



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 19957.011657/2019-40

Reg. Col. 1800/20

Acusado: Marcos Luis Motterle

Assunto: Apurar infração ao item I c/c item II, alínea “d”, da Instrução CVM nº 08/1979, por suposta prática não equitativa no mercado de valores mobiliários.

Relatora: Diretora Marina Copola

RELATÓRIO

I. OBJETO E ORIGEM

1. Trata-se de Processo Administrativo Sancionador – PAS instaurado pela Superintendência de Relação com o Mercado e Intermediários – SMI (“Acusação”) em face de Marcos Luis Motterle (“Marcos Motterle”), por 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 08/1979¹.

2. O presente PAS tem por origem o Processo CVM nº 19957.005637/2019-30, em que a SMI, a partir de comunicação recebida da BSM – Supervisão de Mercado², apurou indícios da prática de *front running* em operações com contratos futuros de milho com liquidação financeira (“CCM”) em potencial conluio entre os operadores E.F.S.F. e L.R.P. da Terra Investimentos DTVM Ltda. (“Terra Investimentos”) e o acusado, operador de mercado da Lar Cooperativa Agroindustrial (“Lar Cooperativa” ou “Cooperativa”).

¹ I - É vedada aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários, a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a manipulação de preço, a realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não equitativas. 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.

² Carta BSM nº 2006/2017–SAM-DAR-BSM (docs. nº 0910342 e nº 0910343).



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

3. Os operadores e o acusado realizaram *day trades* de CCM, abrindo ou fechando suas posições por meio de compras ou vendas junto a participantes de mercado e fechando-as ou abrindo-as por meio de negócios no sentido inverso, em que a Lar Cooperativa figurava como contraparte. Tais operações foram intermediadas pela Terra Investimentos.
4. Para a BSM, os operadores e o acusado teriam atuado de maneira coordenada para operar em posição de vantagem em relação à Lar Cooperativa, beneficiando-se de informações antecipadas sobre a sua intenção de negociação, o que teria sido possível devido à posição ocupada por Marcos Motterle na Lar Cooperativa e porque as ordens emitidas eram administradas, o que permitia aos operadores decidirem o melhor momento para executá-las.
5. Os operadores, a Terra Investimentos e seu diretor de relações com o mercado celebraram termo de compromisso junto à BSM, o que ensejou o encerramento do caso nessa esfera³. Por considerar que a medida e os valores adotados foram suficientes e adequados à gravidade das condutas observadas, a SMI se ateve a analisar a conduta de Marcos Motterle, uma vez que ele não se sujeitava à supervisão desse autorregulador.
6. Dessa forma, a área técnica o oficiou para que prestasse esclarecimentos sobre as operações realizadas, seu vínculo com a Cooperativa e os indícios de irregularidades constatados pela BSM, em conformidade com o art. 5º, inciso II, da então vigente Instrução CVM nº 607/2019⁴⁻⁵.
7. Subsequentemente, a área técnica elaborou o Relatório nº 48/2019-CVM/SMI/GMA-2⁶, no qual, corroborando os achados da BSM, teria verificado que Marcos Motterle teria atuado de maneira coordenada com os operadores E.F.S.F. e L.R.P. para que a Lar

³ E.F.S.F. e L.R.P pagaram à BSM os valores de R\$17.442,16 e R\$52.006,89, respectivamente, correspondente ao dobro do lucro que auferiram nas operações que realizaram em nome próprio. Já a Terra realizou o pagamento de R\$115.881,32 a título de ressarcimento da Lar Cooperativa, e de R\$46.352,53, equivalente a 40% desse valor, para a BSM. T.A.D.E.H., diretor da Terra, realizou o pagamento de 20% dessa quantia à BSM – isto é, R\$23.176,26. Todos esses valores foram atualizados pela taxa DI entre 15/12/2017 e a data de pagamento (doc. nº 0761562).

⁴ Art. 5º. Previamente à formulação da acusação, as superintendências deverão 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.

