



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

PARECER DO COMITÊ DE TERMO DE COMPROMISSO

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM 19957.008087/2021-25

SUMÁRIO

PROPONENTES:

MARCELO COSTA DA CRUZ

MAURÍCIO COSTA DA CRUZ

NOEMI MITSIKO NAGASAWA

ACUSAÇÃO:

MARCELO COSTA DA CRUZ: infração, em tese, ao disposto no art. 3º c/c o art. 2º, IV, da Resolução CVM nº 62/2022 (“RCVM 62”) em razão de suposta prática não equitativa, na modalidade *front running*, por ter veiculado informações obtidas em dever de ofício aos investidores NOEMI MITSIKO NAGASAWA e MAURÍCIO COSTA DA CRUZ, que permitiram que eles se antecipassem aos negócios efetuados pela Gestora.

MAURÍCIO COSTA DA CRUZ: infração, em tese, ao disposto no art. 3º c/c o art. 2º, IV, da RCVM 62[1] em razão de suposta prática não equitativa, na modalidade *front running*, por ter operado nos mercados à vista e de opções de bolsa de valores em nome próprio e no de sua esposa, entre 11.09.2020 e 19.10.2022, em negócios tendo como contraparte fundos de investimento geridos por uma mesma instituição, de posse de informação antecipada sobre os negócios dessa Gestora, obtida por meio ilícito, qual seja, a relação com MARCELO COSTA DA CRUZ, gestor na Divisão de Renda Variável da referida instituição.

NOEMI MITSIKO NAGASAWA: infração, em tese, ao disposto no art. 3º c/c o art. 2º, IV da RCVM 62 em razão de suposta prática não equitativa, na modalidade *front running*, por ter operado nos mercados à vista e de opções de bolsa de valores em nome próprio, entre 26.01.2016 e 13.06.2022, em negócios tendo como contraparte fundos de investimento geridos por uma mesma Instituição, de posse de informação antecipada sobre os negócios dessa Gestora, obtida por meio ilícito, qual seja, a relação com MARCELO COSTA DA CRUZ, gestor na Divisão de Renda Variável da referida instituição.

PROPOSTA:

Pagar à CVM, em **60 (sessenta) parcelas mensais, iguais e consecutivas**, o valor total de **R\$ 600.000,00** (seiscentos mil reais), da seguinte forma: (a) **R\$ 200.000,00** (duzentos mil reais) por **NOEMI MITSIKO NAGASAWA**; **R\$ 200.000,00** (duzentos mil reais) por **MAURÍCIO COSTA DA CRUZ**; e **R\$ 200.000,00** (duzentos mil reais) por **MARCELO COSTA DA CRUZ**.

ÓBICE JURÍDICO:

SIM

PARECER DO COMITÊ:

REJEIÇÃO

PARECER DO COMITÊ DE TERMO DE COMPROMISSO

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM 19957.8087/2021-25

PARECER TÉCNICO

1. Trata-se de proposta conjunta de Termo de Compromisso (“TC”) apresentada por MARCELO COSTA DA CRUZ (“MARCELO DA CRUZ”), na qualidade de gestor em instituição gestora de fundos de investimentos (“Gestora”) e por MAURÍCIO COSTA DA CRUZ (“MAURÍCIO DA CRUZ”) e NOEMI MITSIKO NAGASAWA (“NOEMI NAGASAWA” e, em conjunto com os demais, “PROPONENTES”), na qualidade de investidores, no âmbito de Inquérito Administrativo (“IA”) conduzido pela Superintendência de Processos Sancionadores (“SPS” ou “Área Técnica”), no qual não constam outros acusados.

DA ORIGEM[2]

2. O Inquérito Administrativo foi instaurado para investigar possível uso de prática não equitativa, na modalidade *front running*, em razão de uma suposta atipicidade em negócios com valores mobiliários realizados em bolsa de valores, tendo como contraparte fundos de investimentos geridos por uma mesma Instituição (“Fundos”), no período de janeiro de 2016 a junho de 2020.

DOS FATOS

3. Em 14.11.2018, a B3 Supervisão de Mercados (“BSM”) comunicou à Superintendência de Relações com Mercado e Intermediários (“SMI”) ter constatado indícios de *front running* em operações *day trade* realizadas por NOEMI NAGASAWA no período de 02.01.2016 a 20.07.2017.

4. Após aprofundar a investigação, a SMI verificou que:

- a. entre 02.01.2016 e 31.10.2018, NOEMI NAGASAWA havia realizado 528 *day trades* com a presença dos Fundos atuando como contraparte das operações;
- b. a taxa de sucesso nessas operações foi de 94%, considerando que a investidora obteve resultado positivo em 498 dos *day trades* e resultado negativo ou nulo em apenas 30 operações;
- c. o lucro bruto acumulado pela investidora no período foi de R\$ 283.497,00 (duzentos e oitenta e três mil, quatrocentos e noventa e sete reais);
- d. sem a presença da Gestora no pregão, a investidora realizou 407 *day trades*, sendo 251 com resultado positivo e 156 com resultado negativo ou nulo, perfazendo uma taxa de sucesso de 62%; e
- e. com frequência, a ordem de NOEMI NAGASAWA agredida não se encontrava no topo do livro de ofertas e a ordem da Gestora era inserida em uma quantidade mais do que suficiente para executar todas as ordens até chegar ao preço da ordem dada pela investidora.

5. Tendo em vista que o vínculo inicialmente identificado entre as partes se mostrava frágil e insuficiente para sustentar uma acusação – foi identificada uma relação de amizade em rede social entre o marido de NOEMI NAGASAWA, MARCELO

DA CRUZ, e uma das pessoas autorizadas a emitir ordens em nome da Gestora - a SMI propôs a instauração do inquérito.

