sucesso superior ou igual a 95% de tais operações e para a queda de performance de Noemi Nagasawa e Maurício da Cruz nas demais operações realizadas nos mesmos períodos.

19. Nas operações envolvendo valores mobiliários negociados no mesmo pregão pela gestora, a taxa de sucesso dos dois teria sido de **95%** e **97%** e o resultado bruto médio, cerca de **R\$1,83 mil** e de **R\$14,04 mil**, respectivamente. Nas demais operações, a taxa de sucesso deles teria sido de **63%** e **50%** e o resultado médio de **R\$248,55** e **R\$454,14** – 14% e 3,2% do valor do cenário com a BB Gestão, respectivamente. Além disso, 90% do lucro bruto de Noemi Nagasawa seria proveniente de *day trades* com a participação de fundos geridos pela BB Gestão, representativos de 54,5% da totalidade de suas operações no período de mais de seis anos referido acima. No caso de Maurício da Cruz, mais de 98% do resultado bruto adviria das 65% de suas operações com a presença de tais fundos ao longo de cerca de dois anos.

20. Tal diferença de desempenho não foi constatada em relação a M.R.M.C. A seu respeito, a SPS ressaltou que apenas quatro dos conjuntos de operações em seu nome não teriam envolvido a BB Gestão, o que refletiria uma concentração de 91% de negócios com a presença desse participante.

21. Especificamente em relação a Noemi Nagasawa, a Acusação também apontou que, embora a BB Gestão fosse um participante ativo nos mercados da B3, não haveria sinal de que ela teria repetido a sua forma de atuar – isto é, operando os mesmos valores mobiliários, nos mesmos pregões, com tanta proximidade temporal – contra outros participantes do mercado, mesmo outros investidores institucionais e não residentes figurando frequentemente em seus negócios<sup>24</sup>.

22. Ao analisar a evolução dos resultados de tais acusados em negócios que envolveram fundos geridos pela BB Gestão, a SPS constatou que, de forma consolidada, os lucros

---

<sup>24</sup> Conforme tabela 11 da Peça de Acusação.

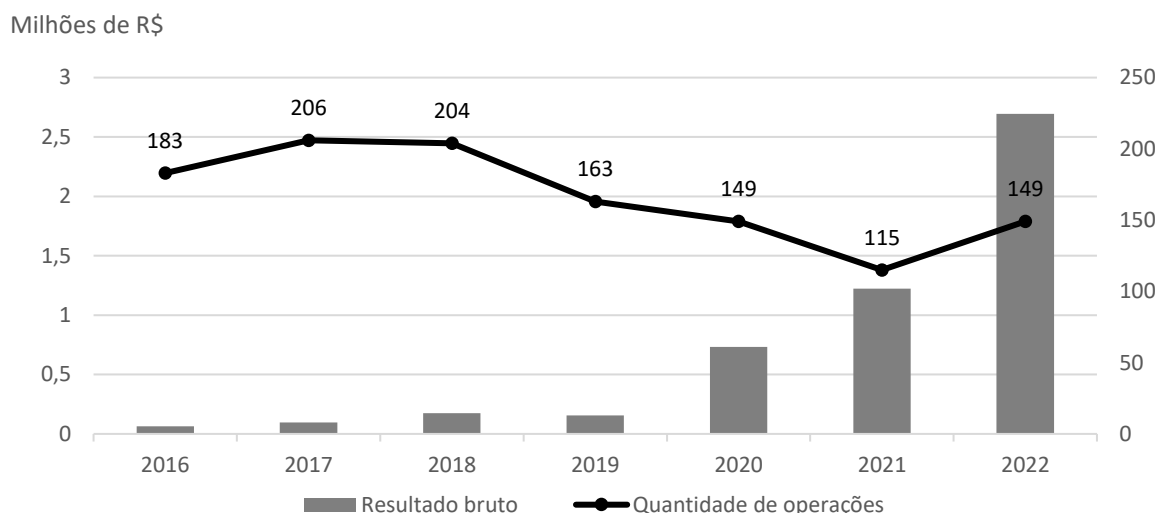


## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

aumentaram ao longo dos anos, embora o número de operações não tenha aumentado na mesma proporção, conforme refletido no gráfico abaixo<sup>25</sup>:



23. Para a Acusação, esse cenário revelaria um aperfeiçoamento da prática de *front running* contra fundos geridos pela BB Gestão ao longo dos anos. Essa evolução teria permitido aos acusados alavancar seus ganhos de forma exponencial sem um aumento correspondente no volume de negócios, o que se refletiria, inclusive, nos resultados das operações em nome de cada investidor.

24. O resultado bruto médio por operação de Noemi Nagasawa, que operou ao longo de seis anos, desde 2016, teria sido de R\$1.831,68. Em contraste, as operações em nome de Maurício da Cruz e de M.R.M.C., que tiveram início em 2020 e 2022, respectivamente, e fim nesse último ano, apresentaram valores médios substancialmente superiores, de R\$14.038,75 e R\$27.043,19, mesmo tendo sido realizadas em períodos muito mais curtos.