⁵ Ofício nº 101/2019-CVM/SMI/GMA-2 (doc. nº 0911188).

⁶ Doc. nº 0882914.



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

Cooperativa fosse contraparte de suas operações, de modo a encerrar suas posições com lucro e com baixa probabilidade de interferências de outros participantes do mercado, o que configuraria clara posição de desigualdade e teria lhe proporcionado lucro indevido de R\$89.361,00.

8. Dessa forma, em 03/01/2020, a SMI formulou termo de acusação⁷, posteriormente aditado⁸ (“Termo de Acusação”), em que imputou a Marcos Motterle a realização de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários.

9. Antes de tratar mais detidamente dessa imputação, cabe mencionar que este PAS já havia sido objeto de julgamento pelo Colegiado da CVM⁹. Esse julgamento, assim como todos os atos praticados no âmbito do processo desde 24/04/2020, foi declarado nulo por decisão judicial¹⁰. Para a autoridade judicial, o processo restou maculado desde a recepção de petição protocolada na referida data pelo acusado para requerer o reconhecimento da nulidade do PAS pelo indeferimento de pedido de acesso integral aos autos do processo de origem¹¹ em sede de suas razões de defesa.

10. À vista disso, com base em deliberação do Colegiado da CVM de 21/09/2021¹², o acusado foi intimado da reabertura do prazo para apresentação de defesa¹³ e o processo foi instruído novamente a partir desse ato.

II. ACUSAÇÃO

11. Para a Acusação, Marcos Motterle teria se colocado em posição indevida de desigualdade em relação à Lar Cooperativa, em infração ao item I c/c item II, alínea “d”, da Instrução CVM nº 08/1979 na modalidade *front running*, pois teria atuado em conluio com os operadores E.F.S.F. e L.R.P. para se antecipar às ofertas da Cooperativa e assegurar que *day*

⁷ Doc. nº 0910369.

⁸ Doc. nº 0952617.

⁹ O julgamento ocorreu em 12/01/2021, sob relatoria do Diretor Gustavo Gonzalez (doc. nº 1179246).

¹⁰ Mandado de Segurança nº 5001673-02.2021.4.04.7002/PR, 1ª Vara Federal de Foz Iguaçu, j. em 07/06/2021 (doc. nº 1334672).

¹¹ Doc. nº 0982185.

¹² Doc. nº 1369804.

¹³ Doc. nº 1353361.



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

trades tivessem a Cooperativa como contraparte em uma de suas pontas, o que teria resultado em ganho indevido aos três.

12. Para tanto, o acusado teria se beneficiado: (i) de sua posição na Lar Cooperativa, enquanto pessoa registrada e autorizada a emitir ordens em seu nome, o que lhe conferiria acesso a informações antecipadas sobre os ativos, o volume e o preço dos negócios que seriam realizados, além de discricionariedade sobre o momento de emissão das ordens da Cooperativa; e (ii) da atuação coordenada junto aos referidos operadores, uma vez que as ordens da Cooperativa eram administradas, o que lhes permitia escolher quando executá-las.

13. Por conta desses fatores, ele conseguiria se posicionar no mercado mediante uma operação legítima contra outros agentes de mercado e outra contra a Lar Cooperativa, em momento anterior àquele em que a ordem da Cooperativa seria inserida, o que lhe possibilitaria auferir lucro com baixo risco.

14. A área técnica entende que a prática de *front running* teria restado demonstrada com base na análise da dinâmica das operações realizadas pelo acusado e pelos operadores E.F.S.F. e L.R.P. e da conduta do acusado. É disso que trato a seguir.

