



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

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

VOTO

I. INTRODUÇÃO

1. Como descrito no relatório¹, o presente PAS foi instaurado pela SPS com o objetivo de apurar a responsabilidade dos acusados, por suposta prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, em infração ao item I c/c item II, alínea “d”, da então vigente Instrução CVM nº 8/1979, e ao disposto no art. 3º c/c art. 2º, inciso IV, da Resolução CVM nº 62/2022, sob a modalidade conhecida como *front running*.
2. Para a Acusação, entre janeiro de 2016 e outubro de 2022, Noemi Nagasawa e Maurício da Cruz teriam atuado em posição de vantagem indevida em relação ao mercado ao realizarem operações de *day trade* com base em informações antecipadas relativas às ordens dos fundos geridos pela BB Gestão, as quais lhes teriam sido repassadas por Marcelo da Cruz, gestor da divisão de renda variável da gestora, e, respectivamente, marido e irmão dos demais acusados.
3. Segundo a SPS, os três teriam atuado de forma coordenada, com Noemi Nagasawa e Maurício da Cruz inserindo ordens pouco antes da atuação da BB Gestão na ponta oposta do livro de ofertas, de modo a obter lucro. Marcelo da Cruz, por sua vez, teria concorrido

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



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

diretamente para a prática irregular, seja ao compartilhar referidas informações antecipadas com os demais acusados, seja por poder controlar o momento da transmissão das ordens da gestora à mesa de operações, o que viabilizaria sua execução logo após as ordens previamente lançadas por seus familiares.

II. PRELIMINARES

4. Antes de adentrar o mérito, trato das duas questões preliminares verificadas neste PAS.

Prescrição quinquenal

5. A defesa pleiteou a prescrição da pretensão punitiva da CVM em relação às operações realizadas por Noemi Nagasawa entre 26/01/2016 e 18/10/2017, sob as alegações de que: (i) o marco de interrupção do prazo prescricional quinquenal seria a intimação para depor datada de 18/10/2022, quando os acusados tiveram conhecimento do inquérito administrativo; e (ii) as operações de *day trade* realizadas pelos acusados não teriam caráter continuado, dado que têm início e fim no mesmo pregão.

6. Entendo não assistir razão à defesa, pelos motivos que exponho a seguir.

7. Em geral, nos termos do art. 1º, *caput*, da Lei nº 9.873/1999², a pretensão punitiva da Administração Pública Federal prescreve em cinco anos, a contar da prática do ato, ou, em caso de infração continuada ou permanente, da data em que a irregularidade tiver cessado.

8. Conforme art. 2º, inciso II, da mesma lei³, o prazo prescricional pode ser interrompido por qualquer ato inequívoco que importe apuração de fato, no que, conforme entendimento pacífico do Colegiado da CVM, se enquadra qualquer ato administrativo, de existência certa e comprovada, com o claro objetivo de dar impulso à investigação ou à apuração dos fatos⁴.

² 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.

³ Art. 2º Interrompe-se a prescrição da ação punitiva: [...] II - por qualquer ato inequívoco, que importe apuração do fato; [...].

⁴ PAS CVM nº 19957.004791/2020-28, de minha relatoria, j. em 18/06/2024; PAS CVM nº 19957.004478/2018-75, Dir. Rel. Flavia Perlingeiro, j. em 20 e 21/06/2023; PAS CVM nº 19957.002596/2017-68, Rel. Pres. Marcelo Barbosa, j. em 15/03/2022; e PAS CVM nº 22/1994, Dir. Rel. Luiz Antonio Sampaio Campos, j. em 15/04/2004.



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

9. A interrupção do prazo prescricional por ato inequívoco de apuração não depende da ciência prévia do eventual acusado, conforme há muito consolidado por este Colegiado⁵ e sumulado pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional – CRSFN nos seguintes termos: “[a] interrupção da prescrição por ato inequívoco de apuração do fato não depende de bilateralidade ou ciência prévia do administrado”⁶. O Superior Tribunal de Justiça também já se manifestou no mesmo sentido⁷. Assim, tal interrupção não se restringe ao ato formal de instauração do processo sancionador, nem exige qualquer forma de cientificação do investigado.

10. Dessa forma, é inequívoca a existência de atos capazes de interromper a prescrição muito antes do decurso do prazo quinquenal em relação às primeiras operações de Noemi Nagasawa, anteriores à intimação dos acusados para depor, em 18/10/2022. A título ilustrativo, o Relatório nº 28/2019-CVM/SMI/GMA-1, de 02/09/2019, que solicita a instauração do inquérito administrativo para apurar operações dessa acusada, já configurava inequívoca apuração dos fatos que viriam a ser objeto deste PAS.

11. De todo modo, é evidente que as condutas reputadas irregulares pela Acusação possuem natureza continuada, caracterizando-se pela repetição de atos da mesma espécie ao longo do tempo, que envolvem as mesmas partes. Tanto as operações de *day trade* realizadas por Noemi Nagasawa e Maurício da Cruz, quanto a conduta atribuída a Marcelo da Cruz, seguem um mesmo *modus operandi*: esse último forneceria informações antecipadas sobre as ordens da BB Gestão, permitindo que os demais se adiantassem, lançassem ordens em condições favoráveis e tivessem suas ofertas posteriormente agredidas pela gestora.