25. A área técnica atribuiu esse aumento considerável nos ganhos a uma mudança de estratégia: após os primeiros anos, o foco das operações teria migrado de ações no mercado à vista para grandes volumes de opções de baixo custo. Embora as ofertas da BB Gestão causassem uma valorização de poucos centavos, o efeito era muito mais representativo no preço dessas opções, o que resultaria em um aumento dos lucros. Essa mudança seria

<sup>25</sup> Conforme tabelas 15 e 16 da Peça de Acusação.



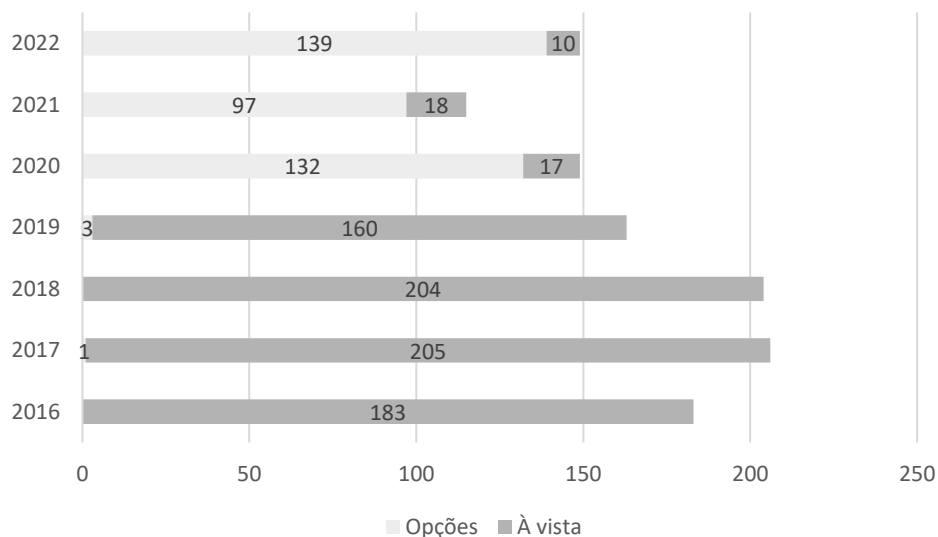


## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

demonstrada, segundo a Acusação, pela variação na proporção de *day trades* realizados no mercado à vista e de opções, refletida no gráfico a seguir<sup>26</sup>:



*Negócios realizados exatamente no preço limite das ordens da BB Gestão e com timing perfeito*

26. A SPS teria identificado diversos *day trades* em nome de Noemi Nagasawa, Maurício da Cruz e M.R.M.C. abertos contra o mercado e encerrados contra fundos geridos pela BB Gestão no menor preço de compra (ou maior de venda) de ofertas da gestora, assim como uma recorrência atípica de ordens inseridas em nome de tais investidores pouco antes de ordens da gestora na ponta oposta do livro, o que teria se repetido ao longo de anos.

27. A título de exemplo, a Acusação descreveu quatro *day trades* realizados por Noemi Nagasawa em 28/02/2020, com um total de 900 mil opções de compra, negociadas sob o código PETRC282, que, de maneira consolidada, resultaram em lucro bruto de R\$12 mil para a investidora. Todas as operações foram fechadas contra fundos da BB Gestão e, exceto a primeira, resultaram em lucro bruto para a investidora.

28. Do lado da gestora, registros do Front Office indicam que Marcelo da Cruz teria inserido três ordens na ponta oposta do livro do mesmo ativo (PETRC282). A primeira foi

<sup>26</sup> Tabela 18 da Peça de Acusação.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

registrada no sistema interno da BB Gestão às 15:10:38 e a segunda às 15:48:20. Embora a execução das três primeiras operações de Noemi Nagasawa envolvendo fundos da gestora seja anterior a esses horários, para a SPS, essa defasagem sugeriria que essas ordens teriam sido primeiro transmitidas à mesa e, somente depois registradas no sistema, tendo em vista que a própria BB Gestora reconheceu a possibilidade técnica de isso ocorrer<sup>27</sup>.

29. Em relação à última dessas quatro operações, a SPS chama atenção para a coincidência entre o horário em que Noemi Nagasawa inseriu sua ordem de venda para fechar a posição, às 17:26:29, e o momento em que a ordem de compra da BB Gestão que a agrediu foi inserida, às 17:27. Mais uma vez, a área técnica faz menção à defasagem entre a execução da ordem de compra da gestora e a sua formalização no Front Office, que ocorreu às 17:28:43.