A dinâmica das operações com CCM

15. Segundo a SMI, o acusado realizou operações características da prática de *front running* entre 15/12/2017 e 11/04/2018, nas quais teria obtido lucro indevido de R\$89.361,00, conforme apresentado na tabela a seguir¹⁴:

Mercadoria	Pregão	Day trades	Negócios	Negócios com Lar Cooperativa na contraparte	Qtd.	Qtd. Net	Qtd. com Lar Cooperativa. na contraparte	Ajuste Day trade (R\$)
CCMF18	15/12/2017	1	3	1	20	0	5	270,00
CCMF18	03/01/2018	1	12	3	40	-8	16	1.008,00
CCMH18	23/02/2018	1	6	2	114	0	57	2.475,00
CCMH18	01/03/2018	1	4	1	62	0	31	1.768,50
CCMU18	02/03/2018	1	16	5	110	0	50	2.227,50
CCMU18	09/03/2018	1	35	8	244	0	76	6.408,00
CCMU18	12/03/2018	1	47	21	408	0	185	15.349,50

¹⁴ Cf. §29 do Termo 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

Mercadoria	Pregão	Day trades	Negócios	Negócios com Lar Cooperativa na contraparte	Qtd.	Qtd. Net	Qtd. com Lar Cooperativa. na contraparte	Ajuste Day trade (R\$)
CCMK18	12/03/2018	1	23	11	208	0	94	4.032,00
CCMU18	13/03/2018	1	58	5	346	50	47	7.713,00
CCMU18	14/03/2018	1	53	22	394	0	190	7.038,00
CCMK18	14/03/2018	1	37	16	342	30	150	-2.880,00
CCMK18	15/03/2018	1	32	15	300	0	150	8.100,00
CCMU18	16/03/2018	1	28	22	436	-50	188	12.946,50
CCMK18	19/03/2018	1	26	10	200	0	100	3.600,00
CCMU18	20/03/2018	1	17	7	146	0	73	3.069,00
CCMK18	20/03/2018	1	69	6	386	-12	36	1.552,50
CCMK18	21/03/2018	1	24	13	240	0	120	3.510,00
CCMK18	06/04/2018	1	4	1	20	0	10	405,00
CCMK18	09/04/2018	1	22	9	170	0	85	4.612,50
CCMU18	11/04/2018	1	26	10	172	0	86	3.906,00
CCMK18	11/04/2018	1	14	6	100	0	46	2.250,00
Total		21	556	194	4458	10	1795	89.361,00

16. O valor dos ajustes diários indicado nessa planilha consolida o resultado que o acusado teria obtido com as operações abertas ou fechadas contra o mercado e, em sentido inverso, fechadas ou abertas contra a Lar Cooperativa, tendo em vista a dinâmica adotada por ele.

17. Para descrever a dinâmica dessas transações, a Acusação tratou mais detidamente dos negócios cursados em 14/03/2018 e 21/03/2018, o que apresento a seguir.

Negócios com CCMU18 em 14/03/2018

18. Em 14/03/2018, essa dinâmica teria se verificado em dois ciclos de operações com CCM com vencimento em setembro de 2018 – CCMU18, as quais foram todas transmitidas do terminal de operações de L.R.P.

19. O primeiro deles teria tido início às 10h14min58s e fim às 11h28min57 e teria observado a seguinte cronologia:

- i) entre 10h14min58s e 11h07min18s: Marcos Motterle e os operadores compraram um total de 140 contratos de CCMU18, dos quais 100 foram comprados pelo acusado, a



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

preços unitários que variavam entre R\$36,40 e R\$36,61, tendo por contraparte outros participantes do mercado;