12. Dessa forma, entendo que, sob qualquer ângulo, o prazo prescricional quinquenal não se extinguiu, tendo sido interrompido ainda em 2019.

⁵ Cf., novamente: PAS CVM nº 19957.004791/2020-28, de minha relatoria, j. em 18/06/2024; PAS CVM nº 19957.004715/2020-12, Rel. Pres. João Pedro Nascimento, j. em 26/03/2024; PAS CVM nº 19957.002026/2019-30, Dir. Rel. Flavia Perlingeiro, j. em 26/09/2023; PAS CVM nº RJ2015/2027, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 02/04/2019; PAS CVM nº 06/2016, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 24/08/2020; PAS CVM nº RJ2016/7961, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 30/01/2020; PAS CVM nº RJ2005/6924, Pres. Rel. Marcelo Trindade, j. em 31/10/2006.

⁶ Súmula nº 4 do CRSFN, DOU de 15/05/2023.

⁷ AgInt no AREsp nº 595210/RJ (2014/0258184-3), Rel. Min Assusete Magalhães, STJ, 2ª Turma, j. em 06/03/2018.



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

13. Ante todo o exposto, voto pela **rejeição** da preliminar em questão.

Ausência de identificação das contrapartes das operações de M.R.M.C.

14. Compulsando os autos, verifiquei que os registros das operações realizadas por Maurício da Cruz em nome de M.R.M.C. não trazem informações sobre as contrapartes envolvidas⁸, o que dificulta, neste PAS em particular, a verificação do aproveitamento de informações sobre ordens da BB Gestão, seja em operações contra os fundos da gestora, seja contra outros participantes, pela influência da atuação de tais fundos na formação de preço dos ativos negociados. Essa lacuna não se verifica nos registros das operações de Maurício da Cruz em nome próprio, que são mais numerosas que aquelas no nome de sua esposa e compreendem um período significativamente maior, tampouco nos de Noemi Nagasawa.

15. Por essa razão, ao analisar o mérito deste PAS, não levarei em consideração as operações em nome de M.R.M.C.

III. MÉRITO

16. Superadas as preliminares, passo à análise do mérito deste PAS.

17. Como já tive a oportunidade de registrar⁹, em linha com o entendimento consolidado do Colegiado da CVM, a caracterização do ilícito administrativo de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários exige a comprovação cumulativa dos seguintes elementos: **(i)** negociações no âmbito do mercado de valores mobiliários, **(ii)** uma posição de desequilíbrio ou desigualdade para qualquer das partes das negociações, direta ou indireta, efetiva ou potencial; e **(iii)** que tal desequilíbrio seja indevido, isto é, ilegal¹⁰. Trata-se, ademais, de conduta dolosa, o que se verifica em relação a todos os ilícitos outrora tipificados na Instrução CVM nº 8/1979 e, agora, na Resolução CVM nº 62/2022.

⁸ Doc. nº 1907058.

⁹ PAS CVM nº 19957.011657/2019-40, de minha relatoria, j. em 27/08/2024.

¹⁰ PAS CVM nº 19957.006130/2017-31, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 06/07/2021; PAS CVM nº 19957.001813/2020-06, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 22/09/2020; PAS CVM nº 10/2012, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 13/11/2018; PAS CVM nº 04/2010, Dir. Rel. Ana Novaes, j. em 23/11/2014.



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

18. Este PAS, em particular, diz respeito à prática não equitativa na modalidade conhecida por *front running*, que se caracteriza pela conduta de alguém que, tendo conhecimento da firme intenção de um grande investidor ou conjunto de investidores de apregoar ordens expressivas, capazes de alterar o preço de determinado ativo, se antecipa e se posiciona no papel antes da execução daquela ordem expressiva, a fim de lucrar com a esperada movimentação do mercado, aproveitando-se do conhecimento que possuía¹¹.

19. Para a verificação dos elementos caracterizadores da prática não equitativa, é essencial analisar os indícios que constam dos autos, uma vez que nem sempre é possível reunir provas diretas do ilícito. Por essa razão, o emprego de provas indiretas se faz necessário, **observado que a condenação em sede administrativa exige a reunião de indícios sérios, consistentes e convergentes aptos a permitir uma conclusão robusta acerca dos fatos analisados, em linha com o entendimento pacífico da CVM**¹².

20. A meu ver, **a Acusação reuniu um conjunto de múltiplos indícios robustos e convergentes para a condenação dos acusados**, que demonstra suficientemente que Marcelo da Cruz atuou de maneira coordenada com Noemi Nagasawa e Maurício da Cruz, para que esses dois, sua esposa e seu irmão, se antecipassem à inserção de ordens da BB Gestão nos mercado à vista e de opções, de modo a, no mais das vezes, fechar operações de *day trade* contra fundos da gestora e auferir ganhos com risco baixo por um período considerável – mais de seis anos, no caso de Noemi Nagasawa, e cerca de dois anos, no de Maurício da Cruz.

¹¹ Cf., nesse sentido: PAS CVM nº 19957.001813/2020-06, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 22/09/2020; PAS CVM nº 22/94, Dir. Rel. Luz Antônio de Sampaio Campos, j. em 15/04/2004.