30. A área técnica também apresentou exemplos de operações realizadas por Noemi Nagasawa com ações negociadas sob o código VLID3 em 06/07/2017 e com opções de compra negociadas sob o código VALEE48 em 06/05/2020.

31. Na primeira data, após comprar 4.800 ações contra o mercado ao preço unitário de R\$15,96, ela lançou, às 15:01:12, uma oferta de venda a R\$16,10. 37 segundos depois, a BB Gestão enviou uma oferta de compra de 10.000 ações no mesmo preço, resultando em uma valorização de 0,18% em relação ao último negócio fechado naquele pregão. Essa ordem varreu todas as ordens de venda no livro de ofertas entre os preços de R\$16,06 e R\$16,10.

32. Na segunda, Noemi Nagasawa abriu o *day trade* contra o mercado, comprando 180.000 VALEE48 a um preço unitário médio de R\$0,22. Depois, às 14:46:29, ela lançou uma oferta de venda a R\$0,23. Pouco menos de dois minutos depois, a BB Gestão lançou uma ordem de compra de 1.6000.000 papéis no mesmo preço, representando uma valorização de 15% em relação ao último negócio fechado com o papel no pregão e varrendo as ordens entre R\$0,21 e R\$0,23.

33. Em ambos os casos, as ordens emitidas pela gestora agrediram todas as ordens na ponta oposta do livro até atingir a oferta de Noemi Nagasawa.

---

<sup>27</sup> “Concomitantemente ao registro no sistema Front Office, a fim de conferir agilidade na execução, as ordens podem ser transmitidas à Mesa de Operações da BB DTVM verbalmente, por meio de ligação telefônica gravada”. (doc. nº 1417529, p. 7)



## 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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### *A atuação de Marcelo da Cruz para beneficiar as operações de seus familiares*

34. Com base em informações fornecidas pela BB Gestão<sup>28</sup> e pelo próprio acusado, em seu depoimento<sup>29</sup>, a Acusação entende que Marcelo da Cruz teria:

- i) conhecimento prévio de quais papéis seriam negociados pela gestora, bem como quais seriam os limites de preço autorizados para negociação e autonomia para definir o *timing* de colocação de ordens em nome dos fundos da gestora;
- ii) autonomia para inserir ordens em nome da BB Gestão e controlar o seu fluxo no sistema Front Office, bem como acesso às ordens inseridas por outros gestores; e
- iii) acesso a plataformas que permitiam identificar se ordens de seus familiares estariam disponíveis no livro para serem agredidas pelas dos fundos geridos pela BB Gestão.

35. A BB Gestão esclareceu que Marcelo da Cruz era um dos funcionários responsáveis pela tomada de decisões de investimento e aplicação de recursos no mercado em nome dos fundos ligados à gestora, na qualidade de gestor da divisão de renda variável da gestora. Por essa razão, como integrante da equipe responsável pela execução das decisões colegiadas de investimento tomadas nos comitês da gestora, ele tinha acesso a informações como quais papéis seriam negociados, a que preço, em quais quantidades e em quais momentos, e exercia controle sobre o *timing* das operações, pois era encarregado de inserir ou confirmar ordens no Front Office no âmbito do processo de dupla autorização adotado pela BB Gestão, em que um gestor insere a ordem no sistema, outro a revisa e a encaminha para a mesa de operações – na mesa, uma terceira pessoa executa a ordem.

36. Para a SPS, Marcelo da Cruz estaria em uma posição que lhe permitiria tanto fornecer antecipadamente informações sobre os negócios da gestora a Noemi Nagasawa e Maurício da Cruz, quanto controlar a transmissão de ordens da BB Gestão logo após as ordens previamente inseridas por seus familiares, de modo a agredi-las, o que viabilizaria a prática de *front running*.

---

<sup>28</sup> Doc. nº 1417529.

<sup>29</sup> Docs. nº 1669064 e nº 1669076.



## 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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

37. A atuação de Marcelo da Cruz nesse sentido seria evidenciada por amostras de registros do sistema Front Office analisadas pela SPS, que identificam os gestores da BB Gestão responsáveis pelo envio de ordens à mesa de operações, bem como os horários de cada etapa da respectiva ordem no sistema.

38. Ao examinar uma amostra aleatória de registros de 105 ordens da BB Gestão que agrediram ordens de Noemi Nagasawa e Maurício da Cruz, a SPS verificou que Marcelo da Cruz não estava envolvido somente em duas. Ele foi responsável pela inserção direta de 96 ordens no sistema e por revisar outras seis<sup>30</sup>. Consta também registro em uma ordem inserida e revisada por outras pessoas de que ele a teria originado. Em outras palavras, ele teria participado em cerca de 98% dessas ordens.

39. Por outro lado, em uma amostra de 37 ordens sem envolvimento dos acusados na outra ponta do negócio, a participação de Marcelo da Cruz foi verificada em apenas duas delas (5% da amostra), que, segundo a Acusação, seria mais compatível com o número de gestores alocados na divisão de renda variável da BB Gestão.