- ii) entre 11h09min25s e 11h15min47s: L.R.P. lançou três ofertas de venda de contratos, uma delas em seu nome, outra em nome de E.F.S.F., cada uma de 20 contratos e, por último, uma oferta de 100 contratos em nome de Marcos Motterle, totalizando 140 contratos, todas ao preço unitário de R\$36,69, para encerramento das posições compradas com lucro; e
 - iii) 11h28min57s: 13 minutos depois, L.R.P. inseriu oferta de compra de 200 contratos a R\$36,70 em nome da Lar Cooperativa, a qual, segundo a SMI, “varreu o livro” e agrediu integralmente as ofertas de venda em nome dos operadores e do acusado.
20. Por sua vez, o segundo ciclo teria tido início às 12h47min54s e fim às 14h04min44s, e teria transcorrido da seguinte maneira:
- i) entre 12h47min54s e 13h46min00s: Marcos Motterle e os operadores compraram 144 contratos, a preços unitários que variavam entre R\$36,51 e R\$36,60, sendo que 90 foram comprados pelo acusado a R\$36,51;
 - ii) entre 13h35min31s e 13h53min36s: L.R.P. inseriu três ofertas de venda, uma delas em seu nome, outra em nome de E.F.S.F., cada uma com 27 contratos, e uma última de 90 contratos em nome de Marcos Motterle, totalizando a mesma quantidade antes comprada, ao preço de R\$36,59, visando ao encerramento de tais posições com lucro;
 - iii) 14h02min15s: L.R.P. inseriu oferta de compra de 180 contratos ao preço unitário de R\$36,60 em nome da Lar Cooperativa, a qual, pela quantidade elevada para os padrões de negociação do ativo naquele momento, mais uma vez “varreu o livro”, agredindo integralmente as ofertas de venda de E.F.S.F. e L.R.P., e parcialmente a de Marcos Motterle, que restou com uma posição comprada de 56 contratos em aberto;
 - iv) 14h04min32s: L.R.P. cancelou o saldo de 56 contratos da oferta de venda em nome de Marcos Motterle e, um segundo depois, inseriu uma nova oferta de venda de mesmo número de contratos ao preço de R\$36,58;
 - v) 14h04min44s: pouco mais de 10 segundos após o registro da oferta de venda em nome de Marcos Motterle, L.R.P. insere oferta de compra de 70 contratos ao mesmo preço



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

em nome da Lar Cooperativa, a qual agrediu as primeiras posições do livro, inclusive a oferta de venda do acusado.

21. Como resultado desses dois ciclos de operações, Marcos Motterle teria obtido resultado positivo de R\$7.353,00 com as operações de *day trade* realizadas em 14/03/2018.

Negócios com CCMK18 em 21/03/2018

22. Já em 21/03/2018, a mesma dinâmica teria se verificado em negócios com CCM com vencimento em maio de 2018 – CCMK18, observando a seguinte sequência:

- i) entre 12h13min44s e 12h14min53s: foram inseridas três ofertas de venda em nome de E.F.S.F. e L.R.P. e Marcos Motterle, respectivamente de 10, 40 e 120 contratos – a primeira no valor de R\$39,48, as outras duas de R\$39,49;
- ii) 12h15min24s: no minuto seguinte, L.R.P. inseriu, por meio do próprio terminal de negociação, oferta de compra de 200 contratos ao preço unitário de R\$39,49 em nome da Lar Cooperativa, que resultou no fechamento de negócios com 11 diferentes investidores, agredindo integralmente as ofertas de venda dos operadores, mas apenas parcialmente a do acusado, que restou com uma posição vendida de 37 contratos; e
- iii) 12h15min41s: de imediato, L.R.P. inseriu uma oferta de compra de 50 contratos em nome da Lar Cooperativa, agredindo o saldo restante da oferta de venda de Marcos Motterle.

23. Como resultado dessas operações, o acusado teria obtido ganhos de R\$3.510,00.

A conduta de Marcos Motterle

24. Marcos Motterle começou a operar por meio da Terra Investimentos em 05/12/2017, dez dias antes do início dos *day trades* reputados irregulares pela SMI e em que teve comprovadamente a Lar Cooperativa como contraparte, que foram realizados até 11/04/2018. Ele continuou a operar nessa modalidade por meio do mesmo intermediário, mas sem ter a Lar Cooperativa como contraparte, até 05/06/2018.