¹² Cf., nesse sentido: PAS CVM nº 19957.004791/2020-28, de minha relatoria, j. em 18/06/2024; PAS CVM nº 19957.011140/2018-70, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 9/2/2021; PAS CVM nº RJ2014/7352, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 16/01/2018; PAS CVM nº 11/2008, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 21/08/2012; o voto do Dir. Otavio Yazbek no âmbito do julgamento PAS CVM nº 13/2009, Dir. Rel. Eli Loria, j. em 13/12/2011; PAS CVM nº 15/2004, Dir. Rel. Marcos Pinto, j. em 04/08/2009; PAS CVM nº 24/2000, Dir. Rel. Norma Parente, j. em 18/08/2005.



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

21. Não havendo dúvida quanto à atuação de Noemi Nagasawa e Maurício da Cruz nas operações em seu nome, o que ambos reconheceram em seus depoimentos¹³⁻¹⁴, passo à análise da caracterização da posição de desequilíbrio indevido de tais investidores e do elemento volitivo.

22. Para tanto, faz-se necessário analisar se Marcelo da Cruz tinha acesso prévio às informações sobre as operações que seriam realizadas pela BB Gestão ou a capacidade de controlar o seu *timing*, assim como os indícios apresentados pela Acusação referentes às operações de tais acusados, aqueles relativos à atuação de Marcelo da Cruz e, enfim, os que dizem respeito às transferências bancárias provenientes de Maurício da Cruz.

A atuação de Marcelo da Cruz para beneficiar Noemi Nagasawa e Maurício da Cruz

23. Não resta dúvida de que Marcelo da Cruz, no período em que as operações dos demais acusados foram realizadas, possuía acesso direto, contínuo e antecipado a informações relacionadas aos negócios dos fundos geridos pela BB Gestão, tendo em vista as informações fornecidas pela gestora e pelo próprio acusado no decorrer do inquérito administrativo¹⁵.

24. Como gestor da divisão de renda variável, ele era um dos responsáveis pela execução das decisões colegiadas de investimento tomadas nos comitês da gestora, o que lhe conferia conhecimento prévio dos valores mobiliários que seriam negociados para os fundos e de informações de volumes, preços e parâmetros para negociação.

25. Para além disso, no âmbito do procedimento de dupla autorização adotado pela BB Gestão para a confecção e a transmissão de ordens para a mesa de operações, ele tinha autonomia para controlar o momento de inserção ou de envio de tais ordens no sistema Front Office, a depender da função que desempenhasse em relação a determinada ordem. Nesse

¹³ “Em relação ao responsável pelas decisões de investimentos tomadas em seu nome, Noemi afirmou: ‘Sempre eu, eu faço tudo’ e se era a própria quem transmitia as suas ordens de negócios, e por qual meio, a investidora argumentou: ‘Sim. Em algumas poucas vezes eu ligava pra lá [Corretora] para pedir pra alguém fazer porque às vezes travava o computador’ (3m54s)”. (doc. nº 1907148, §182).

¹⁴ “Em relação ao responsável pelas decisões de investimentos tomadas em seu nome, Maurício afirmou: ‘Eu mesmo. Eu era responsável pelas minhas entradas, eu analisava e fazia minhas entradas sob meu próprio risco’. Questionado se alguém ligado às corretoras ou a outras instituições o auxiliava em suas decisões de investimento, Maurício afirmou que não (4m35s)’. (Doc. nº 1907148, § 205).

¹⁵ Docs. nº 1417529, 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

mesmo sistema, ele também conseguia visualizar as ordens inseridas por outros gestores de sua área.

26. Ainda, como reconhecido em seu depoimento, Marcelo da Cruz tinha acesso a plataformas que, conforme apontado pela Acusação, lhe permitiam identificar ordens de Noemi Nagasawa e Maurício da Cruz na ponta oposta do livro, de modo a controlar o momento de inserção ou envio das ordens da BB Gestão no Front Office para a mesa de operações, dentro do procedimento de dupla autorização adotado pela gestora.

27. Mesmo que se reconhecesse, como alegado pela defesa, que ele não disporia de ferramentas para, sozinho, definir preço, volume ou quais ativos seriam negociados pelos fundos da BB Gestão, isso não afastaria o fator determinante para viabilizar a prática não equitativa na modalidade *front running* – a constatação de seu conhecimento antecipado sobre tais informações sensíveis, além das evidências contundentes, constantes dos autos, de que tais informações foram compartilhadas com o intuito de gerar ganho.

28. Dito isso, é inegável que Marcelo da Cruz exercia alguma ingerência sobre o *timing* das ordens sobre as quais atuava, ainda que não absoluta, uma vez que a sua execução dependia da participação de outros gestores no procedimento de dupla autorização do Front Office e da própria mesa de operação que as transmitia. O fato é que tal acusado tinha acesso a ordens certas e desconhecidas pelo mercado, inseridas no Front Office, tanto aquelas de cuja emissão ele participou diretamente, quanto as lançadas por outros gestores da divisão de renda variável da BB Gestão.