### *Movimentação financeira suspeita entre os acusados*

40. Com base na análise dos dados bancários de Maurício da Cruz referentes ao período de 12/03/2021 e 19/10/2022<sup>31</sup>, feita no Sistema de Investigação de Movimentações Bancárias – SIMBA<sup>32</sup>, a Acusação identificou 49 transferências dele para Marcelo da Cruz e duas para Noemi Nagasawa, totalizando R\$1.584.834,93<sup>33</sup>. Para a SPS, tais movimentações caracterizariam o repasse de recursos provenientes da prática de *front running* contra os fundos geridos pela BB Gestão para Marcelo da Cruz. E isso porque:

- i) a quantia transferida seria incompatível com o patrimônio declarado por Maurício da Cruz em sua ficha cadastral junto ao intermediário utilizado para cursar suas

---

<sup>30</sup> Em uma dessas seis, a pessoa que inseriu a ordem no sistema sinalizou que se tratava de ordem de Marcelo da Cruz.

<sup>31</sup> Doc. nº 1907120.

<sup>32</sup> Trata-se de sistema desenvolvido pelo Ministério Público Militar para permitir a troca de dados bancários entre instituições financeiras e órgãos públicos.

<sup>33</sup> Tabela 25 da Peça de Acusação.



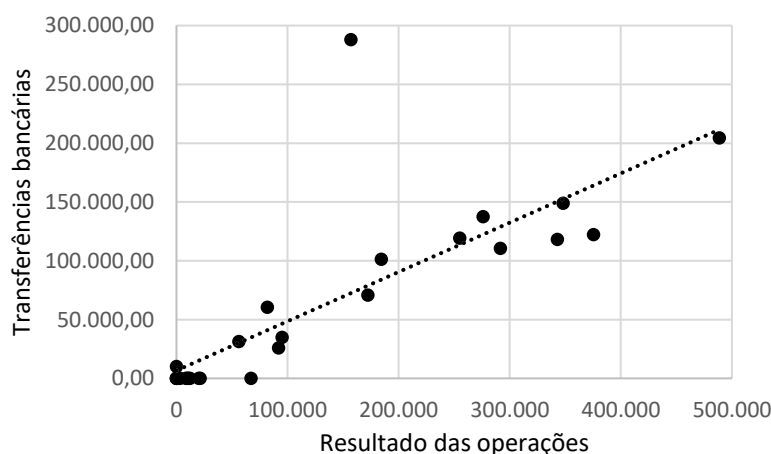
## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

operações<sup>34</sup>, quatro vezes menor, tampouco condiria com a sua renda à época, uma vez que ele declarou estar desempregado naquele período e, aparentemente, não teria outras fontes de renda compatíveis com o montante movimentado;

- ii) os recursos foram transferidos de contas nas instituições em que Maurício da Cruz e sua esposa, M.R.M.C., haviam auferido ganhos com *day trades*, sendo uma delas, inclusive, conjunta<sup>35</sup>;
- iii) as transferências recebidas por Marcelo da Cruz nunca tiveram como destino a sua conta no Banco do Brasil, o que apontaria para a intenção de ocultar o fluxo milionário de recursos recebidos de seu irmão dos controles internos da BB Gestão; e
- iv) haveria forte correlação, mês a mês, entre os resultados das operações em nome de Maurício da Cruz e M.R.M.C. envolvendo fundos da gestora e o montante transferido a Marcelo da Cruz, que seria evidenciada:
  - (a) visualmente, pelo gráfico abaixo<sup>36</sup>:



- (b) por um coeficiente de correlação de Pearson de +0,8 em todo o período das transferências e de +0,94 no período de janeiro a outubro de 2022, quando o

<sup>34</sup> Doc. nº 1504902.

<sup>35</sup> Docs. nº 1779432 e nº 1768989.

<sup>36</sup> Gráfico 5 da Peça de Acusação.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

esquema de *front running* estaria mais consolidado, estando muito próximo de uma relação positiva quase perfeita – isto é, um coeficiente de +1<sup>37</sup>.

### III. MANIFESTAÇÃO DA PFE-CVM

41. Nos termos do art. 7º c/c art. 11 da Resolução CVM nº 45/2021<sup>38</sup>, a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM – PFE-CVM se manifestou no sentido de que a Peça de Acusação se adequa ao disposto nos arts. 5º<sup>39</sup> e 6º<sup>40</sup> da referida Resolução<sup>41</sup>.

42. Cabe mencionar que o Ministério Público Federal no Estado do Rio de Janeiro foi comunicado na forma do art. 13 da Resolução CVM nº 45/2021<sup>42</sup>, em razão da existência de indícios do crime tipificado no art. 27-C da Lei nº 6.385/1976<sup>43-44</sup>.