25. Conforme apurado pela BSM, a estruturação das operações da Lar Cooperativa no mercado de capitais cabia a seu superintendente de negócios agrícolas, V.J.D.C., 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

determinava a Marcos Motterle, registrado e autorizado a emitir ordens em nome da Cooperativa, que transmitisse as ordens correspondentes, sem, no entanto, determinar um horário específico para tanto.

26. Apesar de, segundo informado pelo acusado, uma outra pessoa, P.S., ter autorização para enviar ordens em nome da Cooperativa, a Terra Investimentos teria constatado, em visitas à Cooperativa, que Marcos Motterle transmitiria as ordens em horários que fossem de seu exclusivo controle.

27. Segundo a Acusação, o acusado, ao contrário do que alegou em sede de manifestação prévia, teria discricionariedade sobre o momento em que as ordens da Cooperativa eram emitidas, o que seria evidenciado por gravações fornecidas pela Terra e por outra distribuidora, por meio da qual ele operou em momento anterior aos negócios considerados irregulares¹⁵. Em tais gravações era ele que, na maioria das vezes, telefonava para o operador e solicitava a realização das operações.

28. Para exemplificar isso, a SMI chamou atenção para interação entre Marcos Motterle e um operador datada de 08/09/2017, relacionada a negócios que foram realizados por ele contra a Lar Cooperativa, mas que não seguem o padrão observado posteriormente e em relação aos quais a área técnica não verificou indícios de irregularidade. Conforme registrado, o acusado solicitou a compra de 47 contratos em seu nome e a venda de 50 contratos para a Lar Cooperativa.

29. Para a SMI, seria “possível perceber que, inicialmente, o próprio operador se mostrou confuso com as ordens de Marcos, sem entender sua verdadeira intenção, mas logo em seguida pede para o investidor confirmar”¹⁶.

30. Ainda com base nessa interação, a Acusação pondera que a intenção de Marcos Motterle de realizar operações contra a Cooperativa seria evidente, o que não poderia ser afastado pela alegação apresentada em sua manifestação prévia de que teria atuado com base em recomendações da Terra Investimentos, tampouco por eventuais diferenças entre os

¹⁵ H.C.D. Ltda.

¹⁶ O acusado também realizou outro negócio com CCM tendo a Lar Cooperativa como contraparte em 20/10/2017, em relação ao que a área técnica também não verificou irregularidades.



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

horários de transmissão das ordens pelo acusado e de seu efetivo registro no livro de ofertas pelos operadores, ao contrário do que buscou fazer o acusado em sede de manifestação prévia. Para a área técnica, tal diferença não legitimaria a ação de Marcos Motterle ou afastaria sua culpabilidade, mas apenas seria evidência de sua atuação conjunta com os operadores. Nesse sentido, a execução das ordens em momento distinto de sua transmissão teria apenas o intuito de beneficiá-lo.

31. No mesmo sentido, ao contrário do que alegou o acusado em sede de manifestação prévia, a SMI ponderou que:

- i) diferenças de alguns minutos entre as ordens do acusado e da Cooperativa não aumentariam significativamente a chance de interferência de outros investidores, tendo em vista a baixa liquidez dos mercados de CCM;
- ii) a ausência de envolvimento do acusado na definição das estratégias da Cooperativa também seria irrelevante, uma vez que a irregularidade imputada a ele não guardava qualquer relação com isso, mas apenas com o conhecimento de suas ordens e com a discricionariedade do acusado para emití-las;
- iii) o percentual das operações consideradas irregulares no universo de operações da Lar Cooperativa seria irrelevante para a caracterização da infração; e
- iv) o ressarcimento da Cooperativa pela Terra, no âmbito da BSM, não seria atenuante, nem excludente para as irregularidades que teriam sido praticadas pelo acusado.

Os resultados obtidos pelo acusado

32. No decorrer do Termo de Acusação, a SMI quantificou o ganho indevido de Marcos Motterle com as operações consideradas irregulares em R\$89.361,00, o que refletiria o resultado das 21 operações de *day trade* realizadas em que a Lar Cooperativa figurou como contraparte no negócio de encerramento. Em outra passagem, há referência ao valor de R\$93.240,00¹⁷.