29. Os registros do Front Office fornecidos pela gestora também demonstram o seu envolvimento na inserção e na confirmação e envio de ordens para os fundos geridos pela BB Gestão. **Com base na amostra de 105 ordens da gestora que agrediram ordens inseridas por Noemi Nagasawa e Marcelo da Cruz apresentada pela Acusação, verifica-se que Marcelo da Cruz não estava envolvido somente em duas. Já 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 ocasiões.**



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

30. A defesa questiona os critérios adotados para a composição de tais amostras, sem, no entanto, apresentar outros elementos que pudessem refutar o que foi apresentado pela Acusação. Mas mesmo que as amostras apresentadas pela Acusação não sejam estatisticamente relevantes, de modo a representar a totalidade de ordens da BB Gestão que contaram com a participação de Marcelo da Cruz, **elas não deixam de ilustrar um quadro bastante dissonante entre operações com ou sem a participação de seus familiares.**

31. Também não prospera a alegação da defesa de que a Acusação teria deixado de indicar dever legal ou de individualizar a conduta de Marcelo da Cruz. Ainda que atuasse como colaborador da BB Gestão, é incontestável que ele estava sujeito às regras de conduta da instituição, que, como gestora de recursos, possui deveres fiduciários (especialmente os deveres de lealdade, diligência e confidencialidade) perante os fundos sob sua gestão e, em última medida, os seus cotistas. No mais, a SPS descreveu de forma clara sua participação no ilícito objeto deste PAS: o repasse de informações a Noemi Nagasawa e Maurício da Cruz e a viabilização da atuação coordenada deles com as ordens da gestora, em posição de vantagem informacional indevida.

32. Para além disso, embora a defesa tenha razão ao alegar que o vínculo familiar entre os acusados, por si só, não constitui prova suficiente do repasse de informações de Marcelo da Cruz a Noemi Nagasawa e Maurício da Cruz, de maneira análoga ao que o Colegiado já reconheceu em relação ao ilícito de *insider trading*, esse é um dos elementos que, em conjunto com outros, pode configurar prova indiciária suficiente do fluxo informacional, conforme se verifica no próprio precedente referido pela defesa¹⁶. **A ausência de prova direta sobre o meio e o momento de transmissão das informações, a exemplo de registros telefônicos, não impede a verificação de tal requisito necessário para a caracterização do *front running*, que pode ocorrer com base em indícios múltiplos, robustos e convergentes, como os que estão presentes aqui.**

¹⁶ PAS CVM nº 11/2008, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 21/08/2012: “O Colegiado já decidiu que as relações de amizade e parentesco ou a familiaridade com os assuntos e corpo de funcionários da companhia isoladamente considerados não poderiam ser vistos como suficientes para sustentar o repasse de informação privilegiada. Tais relações são somente um dos possíveis meios de indicar a ciência de informação privilegiada por quem negociou com as ações”.



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

33. E, com efeito, neste PAS, a relação familiar entre os acusados é apenas um dos indícios que integra esse conjunto probatório, junto da já citada participação relevante de Marcelo da Cruz na emissão de ordens que foram executadas contra ofertas dos demais acusados e de outros elementos, examinados mais detidamente abaixo: a dinâmica das operações de Maurício da Cruz e Noemi Nagasawa, bem como as transferências bancárias realizadas entre Maurício da Cruz e Marcelo da Cruz. Todos esses elementos, considerados conjuntamente, constituem um arcabouço sólido e suficiente que permite concluir que tais resultados não poderiam ter sido obtidos sem o prévio acesso às informações das operações da BB Gestão.

As operações de Noemi Nagasawa e Maurício da Cruz

34. Antes de avançar, é importante deixar claro que um elevado índice de acerto em operações de *day trade*, por si só, não configura automaticamente qualquer irregularidade, nem pode ser tomado isoladamente como sinal de conduta ilícita. É plenamente possível que, por uma variedade de fatores, como experiência e a estruturação de estratégias, investidores obtenham resultados consistentes por determinados períodos.

35. Ocorre que, em concreto, o índice de acerto das operações de Noemi Nagasawa e Maurício da Cruz demonstra-se altamente dependente de uma variável: a participação dos fundos da BB Gestão como sua contraparte, no mais das vezes no fechamento das operações de *day trade*. Se a performance de Noemi Nagasawa e Maurício da Cruz resultasse de habilidade ou estratégia, seria esperada certa consistência em seu resultado, independentemente de quem figurasse como contraparte da operação, mas não é esse o caso.

36. Contudo, na prática, verifica-se justamente o contrário: uma discrepância notável a depender do envolvimento dos fundos da gestora. A área técnica apresenta índices de acerto dos negócios dos acusados superiores a 90% quando tais fundos figuram na contraparte, mas na faixa dos 50-60%, quando ausentes; entre um cenário e outro, o resultado bruto médio por operação cai mais de 85%. Mais de 90% do lucro bruto de ambos os investidores foi obtido nas operações com atuação da BB Gestão, representativas, quando muito, de 65% de seus negócios.