6. Após a análise inicial das operações de NOEMI NAGASAWA feita pela SMI, outras comunicações sobre operações com os mesmos indícios de irregularidade foram enviadas à CVM e juntadas ao IA:

a. em 18.05.2021, a BSM informou sobre novos negócios com indícios de *front running* contra os Fundos realizados por NOEMI NAGASAWA no período entre 01.08.2019 e 30.06.2020;

b. em 30.03.2022, já estando claro o vínculo de MARCELO DA CRUZ (marido de NOEMI NAGASAWA) com a Gestora, a BSM alertou sobre operações com indícios de *front running* contra os Fundos realizadas por seu irmão, MAURÍCIO DA CRUZ, no período de 01.01.2020 a 18.03.2020; e

c. em 10.11.2022, a BSM informou sobre operações com indícios de *front running* contra os Fundos realizadas em nome da esposa de MAURÍCIO DA CRUZ no período de 03.08.2022 a 19.09.2022, por meio de conta aberta em 29.07.2022.

Da atuação dos investidores no mercado

7. A fim de determinar: (a) o período de atuação de cada investidor; (b) as taxas de sucesso quando a Gestora atuava no pregão e quando não atuava; e (c) a estimativa de resultado financeiro com as operações^[3], a SPS analisou todos os negócios realizados nos mercados à vista, a termo, fracionário e de opções em nome dos investigados e destacou, em síntese, que:

a. no período de 26.01.2016 a 13.06.2022, NOEMI NAGASAWA realizou um total de 1.775 *day trades*, obtendo um lucro bruto de R\$ 1.973.646,87 (um milhão, novecentos e setenta e três reais mil, seiscentos e quarenta e seis reais e oitenta e sete centavos), o que representa um resultado médio de R\$ 1.111,91 (mil cento e onze reais e noventa e um centavos) por *day trade* e uma taxa de sucesso de 80%;

b. 54,5% desses *day trades* foram fechados com a presença dos Fundos na contraparte e geraram 90% do lucro bruto obtido pela investidora no período;

c. considerando somente as operações com a presença dos Fundos na contraparte, o lucro bruto da investidora foi de R\$ 1.773.069,38 (um milhão, setecentos e setenta e três mil, sessenta e nove reais e trinta e oito centavos), o que representaria um resultado médio de R\$ 1.831,68 (mil oitocentos e trinta e um reais e sessenta e oito centavos) por *day trade* e uma taxa de sucesso de 95%;

d. considerando somente as operações fechadas contra o mercado, a performance da investidora cai para R\$ 248,55 (duzentos e quarenta e oito reais e cinquenta e cinco centavos) por *day trade*, com uma taxa de sucesso de 63%;

e. além da discrepância observada na performance, a frequência com que a investidora operou os mesmos ativos que a Gestora - nos mesmos pregões, com tanta proximidade temporal, possibilitando o fechamento de mais da metade dos *day trades* a preços favoráveis - também seria incomum, mesmo que se considere que a Gestora é um participante importante e frequente nos mercados da bolsa de valores;

f. por sua vez, no período de 16.09.2021 a 13.09.2022, MAURICIO DA CRUZ realizou um total de 245 *day trades*, obtendo um lucro bruto de R\$ 2.271.217,65 (dois milhões, duzentos e setenta e um mil, duzentos e dezessete reais e sessenta e cinco centavos), o que representaria um resultado médio de R\$

9.270,28 (nove mil, duzentos e setenta reais e vinte e oito centavos) por *day trade* e uma taxa de sucesso de 80%;

g. 65% desses *day trades* foram fechados com a presença dos Fundos na contraparte e geraram 98% do lucro bruto obtido pelo investidor no período;

h. considerando somente as operações com a presença dos Fundos na contraparte, o lucro bruto do investidor foi de R\$ 2.232.161,95 (dois milhões, duzentos e trinta e dois mil, cento e sessenta e um reais e noventa e cinco centavos), o que representaria um resultado médio de R\$ 14.038,75 (quatorze mil e trinta e oito reais e setenta e cinco centavos) por *day trade* e uma taxa de sucesso de 97%;

i. considerando somente as operações fechadas contra o mercado, a performance do investidor cai para R\$ 454,14 (quatrocentos e cinquenta e quatro reais e quatorze centavos) por *day trade*, com uma taxa de sucesso de 50%;

j. além da discrepância observada na performance do investidor, chamou a atenção o resultado financeiro obtido ao longo de dois anos, que superou o resultado obtido por NOEMI NAGASAWA, denotando uma possível curva de aprendizagem alcançada pelo grupo na prática empreendida contra os Fundos;

k. no período de 03.08.2022 a 19.10.2022, foram realizados um total de 46 *day trades* em nome da esposa de MAURÍCIO DA CRUZ, com obtenção de lucro bruto de R\$ 1.179.782,00 (um milhão, cento e setenta e nove mil, setecentos e oitenta e dois reais), o que representa um resultado médio de R\$ 25.647,43 (vinte e cinco mil, seiscentos e quarenta e sete reais e quarenta e três centavos) por *day trade* e uma taxa de sucesso de 96%;

l. 91% desses *day trades* foram fechados com a presença dos Fundos na contraparte e geraram 96% do lucro bruto obtido pela esposa de MAURÍCIO DA CRUZ no período;

m. embora não tenha sido verificada diferença na performance da esposa de MAURÍCIO DA CRUZ em operações contra os Fundos e contra o mercado, há que se considerar que foram realizados apenas 4 *day trades* contra o mercado no período em análise;

n. a rapidez com que se atingiu um resultado superior a R\$ 1 milhão, em pouco mais de dois meses e logo após a abertura de conta na corretora, corroboraria a hipótese sobre a curva de aprendizagem alcançada pelo grupo na prática empreendida; e

o. o resultado consolidado do grupo no período foi de R\$ 5.141.045,34 (cinco milhões, cento e quarenta e um mil, quarenta e cinco reais e trinta e quatro centavos), equivalente a 94,8% do resultado obtido pelos investidores com todos os *day trades* cursados por eles no período:

Tabela 1. Day trades efetuados no período de 26.01.2016 a 19.10.2022

	Contra Fundos	Contra mercado	Total
Quantidade de Operações	1.169	897	2.066
Operações sem Sucesso	58	340	398

Resultado Bruto	R\$ 5.141.045,34	R\$ 283.601,18	R\$ 5.424.646,52
Resultado Médio por Day Trade	R\$ 4.397,81	R\$ 316,17	R\$ 2.625,68
Taxa de Sucesso	95%	62%	81%

8. No que diz respeito à evolução dos resultados obtidos pelos investidores ao longo do período analisado, a SPS destacou que, inicialmente, os negócios de NOEMI NAGASAWA privilegiavam operações com ações no mercado à vista, mas, a partir de 2020, o grupo passou a privilegiar operações envolvendo grandes quantidades de opções, com preço unitário de apenas alguns centavos. Como o efeito das ofertas da Gestora implicava na valorização nominal de poucos centavos no preço do papel negociado, a valorização era percentualmente maior nos negócios envolvendo opções, o que, somado a uma quantidade elevada de papéis negociados, explicaria o efeito multiplicador do lucro obtido pelo grupo ao longo do tempo.

9. Por fim, a SPS detectou a existência de 51 transferências bancárias feitas por MAURÍCIO DA CRUZ para MARCELO DA CRUZ no período, totalizando o montante de R\$ 1.584.834,93 (um milhão, quinhentos e oitenta e quatro mil, oitocentos e trinta e quatro reais e noventa e três centavos), o que corroborou a hipótese de possível atuação conjunta dos investigados.

Da atuação de MARCELO DA CRUZ na Gestora

10. Após questionamentos feitos: (a) à Gestora dos Fundos, a fim de compreender os processos decisórios, operacionais e de gerenciamento de riscos e controles internos relativos à gestão de fundos e de identificar as pessoas responsáveis por tais processos, e (b) ao próprio MARCELO DA CRUZ, a SPS verificou que o proponente fazia parte de um seleto grupo de profissionais que, devido a suas atribuições funcionais, podiam acompanhar e influenciar integralmente o fluxo de ordens de negócios em nome dos Fundos ao longo de um determinado pregão. A esse respeito, foi destacado, em resumo, que:

- a. MARCELO DA CRUZ foi apontado pela Gestora como funcionário envolvido no processo de seleção de ativos para aplicação de recursos em nome dos Fundos, tendo ocupado, no período de análise, os cargos de analista e de gestor;
- b. como integrante da equipe responsável pelas compras e vendas de ativos de renda variável em nome dos Fundos, MARCELO DA CRUZ sabia previamente quais papéis seriam negociados, a que preço, em quais quantidades e em quais momentos, já que ele tinha ciência das decisões colegiadas que haviam sido tomadas pelos diversos Comitês de Gestão e Fóruns constituintes da estrutura de governança da Gestora;
- c. da mesma forma, na qualidade de gestor da Divisão de Renda Variável, MARCELO DA CRUZ tinha atribuições que lhe permitiam acompanhar, de uma posição privilegiada, a execução das decisões de investimento formuladas pelas instâncias colegiadas da Gestora;
- d. tendo em vista a responsabilidade por inserir as ordens no sistema *Front Office*, ou cancelá-las, no processo de dupla autorização implementado pela Gestora, MARCELO DA CRUZ tinha controle sobre o *timing* das operações;
- e. a autonomia para inserir ou liberar ordens para execução no sistema *Front*

Office, a capacidade de acessar no sistema todas as ordens emitidas, tanto por ele como por seus pares, e o acesso aos sistemas *Broadcast* e *Bloomberg*, que lhe permitia identificar, eventualmente, se as ordens de negócios de seus parentes já estariam disponíveis para serem agredidas, proporcionavam a MARCELO DA CRUZ uma posição privilegiada para a consecução da prática de *front running*.

11. No que diz respeito à participação de MARCELO DA CRUZ nos negócios que envolviam seus parentes operando na contraparte dos Fundos da Gestora, a SPS destacou, em resumo, que:

a. a partir dos registros gerados no sistema *Front Office*, com a indicação (nome e matrícula) dos assessores envolvidos na confecção e transmissão das ordens, obteve-se uma amostra com 105 negócios realizados pela Gestora com a presença dos parentes de MARCELO DA CRUZ na contraparte, em todo o período investigado[4];

b. MARCELO DA CRUZ constou como responsável pela inserção da ordem no sistema já no segundo negócio da amostra, realizado em 28.03.2016, o que confirmaria sua atuação desde o início do período investigado e seu envolvimento no possível esquema;

c. em apenas dois dos 105 registros de ordens de negócios da amostra, MARCELO DA CRUZ não figurou como um dos gestores responsáveis pelas ordens, ou seja, em 98% das ordens examinadas, teria sido comprovada a participação do investigado;

d. de acordo com o procedimento de dupla autorização adotado pela Gestora para encaminhamento das ordens à mesa de operações, verificou-se que MARCELO DA CRUZ teria sido o responsável pela inserção da ordem no sistema em 96 ocasiões, constando, nesses casos, como o primeiro funcionário, dentre vários outros, que participou ao longo do fluxo de execução da ordem;

e. em outros seis casos, MARCELO DA CRUZ atuou como o gestor revisor da ordem, responsável por encaminhá-la à mesa de operações;