¹⁷ §69 do Termo 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

33. A SMI chamou atenção para a diferença entre esse resultado e: **(i)** aquele que ele obteve com outros 34 *day trades* realizados em datas em que não teriam sido apurados indícios de irregularidade, que foi de R\$7,245,00 – isto é, apenas 8% do que teria auferido irregularmente; e **(ii)** o resultado financeiro líquido de sua conta na Terra Investimentos entre 15/12/2017 e 08/05/2018, negativo em R\$31.059,42.

34. Para a Acusação, a discrepância entre os resultados das operações realizadas sob posse de informação antecipada sobre os negócios da Lar Cooperativa e quando ele operaria regularmente no mercado evidenciaria que os lucros do acusado teriam vindo de sua posição de desigualdade, não de seu conhecimento de mercado.

III. MANIFESTAÇÃO DA PFE-CVM

35. Nos termos do art. 7º da então vigente Instrução CVM nº 607/2019¹⁸, a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM – PFE-CVM se manifestou no sentido de que o Termo de Acusação se adequava parcialmente ao disposto nos arts. 5º e 6º¹⁹ da referida Instrução e teceu sugestões para o atendimento integral ao art. 5º e ao inciso VII do art. 6º²⁰.

36. A SMI acatou tais sugestões, o que resultou: **(i)** no envio de um novo ofício para solicitar manifestação prévia de Marcos Motterle²¹; **(ii)** no já mencionado aditamento do termo

¹⁸ Art. 7º. Antes da citação dos acusados para apresentação de defesa, a PFE emitirá 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.

¹⁹ Art. 5º Previamente à formulação da acusação, as superintendências deverão 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.

Art. 6º Nas hipóteses em que a superintendência considerar que dispõe de elementos conclusivos quanto à autoria e à materialidade da irregularidade constatada, deverá ser lavrado termo de acusação qual constará: 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.

²⁰ Parecer nº 00014/2020/GJU-4/PFE-CVM/PGF/AGU e Despachos nº 00023/2020/GJU-4/PFE-CVM/PGF/AGU e nº 00067/2020/PFE-CVM/PFE-CVM/PGF/AGU (doc. nº 0943851).

²¹ Ofício nº 11/2020/CVM/SMI/GMA-2 (doc. nº 0944525).



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

de acusação²²; e (iii) na comunicação do Ministério Público Federal no Estado de São Paulo na forma do art. 13 da Instrução CVM nº 607/2019²³, em razão da existência de indícios do crime tipificado no art. 27-C da Lei nº 6.385/1976²⁴.

IV. RAZÕES DE DEFESA

37. Com a retomada da instrução deste PAS após a decisão judicial que anulou os atos praticados em seu âmbito desde 24/04/2020, o acusado foi regularmente intimado²⁵ e apresentou suas razões de defesa tempestivamente²⁶. Em suporte à defesa, também foi apresentado laudo pericial elaborado pelo economista Gilberto Buss, que analisou individualmente as operações realizadas pelo acusado (“Laudo”)²⁷.

38. Em sede preliminar, a defesa do acusado requereu a nulidade deste PAS, sob os argumentos de:

- i) cerceamento ao contraditório, à ampla defesa e ao devido processo legal no processo de origem, uma vez que não teria lhe sido oportunizado acesso aos seus autos, o que teria impedido a adequada manifestação prévia do acusado; e
- ii) vício insanável do processo de origem e do PAS por conta de erros materiais graves em planilha de dados que teria amparado a acusação, conforme apontado pelo Laudo, uma vez que esta teria amparado “as primeiras intimações ainda na fase investigatória”, o que “torna[ria] nulo todos os atos processuais posteriores”.

39. No mérito, a defesa argumenta que:

- i) a Acusação teria se baseado exclusivamente em indícios e suposições, enquanto seria “indispensável comprovar o uso da informação privilegiada e o dolo do agente” para

²² Doc. nº 0952617.