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

37. Menciono tais valores em termos aproximados, sem precisá-los, por conta da ressalva apresentada pela defesa quanto a uma das premissas metodológicas adotadas pela Acusação para analisar as operações. De fato, ao tratar todas as operações realizadas por cada investidor com um mesmo ativo ao longo do pregão como um único *day trade*, a Acusação acabou por incluir em sua análise negócios dos acusados que não tiveram qualquer envolvimento dos fundos da BB Gestão ou relação com a atuação da gestora naquele pregão. Entendo ter sido esse o caso dos exemplos apresentados pela defesa relativos a 08/02/2021, 08/09/2021 e 23/03/2022.

38. Para que não reste dúvidas, **a configuração da prática de *front running* não depende, necessariamente, de a operação ter como contraparte aquele investidor cuja ordem foi antecipada**¹⁷. O que importa, na verdade, é que a pessoa, a partir de sua posição, função ou seu vínculo com o emissor das ordens, tenha se valido da informação sobre ordens ainda não conhecidas no mercado, com o intuito de se antecipar ao emissor das ordens ou repassar a informação para que terceiros se antecipem. Isso significa que operações fechadas com terceiros, mas que se valeram de informações antecipadas de negócios da BB Gestão, também caracterizam o *front running*. Até mesmo por isso, a Acusação acertou ao tratar indistintamente os negócios de Noemi Nagasawa e Maurício da Cruz que foram fechados **parcial** ou integralmente contra os fundos da gestora.

39. Por outro lado, embora o procedimento adotado pela área técnica tenha buscado simplificar a análise dos dados e minimizar discussões sobre a fragmentação das ordens, ele abre margem para discussão sobre a precisão dos números apresentados como ganhos totais nas operações de Noemi Nagasawa e Maurício da Cruz.

40. Contudo, a meu ver, ao contrário do que almeja a defesa, **essa discussão não coloca em xeque o alto índice de acerto dos acusados, a concentração de seus ganhos em operações envolvendo a BB Gestão ou a discrepância dos resultados entre tais operações e aquelas contra os demais participantes de mercado.**

¹⁷ Destaque-se trecho do voto do Diretor Relator Marcos Barbosa Pinto no PAS CVM nº 15/04, j. em 7.7.2009: “Como já mencionei acima, os acusados poderiam e deveriam ser condenados ainda que a Petros não figurasse como contraparte em seus negócios, já que a prática não-equitativa conhecida como *front running* consiste em se antecipar a uma operação que está para ser realizada, aproveitando-se dos movimentos de mercado dela decorrentes.”



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

41. Salvo por essa questão e uma outra, relativa a transferências bancárias feitas por Maurício da Cruz, sobre a qual discorro adiante, **o conjunto probatório reunido pela Acusação a respeito das operações de Noemi Nagasawa e Maurício da Cruz é absolutamente robusto.**

42. A análise dos dados relativos às operações dos acusados¹⁸ confirma o que a Acusação apontou: uma consistência de resultados, marcada pelo elevado índice de acerto, pelos maiores patamares de lucro e pela concentração dos ganhos nas operações envolvendo a BB Gestão, que não se explica por acaso, sorte ou perícia dos investidores, mas sim por conta do *modus operandi* empregado por eles – operar os mesmos valores mobiliários, nos mesmos pregões, com bastante proximidade temporal.

43. Nesse sentido, também chama atenção a constatação da Acusação de que a atuação de Noemi nesses termos não se verifica em relação a outros participantes do mercado que figuravam frequentemente em seus negócios, muito embora os fundos geridos pela BB Gestão, quando considerados em conjunto, foram apenas a segunda contraparte mais frequente em tais negócios.

44. A defesa se baseou nisso, no fato de que tais fundos estavam presentes em 12% das operações de Noemi e que a BB Gestão era relevante no mercado para alegar que não se poderia falar em concentração de operações envolvendo essa contraparte. Ocorre que a Acusação não trata da concentração como fim em si mesmo, mas sim como indício de um padrão atípico e sistemático: não se afirma que a maior parte dos negócios de Noemi Nagasawa envolveu os fundos da BB Gestão, mas que justamente nessas operações se observaram lucros anormais e consistência de resultados que não se reproduziram em relação a outros participantes. São essas operações, diferenciadas das demais por sinais claros de direcionamento, que chamaram a atenção da BSM e da área técnica desta autarquia.

¹⁸ Docs. nº 1495987 e 1495990.



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

45. Para ilustrar de forma bem objetiva o *modus operandi* adotado por Noemi Nagasawa e Maurício da Cruz, apresento abaixo (mais uma) amostra de suas operações:

Data	Valor mobiliário	Compra		Venda		Intervalo	Lucro (R\$)	Rent.
		Hora	Preço	Hora	Preço (R\$)			
Noemi Nagasawa								
27/01/2016	VLID3	10:05	33,57	10:07	34,10	2 min	320,00	1,58%
13/04/2016	DIRR3	15:55	6,15	15:57	6,25	2 min	402,00	1,67%
11/07/2016	SML3	16:51	46,40	16:52	46,80	1 min	240,00	0,86%
25/10/2016	GUAR3	10:55	70,49	10:57	71,60	2 min	332,00	1,56%
20/01/2017	FLRY3	13:19	37,02	13:20	37,30	1 min	226,00	0,76%
02/05/2017	GRND3	10:55	24,55	10:57	24,75	2 min	360,00	0,81%
11/08/2017	DIRR3	14:15	5,45	14:17	5,53	2 min	797,00	1,41%
23/11/2017	WIZS3	16:49	12,74	16:55	12,90	6 min	969,00	1,23%
08/05/2018	ARZZ3	16:28	43,49	16:30	43,90	2 min	648,00	0,93%
Maurício da Cruz								
23/09/2020	COGNJ580	17:46	0,24	17:47	0,25	3 min	3.000,00	5,88%
11/11/2020	BBDCK246	14:38	0,43	14:40	0,46	1 min	2.000,00	4,17%
29/01/2021	VVARB155	10:30	0,95	10:31	1,04	2 min	3.900,00	6,97%
05/03/2021	ITUBD271	11:02	1,78	11:04	1,95	1 min	18.130,00	9,55%
09/03/2021	PETRE224	11:09	0,79	11:09	0,87	2 min	21.000,00	9,86%
24/03/2021	BBASE340	11:58	0,25	11:59	0,28	0 min	21.350,00	10,42%
14/04/2021	COGNE420	12:29	0,11	12:31	0,12	1 min	25.272,00	11,88%
28/06/2021	BBASG37	16:03	0,48	16:04	0,49	2 min	10.000,00	9,09%
16/09/2021	PETRJ300	15:38	0,13	15:52	0,15	1 min	3.000,00	2,08%
22/10/2021	COGNK280	16:39	0,17	16:42	0,19	14 min	20.232,00	17,63%
09/02/2022	BBDCB221	16:43	0,56	16:51	0,60	3 min	14.000,00	11,76%
21/03/2022	MGLUD540	16:32	0,14	16:34	0,15	8 min	6.000,00	7,14%
31/03/2022	USIMD150	17:46	0,24	17:47	0,25	2 min	7.500,00	7,14%

46. Esses exemplos reúnem um conjunto de características muito específicas e que se repetem com frequência ao longo do período sob exame neste PAS. Em todas as operações listadas: **(i)** os fundos da BB Gestão apareceram como contraparte na ponta vendedora; **(ii)** as vendas aconteceram poucos minutos depois da compra, muitas vezes em menos de cinco minutos, o que evidencia um *timing* bastante próximo daqueles das ordens da BB Gestão; **(iii)** as operações mais lucrativas foram realizadas no mercado de opções; e **(iv)** o padrão observado se repetiu, de forma consistente, ao longo de um período bastante longo, envolvendo diferentes ativos e datas.



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

47. Portanto, não há como se falar em coincidência ou em habilidade isolada no mercado. Trata-se de um padrão claro que demonstra a prática irregular. Embora a referida amostra seja ilustrativa, ela representa adequadamente o comportamento identificado nos autos: negócios tendo como contraparte os fundos geridos pela BB Gestão, a partir de ordens emitidas em um *timing* muito preciso e com lucros sistemáticos.

48. Especificamente sobre a realização de negócios com opções, constato que a concentração das operações nesse mercado se deu progressivamente no decorrer do tempo, junto com um crescimento dos ganhos obtidos. A meu ver, essa evolução evidencia o aumento de sofisticação da estratégia utilizada pelos acusados, já que, comparativamente com o ambiente de negociação à vista, não apenas esse mercado permite um ganho proporcionalmente maior a partir de variações menores na cotação, mas a sua menor liquidez reduz a chance de interferência de outros participantes no cruzamento de ordens e, portanto, facilita a coordenação de operações.

49. A respeito do momento de interrupção das operações, no dia seguinte à convocação dos acusados para depor à CVM, uma vez que ele se refere especificamente às operações à época realizadas por Maurício da Cruz em nome de M.R.M.C., sua esposa, as quais justificadamente deixei de analisar, me limitarei a esclarecer que não há contradição entre o parecer emitido pela PFE-CVM para tratar da proposta de termo de compromisso que havia sido apresentada ainda no decorrer do inquérito administrativo e a Peça de Acusação. Tais documentos foram produzidos em momentos diferentes do curso processual, com finalidades diversas. O primeiro, datado de 11/04/2023, concluiu pela ausência de elementos suficientes para atestar a cessação das operações **quando a apuração ainda estava em curso**, ao passo que o segundo, emitido meses depois, em 23/10/2023, mencionou a cessação das operações após o fim das apurações.

50. Diante do exposto, fica evidente um padrão estruturado no presente caso, resultado de uma atuação coordenada de agentes que detinham acesso prévio às ordens dos fundos da BB Gestão.



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

Transferências bancárias

51. No que se refere às 51 transferências bancárias identificadas pela Acusação, reconheço que se mostram compatíveis com a dinâmica típica de *front running*, no qual o transmissor das informações é remunerado pelos beneficiários diretos.

52. Isso resta especialmente evidente pela: **(i)** incompatibilidade dos valores movimentados com a capacidade financeira declarada por Maurício da Cruz – à época desempregado e sem fontes alternativas relevantes de renda; **(ii)** ausência de créditos na conta de Marcelo da Cruz no Banco do Brasil, que é indicativa de um interesse em evitar o conhecimento das áreas de controle interno da BB Gestão de tais movimentações; e **(iii)** forte correlação, mês a mês, entre os resultados das operações de Maurício da Cruz e os valores repassados.