f. mesmo dentre as poucas ordens em que MARCELO DA CRUZ não figurou como responsável pela inserção ou revisão da ordem, foi possível identificar sua participação em uma delas, ocorrida em 17.09.2018, que teria sido inserida e liberada à mesa por outros funcionários que, no entanto, registraram a observação "*ordem de Marcelo Cruz*" em campo destinado a este fim;

g. a mesma observação "*ordem do Marcelo Cruz*" teria constado também em uma das ordens em que MARCELO DA CRUZ teria atuado como revisor, em 10.08.2021;

h. foi analisada também uma segunda amostra aleatória com 37 registros de ordens sem a participação dos investigados na contraparte;

i. nessa amostra, MARCELO DA CRUZ constou como a pessoa que inseriu as ordens no sistema em apenas dois registros, ou seja, em 5% dos negócios, que seria um número mais esperado, dado que a equipe da divisão de Renda Variável da Gestora era composta por 21 funcionários, sendo dois gerentes executivos, três gerentes de divisão e 16 gestores;

j. a diferença na participação de MARCELO DA CRUZ nas ordens da Gestora quando seus parentes eram contrapartes dos Fundos e quando não eram evidenciaria a intervenção do gestor no fluxo de ordens, de forma a beneficiar as operações de seus parentes; e

k. estatisticamente, não se justificaria sua presença em 98% dos registros de

uma amostra aleatória de ordens de negócios, a não ser pelo fato de que seus parentes estavam envolvidos na outra ponta desses negócios.

Da manifestação dos investigados

12. Intimados a depor, NOEMI NAGASAWA e MAURÍCIO DA CRUZ afirmaram: (a) ter conhecimento acerca do funcionamento do mercado de capitais e perfil arrojado de investimento; (b) tomar as próprias decisões de investimentos; (c) transmitir as próprias ordens de negócios; e (d) conversar esporadicamente e de forma genérica sobre o mercado com MARCELO DA CRUZ. Nenhum dos dois soube explicar a diferença de performance nas operações quando operavam com e sem os Fundos da Gestora na contraparte. Ainda, questionado sobre transferências bancárias feitas a seu irmão, MAURÍCIO DA CRUZ optou por não responder.

13. Em seu depoimento junto à CVM, MARCELO DA CRUZ, além indicar como se daria sua atuação profissional no âmbito da Gestora, afirmou, em resumo, que seus parentes não tinham como saber previamente sobre operações que a Gestora faria em nome dos Fundos e declarou não se lembrar sobre recebimento de recursos financeiros de seus parentes por meio de movimentação bancária.

14. Em manifestação escrita, a esposa de MAURÍCIO DA CRUZ declarou, em síntese, que não tinha conhecimento sobre o mercado de capitais, que não realizava operações e que seu marido seria responsável pelas decisões de investimentos em bolsa de valores feitas em seu nome.

DA MANIFESTAÇÃO DA ÁREA TÉCNICA

15. De acordo com a SPS:

a. a fim de apurar se, de fato, os posicionamentos no mercado bursátil em nome do grupo de investidores decorriam da conduta irregular de prática não equitativa, foi realizado um exame conjunto das operações que, em princípio, fugiriam ao padrão de normalidade negocial, no que tange a: (i) formas e estratégias de negociação adotadas pelos comitentes envolvidos; (ii) diferenças entre as taxas de sucesso obtidas nos negócios dos investigados, tendo como contrapartes os Fundos da Gestora ou eventuais outros comitentes; e (iii) vínculos existentes entre si, que lhes permitiriam obter previamente informações acerca de quais ativos, a que preço e em que *timing* a Gestora entraria no mercado;

b. à luz dos precedentes da CVM, os elementos caracterizadores da prática não equitativa são: (i) a ocorrência de negociações com valores mobiliários; (ii) uma posição de desequilíbrio ou desigualdade para qualquer das partes, direta ou indireta, efetiva ou potencial; e (iii) que o desequilíbrio existente seja indevido;

c. a prática de *front running* consiste na utilização, por um intermediário do mercado, de informações sobre uma ordem em bloco, capaz de influenciar no preço de determinado ativo, em proveito próprio;

d. nessa prática, o intermediário normalmente executa operações com valores mobiliários em sua conta pessoal, ou por meio de terceiros em combinação, utilizando informações não disponíveis ao mercado sobre ordens de clientes ainda não enviadas, a que teve acesso em razão de sua função, para obter lucro em suas transações;

e. no caso em tela, as principais evidências encontradas de prática não equitativa na modalidade *front running* foram:

i. elevado índice de acerto nas operações:

1. as taxas de sucesso de praticamente 100% dos negócios de NOEMI NAGASAWA e de MAURÍCIO DA CRUZ e sua esposa contra os Fundos

da Gestora são evidência robusta de que os investidores operavam com uso de informação privilegiada;

2. ao separar as taxas de sucesso das operações *day trade* dos três investidores contra Fundos da Gestora e contra os demais participantes do mercado, teria sido observada uma diferença bastante significativa: o grupo teria obtido taxa de sucesso consolidada de 62% contra o mercado em geral, ao passo que, contra a Gestora, a taxa teria se elevado para 95%;

ii. elevada concentração de ordens tendo como contraparte os Fundos da Gestora:

1. foi apurado que o percentual de *day trades* fechados contra Fundos da Gestora atingiu 55% das operações de NOEMI NAGASAWA, 65% e 91% das operações de MAURÍCIO DA CRUZ e de sua esposa, respectivamente;

2. nenhum dos investidores teria conseguido justificar razoavelmente os motivos dessa concentração de operações;

iii. negócios realizados exatamente no preço limite das ordens da Gestora, com *timing* perfeito:

1. foram identificados diversos *day trades* nos quais os investidores abriam a operação contra o mercado e encerravam contra Fundos da Gestora, exatamente no menor preço de compra - ou maior de venda - da oferta da Gestora;