²³ 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; e II – a outros órgãos e entidades, quando verificada a existência de indícios de ilícitos em área sujeita à respectiva fiscalização. § 1º A PFE deverá emitir parecer prévio sobre as comunicações previstas neste artigo.

²⁴ Doc. nº 0955867.

²⁵ Doc. nº 1353361.

²⁶ Doc. nº 1383402.

²⁷ Doc. nº 1383400.



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

caracterizar a irregularidade, mas a área técnica não teria “se desincumbi[do] de sua obrigação de provar que o Acusado se valeu de informações privilegiadas nas operações de day trade”, uma vez que:

- (a) nenhuma diligência teria sido realizada ou testemunha teria sido ouvida;
 - (b) inexistiria nos autos deste PAS “qualquer gravação das ordens das operação de *day trade* realizada[s] entre 15/12/2017 e 11/04/2018”, mas apenas gravações de período distinto ao dessas operações, que não demonstrariam qualquer irregularidade;
 - (c) a Terra Investimentos, ao investigar o caso, não teria identificado “elementos que comprovassem os indícios das supostas irregularidades nas operações sob suspeição”, tampouco teria a Lar Cooperativa visto irregularidades nas operações do acusado; e
 - (d) as operações de *day trade* realizadas nos 21 pregões sob suspeição não teriam sido analisadas individualmente;
- ii) a análise feita no Laudo “das Notas de Corretagem e demais elementos do processo”, assim como “das quantidades, valores e margens brutas” das operações do acusado, revelaria que estas teriam “características típicas de normalidade de mercado” e “não existi[ria] nos autos elementos que comprovassem uso de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários nas operações em questão”, tendo em vista que:
- (a) a margem bruta dos negócios realizados em 21 pregões, sem descontar os custos, teria sido de apenas 0,2%, o que estaria “completamente dentro da normalidade do mercado”;
 - (b) as operações de day trade do acusado seguiriam um padrão variado, sendo que ele “[à]s vezes abria posição comprado, as vezes vendido, em horários variados, inclusive ficando fora do mercado em vários dias em que a Cooperativa atuou significativamente, o que desconstr[uiria] a tese da acusação de que se valia do uso de informações privilegiadas para obter vantagem indevida”;



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

- (c) seria óbvio que o acusado, ao operar “com base nas informações de mercado, que tinha o dever profissional de conhecer”, “em algumas vezes teria o maior participante do mercado (a Cooperativa) na contra parte [sic], de maneira normal e legal”; e
 - (d) o acusado teria tido prejuízo relevantes no período em que operou na BM&F;
e
- iii) teriam sido identificadas no Laudo “erros nas planilhas utilizadas pela Acusação”, e, em particular no arquivo “Planilha_Operacoes_Marcos_Contrapartes”²⁸, que as tornariam “inválidas para utilização no presente processo”, uma vez que:
- (a) a planilha não traria a memória dos cálculos apresentados;
 - (b) a planilha não representaria uma extração de dados do sistema, pois teria sido manipulada, tendo em vista erros entre linhas e colunas e omissões de parte das informações;
 - (c) seria “certo que os valores das operações supostamente irregulares com day trade, tendo a Cooperativa como contra parte [sic], [estariam] incorretos”; e
 - (d) “também exist[iriam] dúvidas sobre quais operações de fato tiveram a Cooperativa como contra parte [sic], pois [teria havido] um desalinhamento entre linhas e colunas”; e
- iv) o Laudo teria indicado não só que a Cooperativa não teria tido prejuízo, como que, na verdade teria se beneficiado pela liquidez promovida pelas ordens do acusado.
40. Além disso, a defesa do acusado requereu:
- i) a realização de diligências probatórias para extração de três planilhas de dados das operações do acusado no mercado futuro de milho na BM&F, analiticamente, em colunas, no período de 15/12/2017 a 11/04/2018. Discorro a seguir sobre os atos relacionados a essas diligências; e

²⁸ Doc. nº 0910366.