53. Dito isso, reconheço que a defesa logrou êxito em demonstrar que a Acusação se equivocou ao incluir uma transferência no valor de R\$195.000,00, datada de 26/04/2021, entre aquelas feitas por Maurício da Cruz a Marcelo da Cruz. Trata-se, na verdade, de uma movimentação de recursos entre contas bancárias do próprio Maurício da Cruz.

54. Esse erro isolado, embora referente ao maior valor individual das transferências elencadas, não compromete a higidez do conjunto probatório: dos diversos lançamentos analisados, apenas esse foi infirmado, restando incólume o volume expressivo das demais transferências, que não foram contestadas, e que totalizaram R\$1.389.835,00.

55. Também não procede a alegação de cerceamento de defesa por falta de acesso às análises da área técnica sobre os dados bancários no SIMBA. A Resolução CVM nº 45/2021 prevê a possibilidade de requerer produção de provas para esclarecer eventuais dúvidas, mas não houve solicitação formal nesse sentido¹⁹.

56. Ressalto, ainda, que as transferências, isoladamente, não bastariam para comprovar o repasse de informações. Entretanto, as justificativas apresentadas por Marcelo da Cruz e Maurício da Cruz mostraram-se evasivas e sem comprovação documental, reforçando o caráter suspeito das movimentações. Nesse contexto, entendo que os repasses corroboram o

¹⁹ Art. 43. Cabe ao Relator decidir acerca do pedido de provas formulado na defesa do acusado, bem como presidir as diligências necessárias à sua produção, caso deferido o pedido.



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

vínculo operacional e financeiro entre os acusados, configurando mais um indício de materialidade da conduta e da partilha dos lucros obtidos a partir do acesso indevido às informações da BB Gestão.

57. Esse elemento, em particular, é bastante relevante para apurar o caráter doloso da conduta de Marcelo da Cruz, tendo em vista a demonstração de obtenção de benefício econômico não apenas para sua esposa e seu irmão, mas também para si próprio.

58. Ante o exposto, entendo que os autos deste processo trazem múltiplos e convergentes elementos que evidenciam a atuação coordenada dos acusados, valendo-se do acesso antecipado de Marcelo da Cruz às ordens transmitidas pela BB Gestão, para que Maurício da Cruz e Noemi Nagasawa operassem em posição de vantagem indevida, de modo a auferir lucro. Fatores como o padrão reiterado das operações, o *timing* extremamente coincidente, a concentração dos lucros de Noemi Nagasawa e Maurício da Cruz nas operações em que os fundos da gestora eram contraparte, a existência de vínculos familiares e o fluxo de transferências financeiras entre Maurício da Cruz e Marcelo da Cruz constituem um arcabouço probatório robusto, capaz de sustentar, com segurança, a tese acusatória relativa à prática de *front running*.

59. Nesse arranjo, Marcelo da Cruz, valendo-se de sua posição funcional na BB Gestão, repassou informações antecipadas aos familiares acerca das ordens da gestora e, posteriormente, o remuneravam com parte dos lucros auferidos – em prejuízo direto aos fundos sob sua responsabilidade fiduciária. Tal conduta configura a adoção de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, na modalidade de *front running*, conforme caracterizado na alínea “d” do inciso II da Instrução CVM nº 8/1979 e no inciso IV do art. 3º da posterior Resolução CVM nº 62/2022, sendo vedada expressamente pelo inciso I da mesma Instrução e pelo art. 2º da referida Resolução.

60. Essa conclusão não é afastada pela alegação da defesa de que a Acusação não teria identificado quem teria efetivamente sofrido prejuízo com as operações de Noemi Nagasawa e Maurício da Cruz.



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

61. Tal argumento não procede. A prática não equitativa é um ilícito de perigo, que tutela a integridade, a transparência e a igualdade de condições no mercado de capitais, e não o patrimônio individual de cada investidor. Assim, não se exige a demonstração de prejuízo concreto e individualizado, mas apenas a constatação de que houve desequilíbrio informacional apto a comprometer a confiança no funcionamento regular do mercado.

62. É precisamente o que se verifica nos autos: os acusados se valeram de informações antecipadas sobre ordens de fundos da BB Gestão, colocando-se em posição de vantagem indevida tanto em relação ao mercado como em relação aos próprios fundos. A conduta, assim, violou a paridade de condições que deve orientar a atuação dos participantes do mercado de valores mobiliários.

63. Nesse contexto, não há contradição no fato de a acusação ter se referido ora a uma prática “contra a BB Gestão”, ora “contra o mercado”. A gestora figurou como contraparte em diversas operações realizadas por Noemi Nagasawa e Maurício da Cruz, ao passo que o mercado em geral foi afetado pelo desequilíbrio informacional. As qualificações são, portanto, complementares.

64. Também não procede a objeção de que a acusação teria deixado de individualizar os fundos supostamente prejudicados. Tal exigência não decorre da configuração da prática não equitativa, cujo objeto de tutela é sistêmico. Ademais, os registros constantes dos autos permitem identificar, operação por operação, quais fundos da BB Gestão atuaram como contraparte.