2. foram identificadas inúmeras ocorrências que comprovam a incomum proximidade temporal existente entre as inserções de ordens em nome dos investidores e da Gestora, na contraparte;

3. de forma frequente, o mesmo tipo de operação era repetido diversas vezes ao longo de um mesmo pregão, ou seja, o investidor conseguiria acertar várias vezes o ativo e o preço, no *timing* perfeito de inserção das ordens em nome da Gestora;

iv. vínculos familiares entre os investidores e o gestor MARCELO DA CRUZ: NOEMI NAGASAWA é esposa de MARCELO DA CRUZ e MAURÍCIO DA CRUZ é seu irmão;

v. indícios da atuação de MARCELO DA CRUZ de forma a beneficiar as operações de seus parentes:

1. foi apurado que o MARCELO DA CRUZ tinha conhecimento prévio de quais ativos seriam negociados em nome da Gestora, bem como quais seriam os limites de preço autorizados para negociação;

2. além disso, MARCELO DA CRUZ tinha autonomia para definir o *timing* de colocação de ordens em nome dos fundos da Gestora, outro fator decisivo para a execução do ilícito;

3. a análise de uma amostra aleatória de ordens da Gestora que beneficiaram o grupo de investidores revelou a participação de MARCELO DA CRUZ em 98% delas, ao passo que, em uma amostra de ordens sem a presença dos investidores na contraparte, a participação do gestor caiu para 5%;

vi. movimentação financeira suspeita entre os investigados:

1. foram identificadas 51 transferências bancárias entre o investidor MAURÍCIO DA CRUZ destinadas ao gestor MARCELO DA CRUZ ou sua

esposa NOEMI NAGASAWA, que somam o valor de R\$ 1.584.834,93 (um milhão, quinhentos e oitenta e quatro mil, oitocentos e trinta e quatro reais e noventa e três centavos);

2. as transferências ocorreram em período em que MAURÍCIO DA CRUZ declarou estar desempregado e seriam incompatíveis com o patrimônio declarado por ele em ficha cadastral no intermediário utilizado para cursar suas operações;

3. as contas utilizadas por MAURÍCIO DA CRUZ para efetuar as transferências ao irmão se localizavam nas mesmas instituições por onde ele e sua esposa apuraram os ganhos com os *day trades*;

4. estatisticamente as transferências bancárias feitas para o gestor MARCELO DA CRUZ seriam fortemente correlacionadas aos ganhos obtidos pelos investidores MAURÍCIO DA CRUZ e sua esposa em suas operações contra fundos da Gestora[5];

5. MARCELO DA CRUZ recebeu os recursos decorrentes da prática de *front running* em contas de outras instituições bancárias, logrando êxito em ocultar, dos controles internos da Gestora, o elevado fluxo financeiro advindo da prática, em tese, irregular;

6. em sua oitiva, MARCELO DA CRUZ declarou não se lembrar de ter recebido ou efetuado transferências de recursos financeiros aos outros investigados;

vii. *timing* da cessação da conduta irregular: as operações contra os Fundos da Gestora cessaram em 19.10.2022, praticamente ao mesmo tempo em que os investidores foram convocados pela CVM para prestarem esclarecimentos, em 18.10.2022;

f. no caso em tela, todos os elementos para a caracterização da prática não equitativa conhecida como *front running*, teriam sido demonstrados;

g. foram verificadas centenas de operações de curto prazo com valores mobiliários em nome dos investidores tendo como denominador comum o fechamento das operações em *day trade* contra Fundos da Gestora;

h. essas operações teriam sido executadas em clara vantagem para os investidores, em relação ao restante do mercado, visto que eles teriam conhecimento prévio sobre quais ativos, a que preços e em que *timing* seriam negociados em nome da Gestora e puderam assim, em tese, adiantar-se à Gestora e inserir ordens que resultaram em operações *day trades* lucrativas para eles;

i. a alta taxa de sucesso nesses negócios, próximas a 100%, seria um forte indício, em tese, da irregularidade;

j. por fim, esse desequilíbrio teria acontecido de forma, supostamente, ilegal, a partir de informações previamente conhecidas por MARCELO DA CRUZ, pessoa responsável por transmitir e controlar o fluxo de ordens de negócios em bolsa de valores em nome dos Fundos da Gestora, em possível violação ao seu dever fiduciário;

k. com relação às operações cursadas em nome da esposa de MAURÍCIO DA CRUZ, teria sido apurado que o real transmissor das ordens foi o próprio marido, razão pela qual MAURÍCIO DA CRUZ deveria ser responsabilizado pela prática, em tese, de *front running* também nessas operações;

l. NOEMI NAGASAWA realizou 968 *day trades*, entre 26.01.2016 e 13.06.2022, obtendo lucro bruto de R\$ 1.773.069,38 (um milhão, setecentos e setenta e três

mil, sessenta e nove reais e trinta e oito centavos);

m. MAURÍCIO DA CRUZ realizou, em próprio nome e no de sua esposa, 201 *day trades*, entre 11.09.2020 e 19.10.2022, auferindo lucro bruto de R\$ 3.367.975,95 (três milhões, trezentos e sessenta e sete mil, novecentos e setenta e cinco reais e noventa e cinco centavos);

n. ressalta-se a colaboração MARCELO DA CRUZ (marido de NOEMI NAGASAWA), que, além de ter, supostamente, se beneficiado dos ganhos obtidos com as operações realizadas em nome de sua esposa, também se beneficiou das operações feitas em nome de seu irmão e de sua cunhada, por meio de 51 transferências bancárias realizadas por seu irmão, no valor de R\$ 1.584.834,93 (um milhão, quinhentos e oitenta e quatro mil, oitocentos e trinta e quatro reais e noventa e três centavos); e

o. embora não tenha negociado em seu próprio nome, possivelmente com o intuito de escapar dos controles internos de seu empregador, teria restado evidenciada a participação decisiva e imprescindível de MARCELO DA CRUZ para a consecução do suposto esquema.