---

<sup>37</sup> Conforme esclarecido na Peça de Acusação, o coeficiente de correlação de Pearson é uma medida estatística que quantifica a dependência linear entre duas variáveis. Seu valor varia entre -1 e +1, conforme a força e a direção da relação. Um valor de +1 indica uma correlação linear positiva perfeita, enquanto um valor de -1 indica uma correlação linear negativa perfeita. Já um valor de 0 indica a ausência de uma relação linear, ou seja, independência entre as variáveis.

<sup>38</sup> Art. 7º Antes da citação dos acusados para apresentação de defesa, a PFE deve emitir parecer sobre o termo de acusação, no prazo de 30 (trinta) dias contados da data de recebimento do termo de acusação, com o seguinte escopo: I – exame do cumprimento do art. 5º; II – análise objetiva da observância dos requisitos do art. 6º; e III – exame da adequação do rito adotado para o processo administrativo sancionador. [...] Art. 11. Apurados indícios suficientes quanto à autoria e à materialidade da infração, a SPS deve elaborar peça de acusação, observando o disposto nos arts. 5º, 6º e 7º desta Resolução.

<sup>39</sup> Art. 5º Previamente à formulação da acusação, as superintendências devem diligenciar no sentido de obter diretamente do investigado esclarecimentos sobre os fatos que podem ser a ele imputados. Parágrafo único. Considera-se atendido o disposto no caput sempre que o investigado: I – tenha prestado depoimento pessoal ou se manifestado voluntariamente acerca dos fatos que podem ser a ele imputados; ou II – tenha sido oficiado para prestar esclarecimentos sobre os fatos que podem ser a ele imputados, ainda que não o faça.

<sup>40</sup> Art. 6º Nas hipóteses em que a superintendência considerar que dispõe de elementos conclusivos quanto à autoria e à materialidade da irregularidade constatada, deve lavrar termo de acusação contendo: I – nome e qualificação dos acusados; II – narrativa dos fatos investigados que demonstre a materialidade das infrações apuradas; III – análise de autoria das infrações apuradas, contendo a individualização da conduta dos acusados, fazendo-se remissão expressa às provas que demonstrem sua participação nas infrações apuradas; IV – descrição dos esclarecimentos prestados nos termos do art. 5º; V – os dispositivos legais ou regulamentares infringidos; VI – rito a ser observado no processo administrativo sancionador; e VII – proposta de comunicação a que se refere o art. 13, se for o caso.

<sup>41</sup> Parecer nº 00011/2024/GJU-4/PFE-CVM/PGF/AGU e Despachos nº 00037/2024/GJU-4/PFE-CVM/PGF/AGU e nº 00059/2024/PFE-CVM/PFE-CVM/PGF/AGU (doc. nº 1976259).

<sup>42</sup> Art. 13. Compete à Superintendência Geral efetuar comunicações: I – ao Ministério Público, quando verificada a existência de indícios de crimes definidos em lei como de ação pública [...].

<sup>43</sup> Ofícios nº 102/2023/CVM/SGE e nº 28/2024/CVM/SGE (docs. nº 1759566 e nº 1987826).

<sup>44</sup> 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: 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.



## 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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### IV. RAZÕES DE DEFESA

43. Os acusados foram regularmente citados<sup>45</sup> e apresentaram defesa conjunta tempestivamente<sup>46</sup>. Em suporte à defesa, também foi apresentado parecer técnico independente dos dados apresentados na Peça de Acusação (“Parecer Técnico”)<sup>47</sup>.

44. Em sede preliminar, a defesa alegou prescrição quinquenal da pretensão punitiva da CVM em relação às operações realizadas por Noemi Nagasawa entre 26/01/2016 e 18/10/2017, pois:

- i) o prazo prescricional quinquenal teria sido interrompido em 18/10/2022, data da primeira comunicação feita aos acusados no âmbito do inquérito administrativo, uma vez que apenas atos revestidos de bilateralidade caracterizariam um ato inequívoco de apuração nos termos do art. 2º da Lei nº 9.873/1999, apto a interromper a prescrição;
- ii) as operações de *day trade* que levaram à acusação de *front running* não deveriam ser analisadas conjuntamente, como infração permanente ou continuada, pois todas possuiriam início e fim em um mesmo pregão.

45. No mérito, a defesa se insurge contra os indícios reunidos pela SPS, que, segundo argumenta, em sua maioria não se confirmariam mediante uma análise mais aprofundada e detida dos elementos circunstanciais e fáticos do caso e dos dados e amostras constantes da Peça de Acusação, o que, à luz do princípio do *in dubio pro reo*, deveria levar à absolvição dos acusados, pelos motivos descritos a seguir.