65. Todas as partes tiveram pleno acesso a essas informações e a oportunidade de se manifestar, razão pela qual não se verifica qualquer comprometimento ao contraditório ou à ampla defesa.

66. Em suma, todas as teses defensivas relativas à ausência de prejuízo individualizado, à suposta contradição quanto ao impacto da prática e à eventual falta de individualização dos fundos não alteram o quadro probatório. Ao contrário, o conjunto de elementos reunidos nos autos – **padrão sistemático das operações, *timing* coincidente, concentração dos lucros nas transações com os fundos da BB Gestão, vínculos familiares e fluxo de transferências**



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

financeiras – confirma de forma robusta e convergente a ocorrência da prática não equitativa na modalidade de *front running*.

IV. CONCLUSÃO E PENALIDADES

67. Os fatos objeto deste PAS tiveram fim após a entrada em vigor da Lei nº 13.506/2017, que alterou a Lei nº 6.385/1976. Dessa forma, os valores máximos das penas desde então previstos na lei são aplicáveis a este caso, observados os parâmetros introduzidos na regulamentação da CVM pela Instrução CVM nº 607/2019, atualmente refletidos na Resolução CVM nº 45/2021.

68. De todo modo, na fixação de penalidades por esta CVM, o Colegiado deve atentar para os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, assim como os motivos que justifiquem sua imposição. Em cada caso, cabe, portanto, avaliar a gravidade do ilícito e as condutas, observadas eventuais circunstâncias agravantes ou atenuantes, à luz da legislação de regência da matéria.

69. A realização de prática não equitativa configura infração de natureza grave, conforme previa o item III da Instrução CVM nº 8/1979²⁰, que se reflete atualmente no art. 4º da Resolução CVM nº 62/2022²¹.

70. Tendo em vista a discussão acerca dos resultados totais obtidos por Noemi Nagasawa e Maurício da Cruz com suas operações, entendo que os valores apresentados pela Acusação relativos aos resultados obtidos por eles com suas operações não são o melhor parâmetro para a fixação de penalidade a partir da adoção de múltiplos, consoante o art. 11, §1º, inciso III, da Lei nº 6.385/1976.

²⁰ 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.

²¹ Art. 4º Considera-se infração grave, para efeito do disposto no § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, a infração à norma contida nesta Resolução.



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

71. Assim, com base nas circunstâncias do caso concreto e em precedentes deste Colegiado, fixo a pena-base aplicável aos acusados Noemi Nagasawa, Maurício da Cruz e Marcelo da Cruz em R\$2.000.000,00²².

72. Reconheço, em desfavor de todos os acusados, as circunstâncias agravantes de (i) reiteração da prática irregular, que perdurou vários anos; e (ii) a expressiva vantagem econômica pretendida com a conduta. Considero, ainda, como circunstância atenuante, os bons antecedentes dos acusados. A agravante e as atenuantes incidirão sobre as penas-base no percentual de 15%.

73. Uma vez que a defesa questiona a aplicação da segunda dessas agravantes, esclareço que, pelas mesmas razões que expus na análise de mérito, ainda que se discuta a metodologia adotada na Peça de Acusação, os montantes identificados seguem sendo úteis como parâmetros dos patamares de valores envolvidos na conduta dos acusados. Por outro lado, assiste razão à defesa ao alegar que a quebra de deveres fiduciários por Marcelo da Cruz é parte integrante da prática de *front running*, o que afasta a aplicação da agravante correspondente.

74. Por todo o exposto, com fundamento no art. 11 da Lei nº 6.385/1976, voto pela **condenação** de Marcelo da Cruz, Maurício da Cruz e Noemi Nagasawa à penalidade de multa pecuniária individual no valor de **R\$2.3000.000,00**, cada um, 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, e ao art. 3º c/c art. 2º, inciso IV, da Resolução CVM nº 62/2022.

²² PAS CVM nº 19957.002595/2017-13, Dir. Rel. Otto Lobo, j. em 10/12/2024; PAS CVM nº 19957.005174/2019-14, Pres. Rel. João Nascimento, j. em 11/10/2022; PAS CVM nº 19957.001813/2020-06, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 22/09/2020. Em todos esses casos, relativos a fatos anteriores à Lei nº 13.506/2017, há exemplos da fixação da penalidade de multa a partir do limite então previsto no art. 11, §1º, inciso I, da Lei nº 6.385/1976, de R\$500.000,00. Como, no presente processo, os fatos ocorreram em sua maioria após a alteração legislativa, considero adequada a fixação da pena-base em R\$2.000.000,00, correspondente a 10% da pena-base máxima de R\$20 milhões estabelecida no grupo V do Anexo A da Resolução CVM nº 45/2021.



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

75. Por fim, nos termos do art. 9º da Lei Complementar nº 105/2001 e do art. 12 da Lei nº 6.385/1976, sugiro que o resultado deste julgamento seja comunicado ao Ministério Público Federal no Estado do Rio de Janeiro, em complemento às comunicações realizadas anteriormente²³.

É como voto.

Rio de Janeiro, 19 de agosto de 2025.

Marina Copola

Diretora Relatora

²³ Ofícios nº 102/2023/CVM/SGE e nº 28/2024/CVM/SGE (docs. nº 1759566 e nº 1987826).