DA RESPONSABILIZAÇÃO

16. Diante do exposto, a SPS propôs a responsabilização de:

a. MARCELO DA CRUZ por ter veiculado informações obtidas em dever de ofício aos investidores NOEMI NAGASAWA e MAURÍCIO DA CRUZ, que supostamente teriam permitido que eles se antecipassem aos negócios efetuados pela Gestora, concorrendo, assim, direta e decisivamente, para a eventual prática não equitativa (modalidade *front running*), acarretando uma indevida posição de vantagem aos investidores frente aos demais participantes do mercado, na forma conceituada no inciso II, letra "d", da então vigente ICVM 8 e no inciso IV do art. 2º da RCV 62, em infração, em tese, ao inciso I dessa mesma Instrução e ao art. 3º da mesma Resolução, sendo considerada falta grave para os fins do §3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76, conforme disposto no item III da citada Instrução e no art. 4º da citada Resolução;

b. MAURÍCIO DA CRUZ por ter operado nos mercados à vista e de opções da B3 em nome próprio e no de sua esposa, entre 11.09.2020 e 19.10.2022, em negócios tendo como contraparte fundos de investimento geridos pela mesma Instituição, possivelmente, de posse de informação antecipada sobre os negócios da Gestora obtida, supostamente, por meio ilícito, qual seja, a relação com MARCELO DA CRUZ, gestor na Divisão de Renda Variável da referida Instituição, caracterizando eventual prática não equitativa (modalidade *front running*), acarretando uma indevida posição de vantagem frente aos demais participantes do mercado, na forma conceituada no inciso II, letra "d", da então vigente ICVM 8 e no inciso IV do art. 2º da RCV 62, em infração, em tese, ao inciso I dessa mesma Instrução (nas operações cursadas até 31.01.2022) e ao art. 3º da mesma Resolução (nas operações cursadas a partir de 01.02.2022), sendo considerada falta grave para os fins do §3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76, conforme disposto no item III da citada Instrução e no art. 4º da citada Resolução; e

c. NOEMI NAGASAWA por ter operado nos mercados à vista e de opções da B3 em nome próprio, entre 26.01.2016 e 13.06.2022, em negócios tendo como contraparte fundos de investimento geridos pela mesma Instituição, possivelmente, de posse de informação antecipada sobre os negócios da Gestora obtida, supostamente, por meio ilícito, qual seja, a relação com MARCELO CRUZ, gestor na Divisão de Renda Variável da referida Instituição, caracterizando possível prática não equitativa (modalidade *front running*),

acarretando uma indevida posição de vantagem frente aos demais participantes do mercado, na forma conceituada no inciso II, letra "d", da então aplicável Instrução CVM nº 08/79 ("ICVM 8") e no inciso IV do art. 2º da RCVM 62, em infração, em tese, ao inciso I dessa mesma Instrução (nas operações cursadas até 31.01.2022) e ao art. 3º da mesma Resolução (nas operações cursadas a partir de 01.02.2022), sendo considerada falta grave para os fins do §3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76, conforme disposto no item III da citada Instrução e no art. 4º da citada Resolução.

DA PROPOSTA DE TERMO DE COMPROMISSO

17. Em 26.08.2024, após citação e no prazo para apresentação de defesas, os PROPONENTES apresentaram, com vistas ao encerramento antecipado do caso, proposta conjunta para celebração de Termo de Compromisso na qual ofereceram o pagamento do valor total de R\$ 600.000,00 (seiscentos mil reais) à CVM, em 60 (sessenta) parcelas mensais, iguais e consecutivas, sendo R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais) a ser pago por cada proponente.

18. Na manifestação apresentada, foi argumentado, em síntese, que:

- a. a atuação no mercado se deu de forma regular;
- b. a mera existência de uma acusação de *front running* representa ônus pesado sobre os PROPONENTES, sendo que a repercussão negativa desse e de outros fatos correlatos já ensejaram inestimável prejuízo à imagem e reputação dos PROPONENTES, que possuem bons antecedentes;
- c. houve apresentação de proposta em fase pré-sancionadora, a qual foi negada pelo Comitê de Termo de Compromisso ("Comitê" ou "CTC"), possivelmente pelo óbice da PFE-CVM[6];
- d. os PROPONENTES não realizam qualquer negócio no mercado há algum tempo e buscam, por meio dessa proposta, corrigir as alegadas irregularidades apontadas;
- e. os aspectos fáticos e técnicos apontados na defesa não podem ser ignorados, eis que apontam as fragilidades da acusação, colocando em dúvida a efetiva ocorrência de *front running* e atestam que diversas operações levadas em consideração pela acusação para mensurar o lucro supostamente auferido pelos PROPONENTES não possuem as características típicas de *front running*, não podendo ser assim consideradas; e
- f. não se pode ignorar a realidade econômica e financeira dos PROPONENTES, que não dispõem de recursos para pagar uma compensação equivalente ao vultoso e - com toda a vênia - equivocado valor estipulado pela acusação como vantagem auferida pela alegada conduta irregular.

DA MANIFESTAÇÃO DA PROCURADORIA FEDERAL ESPECIALIZADA ("PFE-CVM")

19. Em razão do disposto no art. 83 da Resolução CVM nº 45/2021[7] ("RCVM 45") e conforme PARECER n.º 00070/2024/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU e respectivos Despachos, a PFE-CVM apreciou os aspectos legais da proposta apresentada e opinou pela existência de óbice à solução consensual tendo em vista a inexistência de proposta apta a restituir os benefícios auferidos e a compensar os danos difusos.