46. Subsidiariamente, requer que, caso a tese acusatória seja acolhida, a eventual penalidade considere os diversos equívocos e imperfeições das amostras e cálculos constantes da Peça de Acusação, os perfis e as características individuais de cada um dos acusados, bem como a capacidade efetiva de cada acusado de cumpri-la e as atenuantes aplicáveis ao caso, em particular os bons antecedentes e a primariedade dos acusados. Também argumenta que as seguintes agravantes não seriam aplicáveis: (i) violação de deveres fiduciários (art. 65, inciso VII, da Resolução CVM nº 45/2021), uma vez que se trataria de um pressuposto da

---

<sup>45</sup> Docs. nº 2047856, nº 2047862 e nº 2047870.

<sup>46</sup> Doc. nº 2095199, p. 1.

<sup>47</sup> Doc. nº 2095199, p. 52.



## 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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

infração em análise; e (ii) vantagem auferida e elevado prejuízo causado, tendo em vista as falhas e inconsistências no volume e resultados de operações supostamente irregulares constantes da Peça de Acusação (incisos II e III).

### *Elevado índice de acerto e concentração de operações com fundos geridos pela BB Gestão*

47. A defesa argumenta que as alegações de elevado índice de acerto nas operações e de concentração de ordens envolvendo fundos geridos pela BB Gestão estariam pautadas em lastro probatório falho, o que fulminaria a sua credibilidade como prova.

48. A seu ver, seria impossível afirmar que todas as operações apontadas pela Acusação como irregulares apresentariam características de *front running*. E isso porque, ao tratar como uma única operação todos os *day trades* realizados por cada investidor com um mesmo ativo ao longo do pregão, a SPS teria erroneamente incluído operações sem participação de fundos da BB Gestão na abertura ou no fechamento. O Parecer Técnico ilustra esse equívoco com exemplos em que parte das operações não envolveram fundos geridos pela BB Gestão:

- i) em 08/02/2021, dos três *day trades* de Noemi Nagasawa com PETRB281<sup>48</sup>, um foi encerrado contra fundo da gestora;
- ii) em 08/09/2021, dos 2.650.000 PETRI289 negociados em *day trades*<sup>49</sup>, 2.100.000 tiveram envolvimento de fundos da gestora, não tendo tais fundos figurado na primeira operação do dia, que teve por objeto 550.000 contratos;

---

<sup>48</sup> 15.000 opções foram compradas entre 10:20 e 10:26, no valor total de R\$12.200,00, e vendidas entre 12:03 e 12:32, a R\$12.369,00, sem envolver fundos geridos pela BB Gestão. 110.000 foram compradas entre 14:42 e 15:33, a R\$70.300,00, e vendidas às 15:38 a um fundo gerido pela BB Gestão, a R\$71.500,00. 70.000 foram compradas entre 15:58 e 16:07, a R\$39.700,00, e vendidas às 16:20, a R\$42.700,00, sem envolver fundos geridos pela BB Gestão.

<sup>49</sup> 550.000 opções foram compradas às 10:17, a R\$0,25 cada, e vendidas às 10:41, a R\$0,26 cada, sem envolver fundos geridos pela BB Gestão. 900.000 foram compradas às 11:39, a R\$0,15 cada, e 800.000 vendidas dois minutos depois a um fundo gerido pela BB Gestão, a R\$0,16 cada. 1.200.000 foram compradas às 16:06 a R\$0,11 cada e vendidas cerca de cinco minutos depois a fundos geridos pela BB Gestão, a R\$0,12. 100.000 foram vendidas no mesmo preço logo na sequência sem envolver fundos geridos pela BB Gestão. 100.000 foram compradas às 16:35.





## 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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

iii) em 23/03/2022, dos dois *day trades* de Maurício da Cruz com COGND210<sup>50</sup>, um foi encerrado contra fundos geridos pela BB Gestão.

49. Especificamente quanto à concentração de ordens, a defesa: **(i)** aponta para a informação constante na Peça de Acusação de que os fundos geridos pela BB Gestão não seriam as contrapartes mais frequentes de Noemi Nagasawa, uma vez que ocupam a segunda posição nessa lista, estando envolvidos em cerca de 12% dos negócios da investidora no período analisado pela Acusação; e **(ii)** ressalta que seria comum a participação de tais fundos em negócios no mercado, tendo em vista o vasto volume e montante de operações realizados por eles e a atuação da BB Gestão como líder nacional na administração e gestão de fundos.

*Negócios realizados no preço limite das ordens da BB Gestão, com timing perfeito, e a atuação de Marcelo da Cruz para beneficiar seus familiares*

50. De modo a se contrapor à alegação da Acusação de que Noemi Nagasawa e Maurício da Cruz teriam realizado negócios no preço limite das ordens da BB Gestão, com *timing* perfeito, a defesa argumenta que: **(i)** as ordens da gestora passavam por diversos outros funcionários em quase uma hora e contemplavam diversos preços unitários e quantidades; e **(ii)** não haveria nada de surpreendente no fato de as ordens dos acusados e da gestora indicarem a mesma faixa de preço, uma vez que isso ocorreria para todos os negócios fechados no mercado; e **(iii)** seria natural haver coincidências a respeito do *timing* com fundos de investimento de uma grande gestora líder de mercado.