20. Em relação ao requisito constante do inciso I do § 5º, do art. 11 da Lei nº 6.385/1976 (cessação da prática), a PFE-CVM considerou que:

"(...) no âmbito da Autarquia, vigora o entendimento de que: 'sempre que as irregularidades imputadas tiverem ocorrido em momento anterior e não se tratar de ilícito de natureza

continuada ou não houver nos autos quaisquer indicativos de continuidade das práticas apontadas como irregulares, considerar-se-á cumprido o requisito legal, na exata medida em que não é possível cessar o que já não existe' (...)

No presente caso, **observa-se que as operações irregulares ocorreram entre 26.01.2016 e 19.10.2022, não tendo sido apontados indício de novas irregularidades. Dessa forma, pode-se considerar cessadas as práticas das atividades ilícitas.**" (Grifado)

21. Em relação ao requisito constante do inciso II do § 5º, do art. 11 da Lei nº 6.385/1976 (correção das irregularidades), a PFE-CVM considerou que:

"(...) verifica-se que **a acusação apontou a existência de benefício para os infratores, os quais devem ser restituídos como condição prévia à solução consensual, sob pena de violação ao princípio da moralidade, que rege a Administração Pública.** Nessa linha, vale transcrever o entendimento fixado no PARECER n. 00029/2023/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU, subscrito no NUP nº 19957.011449/2022-46:

"a indenização a ser fixada deve ser, no mínimo, superior ao montante total auferido pelo proponente, sob pena de deferimento aos princípios da moralidade e da legalidade. Dessa forma, não se pode admitir que os acusados realizem lucro, mediante a adoção de práticas considerados ilícitas por este Agente Regulador (as quais, inclusive, podem ser tipificadas criminalmente), de sorte a que o descumprimento da lei se torne vantajoso economicamente". (Sublinhou-se)

Verifica-se, ainda, que há dano difuso ao mercado a ser compensado, uma vez que as condutas imputadas causaram abalo à sua integridade e confiabilidade. Conforme ficou consignado no despacho ao PARECER nº 00058/2015/GJU - 2/PFE-CVM/PGF/AGU (NUP 19957.001313/2015-07): *'como regra geral, não cabe à PFE-CVM analisar a suficiência dos valores apresentados na proposta, salvo quando manifestamente desproporcionais às irregularidades apontadas, com evidente prejuízo às finalidades preventiva e educativa que devem ser observadas na resposta regulatória para a prática de infrações, seja ela consensual ou imperativa'*.

No caso, não foram apresentados valores suficientes à restituição dos benefícios auferidos e à compensação dos danos difusos observados. Assim, no presente momento, existe óbice à celebração de Termo de Compromisso com os agentes, que poderá ser suprimido por futura proposta." (Grifado)

DA DELIBERAÇÃO FINAL DO COMITÊ DE TERMO DE COMPROMISSO

22. O art. 86 da RCV 45 estabelece que, além da oportunidade e da conveniência, há outros critérios a serem considerados quando da apreciação de propostas de Termo de Compromisso, tais como a natureza e a gravidade das infrações objeto do processo, os antecedentes^[8] dos acusados, a colaboração de boa-fé e a efetiva possibilidade de punição no caso concreto.

23. Nesse tocante, há que se esclarecer que a análise do Comitê é pautada pelas grandes circunstâncias que cercam o caso, não lhe competindo apreciar o mérito e os argumentos próprios de defesa, sob pena de convolar-se o instituto de Termo de Compromisso em verdadeiro julgamento antecipado. Em linha com orientação do Colegiado, as propostas de Termo de Compromisso devem contemplar obrigação que venha a surtir importante e visível efeito paradigmático junto aos participantes do mercado de valores mobiliários, desestimulando práticas semelhantes.

24. Nesse sentido, em reunião realizada em 12.11.2024, o Comitê, ao analisar a proposta apresentada e tendo em vista: (a) a gravidade, em tese, da conduta que é enquadrada no Grupo V do Anexo A da RCVM 45; (b) o óbice apontado pela PFE-CVM no sentido de inexistir proposta apta a restituir o suposto benefício auferido e a compensar os danos difusos; e (c) a distância entre o que foi proposto e o que seria aceitável para produtiva negociação de eventual solução consensual[9] no caso, **entendeu[10] não ser conveniente e nem oportuna a celebração do Termo de Compromisso e deliberou por opinar pela REJEIÇÃO da proposta apresentada.**

25. Após o recebimento do comunicado informando sobre a decisão de REJEIÇÃO, os Representantes Legais dos PROPONENTES solicitaram uma reunião com a Secretária do Comitê, que foi realizada em 02.12.2024[11]. Na ocasião, foram prestados esclarecimentos adicionais sobre o óbice apontado pela PFE-CVM em relação ao suposto benefício auferido pelos PROPONENTES e sobre o balizamento adotado pelo Comitê em negociações de casos similares, tendo sido ressaltado que não cabe ao Comitê apreciar o mérito da acusação.

26. Nenhuma manifestação adicional por parte dos PROPONENTES foi recebida até a finalização desse Parecer.

DA CONCLUSÃO

27. Em razão do acima exposto, o Comitê, por meio de deliberação ocorrida em 12.11.2024, decidiu[12] opinar junto ao Colegiado da CVM pela **REJEIÇÃO** da proposta de Termo de Compromisso apresentada por NOEMI MITSIKO NAGASAWA, MAURÍCIO COSTA DA CRUZ e MARCELO COSTA DA CRUZ.

Parecer Técnico finalizado em 13.01.2025.

[1] 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.

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.

[2] As informações apresentadas nesse Parecer Técnico até o capítulo denominado “Da Responsabilização” correspondem a um resumo do que consta da peça acusatória do caso.