51. A defesa também afirma que a Acusação não teria considerado em sua análise a experiência prévia de Noemi Nagasawa e Maurício da Cruz no mercado financeiro, o que esclareceria e justificaria o seu volume de operações, bem como os seus sucessos e as suas perdas.

52. Quanto à alegação de que Marcelo da Cruz teria beneficiado seus familiares, a defesa argumenta que ele não teria como fazer isso sozinho, uma vez que, ainda que tivesse acesso a informações sobre as operações pretendidas para os fundos da BB Gestão, não disporia de

---

<sup>50</sup> 30.000 opções foram compradas às 11:07, a R\$0,19 cada, e vendidas às 12:43, a R\$0,20 cada, sem envolver fundos geridos pela BB Gestão. 590.000 foram compradas às 16:40, a R\$0,22 cada, e vendidas dois minutos depois a fundos geridos pela BB Gestão, a R\$0,23 cada.



## 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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

ferramentas para definir preço, tipo e quantidade das ordens, confeccioná-las, enviá-las à mesa de operações e executá-las no tempo necessário, tampouco controlar a colocação a mercado, o momento exato ou o volume e a forma de execução em tranches – elementos essenciais para o sucesso das operações dos demais acusados, que, ainda, teriam de receber informações de Marcelo da Cruz. E isso porque:

- i) como não participava da mesa de operações, nem tinha relacionamento com as corretoras que executavam as ordens, ele não teria como controlar o seu *timing*;
- ii) tendo em vista que as ordens dos fundos da BB Gestão eram precedidas de decisões colegiadas e sua confecção e transmissão no Front Office se submetia a um procedimento de dupla verificação, ele não teria como, sozinho, definir ativos, preços e quantidades objeto das ordens;

53. Além disso, a defesa sustenta que a Acusação não teria demonstrado de que modo Marcelo da Cruz teria transmitido informações obtidas em razão de suas funções, nem qual dever legal teria descumprido, o que afastaria a caracterização da assimetria informacional necessária ao *front running*. Dessa forma, como ele não realizou operações no período objeto deste PAS, sua conduta não teria sido individualizada, em afronta ao princípio da culpabilidade, pois a Acusação teria apenas afirmado genericamente que Marcelo da Cruz teria repassado informações antecipadas aos demais acusados em razão de seu parentesco, sem qualquer análise ou prova, ainda que indiciária, a esse respeito. Para a defesa, a mera existência de relação de parentesco não poderia servir como indício do repasse de informações, nem da violação de um dever legal, considerando que:

- i) não haveria tempo ou meios para tanto, diante do intervalo, de segundos ou minutos, reduzido entre emissão e execução das ordens, das restrições de uso de meios de comunicação na gestora e da impossibilidade de contato com a mesa de operações;
- ii) não foi apresentada prova material da transmissão de informação, como gravações telefônicas, usualmente exigidas em casos de *front running*; e
- iii) em analogia a casos de *insider trading*, a presunção de uso indevido de informação caberia apenas ao detentor original da informação.



## 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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

54. A defesa também se insurge contra a alegação da Acusação de que a participação de Marcelo da Cruz em ordens sem seus familiares na ponta oposta seria irrisória, sob o argumento de que, em decorrência de seu cargo na BB Gestão, ele atuaria na gestão de diversos fundos. Nesse sentido, afirma que a amostra analisada pela Acusação para tecer tal alegação não serviria como prova válida, uma vez que teria sido selecionada ao exclusivo critério da área técnica, a partir de um parâmetro não informado e, por isso, traria um viés não confiável.

55. Ainda, com base no entendimento de que a caracterização da prática de *front running* exigiria a especificação da parte prejudicada pelo uso de informação antecipada, que não poderia ser genérica, pulverizada ou coletiva ou mesmo o mercado, a defesa alega que a Acusação teria apenas apresentado referências genéricas à BB Gestão ou aos fundos sob sua gestão, sem delimitar quais teriam sido estes fundos e quais teriam sido os prejuízos causados pelas supostas operações irregulares dos acusados. Mesmo considerando que a suposta irregularidade teria sido praticada em face de tais fundos, o fato de quase 90% das operações de Noemi Nagasawa terem outras contraparte seria um relevante contraindício.

### *Lucros e movimentação financeira entre os acusados*

56. A defesa alega que o lucro que a Acusação atribuiu a Noemi Nagasawa e Maurício da Cruz pelas supostas práticas não equitativas não seria condizente com a realidade, tendo em vista as simplificações e os parâmetros utilizados na análise de suas operações, que teriam levado à inclusão do resultado de operações sem o envolvimento da BB Gestão no conjunto daquelas em tese irregulares, conforme exemplos apresentados no Parecer Técnico:

- i) em 08/02/2021, do resultado bruto de R\$4.369,00 considerado pela Acusação, R\$1.200,00 teria decorrido de operação envolvendo a gestora;
- ii) em 08/09/2021, do resultado de R\$26.609,09 considerado pela Acusação, R\$17.000,00 teria decorrido de operação envolvendo a gestora; e
- iii) em 23/03/2022, do resultado de R\$5.900,00 considerado pela Acusação, R\$5.600,00 teria decorrido de operação envolvendo a gestora.



## 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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

57. A defesa também sustenta que a Acusação teria falhado ao atribuir caráter irregular às transferências bancárias entre Maurício da Cruz e Marcelo da Cruz, uma vez que não seria correto se pressupor, sem qualquer respaldo, que transferências entre parentes sejam fruto de ilicitude. A esse respeito, alega que a área técnica se equivocou em relação à transferência de maior valor apontada entre os irmãos, datada de 26/04/2021, no valor de R\$195 mil. Tratava-se, na verdade, de uma movimentação entre contas bancárias de titularidade apenas de Maurício da Cruz, conforme atestado por excerto de seu extrato bancário referente ao mês em questão. Para a defesa, esse erro comprometeria a higidez de todo o conjunto de dados financeiros utilizados na construção da tese acusatória.

58. A defesa também afirma que a disponibilização apenas de planilhas em Excel, sem maiores explicações ou detalhamentos sobre os resultados de volume e valor das transferências bancárias apresentados, desacompanhada de cópia da análise feita pela Acusação no SIMBA dos dados bancários brutos obtidos junto às instituições financeiras, teria prejudicado a avaliação correta e completa de tais informações.

### *O momento de cessação das negociações*

59. Para a defesa, a autoridade administrativa teria incorrido em contradição ao tratar a interrupção das operações em 19/10/2022, um dia após os acusados serem intimados a depor, como um indício da prática não equitativa. E isso porque, anteriormente, em parecer da PFE-CVM a respeito de proposta de termo de compromisso apresentada antes da conclusão do inquérito administrativo e da instauração deste processo sancionador, datado de 11/04/2023, um dos motivos apresentados para a falta de interesse na celebração do ajuste seria a não cessação da conduta.



## 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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### V. PROPOSTA DE TERMO DE COMPROMISSO

60. Em 26/08/2024, conforme intenção consignada nas razões de defesa, os acusados apresentaram proposta conjunta de termo de compromisso<sup>51-52</sup>.

61. Em 13/10/2024, a PFE-CVM opinou pela existência de óbice jurídico à celebração do termo de compromisso<sup>53</sup>. Em 21/01/2025, o Comitê de Termo de Compromisso – CTC manifestou-se pela rejeição da proposta dos acusados<sup>54</sup>. Em 28/01/2025, o Colegiado, por unanimidade, acompanhou o parecer do CTC e rejeitou a proposta<sup>55</sup>.

### VI. DISTRIBUIÇÃO E PAUTA PARA JULGAMENTO

62. O PAS foi sorteado para minha relatoria na reunião do Colegiado de 28/01/2025<sup>56</sup>.

63. Em 28/07/2025, foi publicada a pauta de julgamento no diário eletrônico da CVM, em cumprimento ao disposto no art. 49 da Resolução CVM nº 45/2021<sup>57</sup>.

É o relatório.

Rio de Janeiro, 19 de agosto de 2025.

**Marina Copola**

Diretora Relatora

---

<sup>51</sup> Doc. nº 2120129.

<sup>52</sup> Os acusados haviam apresentado proposta conjunta de termo de compromisso antes da conclusão do inquérito administrativo e da instauração deste processo sancionador (doc. nº 1729864). A PFE-CVM opinou pela impossibilidade de verificação, naquele momento, do atendimento dos requisitos legais previstos no art. 11 da Lei nº 6.385/1976 para a celebração do ajuste. (doc. nº 1759259). Após serem informados da decisão do CTC de sugerir a rejeição da proposta ao Colegiado (doc. nº 1789241), os acusados apresentaram sua desistência (doc. nº 1801027).

<sup>53</sup> Parecer nº 00070/2024/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU e Despachos nº 00261/2024/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU e nº 00490/2024/PFE - CVM/PFE-CVM/PGF/AGU (doc. nº 2178560).

<sup>54</sup> Doc. nº 2243584.

<sup>55</sup> Doc. nº 2275476.

<sup>56</sup> Doc. nº 2249306.

<sup>57</sup> Art. 49. Compete ao Colegiado julgar o processo, em sessão pública, convocada com pelo menos 15 (quinze) dias de antecedência, podendo ser restringido o acesso de terceiros em função do interesse público.