[3] De acordo com a SPS, foram adotadas as seguintes premissas na análise: (a) diversos *day trades* com o mesmo ativo em um determinado pregão foram agrupados e considerados como uma mesma operação; (b) o *day trade* foi considerado bem-sucedido se, ao final do pregão, seu fechamento resultou em valor

financeiro positivo, independentemente dos resultados individuais das diversas operações que eventualmente o constituíram; (c) a taxa de sucesso do investidor foi calculada pela razão entre *day trades* com resultados positivos sobre todos os *day trades* efetuados em determinado período; (d) o resultado de cada *day trade* foi obtido multiplicando a quantidade de ativos vendidos ou comprados naquele pregão (a menor entre elas) pela diferença entre o preço médio de venda e preço médio de compra ($R_{day\ trade} = \min [Q_{compra}, Q_{venda}] \times [P_{m\u00e9dio\ de\ venda} - P_{m\u00e9dio\ de\ compra}]$); (e) foi considerado que houve participação da Gestora nos negócios dos investigados quando os Fundos figuraram na contraparte das operações, seja no todo ou em parte da quantidade de determinado ativo vendida ou comprada[3], tendo sido destacado que ainda que tal premissa pudesse levar a uma subavaliação dos resultados obtidos, pois descarta operações que, apesar de não terem sido fechadas contra os Fundos, tiveram seu preço afetado pela presença da Gestora no pregão negociando o mesmo ativo, tal situação não teria ocorrido de forma frequente e a parcela mais relevante do resultado obtido pelos investidores foi amealhada em *day trades* fechados total ou parcialmente contra os Fundos; e (f) foram desprezadas eventuais operações de *swing trade*, mesmo envolvendo a participação da Gestora em uma das pontas, seja diretamente como contraparte ou estando a Gestora presente em algum dos pregões, negociando o mesmo ativo, tendo sido destacado que tais operações - que consistem na manutenção de uma posição comprada ou vendida, por mais de um pregão, mas usualmente não mais que algumas semanas ou meses - não foram frequentes e não representaram percentual relevante do resultado financeiro alcançado.

[4] De acordo com o que foi relatado pela SPS, a amostra não contemplou operações realizadas em nome da esposa de MAURÍCIO DA CRUZ, pois a diligência realizada junto à Gestora ocorreu em data anterior ao início das operações realizadas em nome da investidora. Tal amostra contemplou operações realizadas de janeiro de 2016 a março de 2022.

[5] Foi realizado um estudo estatístico com vistas a determinar o grau de dependência entre as variáveis “Resultados obtidos por MAURÍCIO DA CRUZ e sua esposa contra fundos da Gestora” e “Transferências bancárias de MAURÍCIO DA CRUZ ao gestor MARCELO DA CRUZ”. Ao longo de todo período, o coeficiente de correlação de Pearson calculado foi de 0,8, o que é considerado uma associação forte entre as duas variáveis. Ao considerar apenas o período de janeiro a outubro de 2020, quando, aparentemente, o suposto esquema se mostrou mais consolidada, gerando transferências mais frequentes, o coeficiente de correlação de Pearson calculado foi de 0,94, o que é considerado uma associação muito forte, quase perfeita, entre as variáveis.

[6] Destaque-se que, após as oitivas realizadas pela SPS em 08.12.2022, os investigados manifestaram interesse em apresentar proposta de Termo de Compromisso, o que foi feito em 27.02.2023. Na ocasião, foi oferecido o valor de R\$ 450.000,00, sendo R\$ 150.000,00 para cada PROPONENTE. A PFE se manifestou no sentido da existência de óbice tanto em relação à cessação da prática quanto em relação à correção das irregularidades. Em 16.05.2023, o CTC rejeitou proposta e, em 12.06.2023, os PROPONENTES comunicaram a desistência do pleito.

[7] Art. 83. Ouvida a PFE sobre a legalidade da proposta de termo de compromisso, a Superintendência Geral deve submeter a proposta de termo de compromisso ao Comitê de Termo de Compromisso, ao qual compete apresentar parecer sobre a oportunidade e a conveniência na celebração do compromisso, e a adequação da proposta formulada pelo acusado ou investigado, propondo ao Colegiado sua aceitação ou rejeição, tendo em vista os critérios estabelecidos no art. 86.

[8] **MARCELO COSTA DA CRUZ, MAURÍCIO COSTA DA CRUZ e NOEMI MITSIKO**

NAGASAWA não constam como acusados em outros processos sancionadores instaurados pela CVM. (Fonte: Sistema de Inquérito - INQ e Sistema Sancionador Integrado - SSI da CVM. Último acesso em 13.01.2025)

[9] Nesse sentido, cabe mencionar a negociação de caso de *front running* ocorrida no âmbito do PA 19957.005385/2020-82. Decisão do Colegiado de 16.08.2022. Disponível em:

https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2022/20220816_R1/20220816_D2575.html

[10] Deliberado pelos membros titulares de SGE, SEP, SMI, SNC e SSR.

[11] A reunião foi realizada via Plataforma Teams e contou com a presença de membros da Secretaria do Comitê e dos advogados Ana Luiza Moreira e João Felipe Figueira de Mello.

[12] Deliberado pelos membros titulares de SGE, SEP, SMI, SNC e SSR.



Documento assinado eletronicamente por **Oswaldo Zanetti Favero Junior, Superintendente Substituto**, em 20/01/2025, às 11:31, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Maria Lucia Macieira de Mello, Superintendente Geral Substituto**, em 20/01/2025, às 15:32, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Luis Lobianco, Superintendente**, em 21/01/2025, às 10:58, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Fernando Soares Vieira, Superintendente**, em 21/01/2025, às 11:07, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Andre Francisco Luiz de Alencar Passaro, Superintendente**, em 21/01/2025, às 14:34, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **2243584** e o código CRC **5BF362B7**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **2243584** and the "Código CRC" **5BF362B7**.*