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

ii) em sequência, a realização de oitiva de Gilberto Buss, responsável por elaborar o Laudo.

41. O Laudo apontou as seguintes inconsistências na “Planilha_Operacoes_Marcos_Contrapartes”:

“[existiriam] erros, notadamente na planilha intitulada ‘Planilha_Operacoes_Marcos_Contrapartes’, onde percebe-se claramente que a coluna B (Ticker) está incompatível com os valores da coluna G (Preço), considerando-se os valores negociados no dia (exemplo linhas 219 e 220):

14-mar-18 CCMU18 10:40:23.2970000 C R\$36,60

14-mar-18 CCMU18 10:40:44.1200000 C R\$41,10

Esses erros demonstram que a planilha [teria sido] manipulada indevidamente. O deslocamento e supressão de dados da coluna B (linhas 469 a 562) possivelmente também afetaram as totalizações relativamente aos dados das contra partes (colunas K, L, M, N).”; e

i) “[a]lguns valores da totalização diária de ‘day trade’ do período, resumidos no Ofício nº 11/2020/CVM/SMI/GMA-2, estão ausentes, e outros são discrepantes dos valores das Notas de Corretagem:”

DEMONSTRATIVO DE "DAY TRADE" - PAS CVM 19957.011657/2019-40

DATA	NOTA DE CORRETAGEM AJUSTE DAY TRADE	Ofício nº 11/2020/CVM AJUSTE DAY TRADE
19/12/2017	-1.372,50	
09/01/2018	-45,00	
10/01/2018	-5.332,50	
12/01/2018	720,00	
12/03/2018	19.876,50	19.381,50
13/03/2018	12.213,00	7.713,00
14/03/2018	4.473,00	4.158,00
20/03/2018	7.690,50	4.621,50



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

V. DILIGÊNCIAS PROBATÓRIAS

42. Em despacho de 20/05/2022²⁹, a Diretora Flávia Perlingeiro, então relatora deste PAS, deferiu o pedido de realização das diligências feito pelo acusado, a cargo da SMI, mas indeferiu a realização de oitiva de Gilberto Buss. Além disso, a diretora solicitou que a SMI se manifestasse “sobre as alegadas incorreções ou inconsistências de planilhas utilizadas para levantamento das operações do Acusado”, que teriam sido apontadas no Laudo.

43. Em 01/11/2022, por meio do Ofício Interno nº 28/2022/CVM/SMI/GMA-2³⁰, a área técnica tratou do atendimento às diligências e teceu considerações sobre as incorreções apontadas no Laudo.

44. Em relação à primeira inconsistência apontada no Laudo:

- i) a planilha cuja integridade foi questionada teria sido “compartilhada com o acusado na fase pré-processual, mas não integrava os autos, sendo um documento intermediário enviado ao investigado a seu pedido, ainda nas etapas preliminares das diligências”, não teria sido “usada como base para a acusação” e teria sido juntada aos autos do PAS apenas por que teria sido mencionada pelo acusado em sede de manifestação prévia; e
- ii) qualquer dúvida a respeito dessa planilha poderia ser dirimida “pelo arquivo gerado a partir do pedido de produção de prova”.

45. Já ao tratar da segunda inconsistência apontada no Laudo, a SMI declarou que:

- i) não fez uso de notas de corretagem para as operações reputadas irregulares, tendo em vista que tais documentos “podem constar outras operações que não são relacionadas à conduta objeto de investigação”;
- ii) “os valores a pagar ou a receber pelo cliente junto à corretora de valores (que é quem emite da nota de corretagem) não influenciam a caracterização da conduta tida como irregular”;

²⁹ Doc. nº 1508015.

³⁰ Doc. nº 1640008.



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

- iii) “a ausência de detalhamento pela CVM dos ajustes nos pregões de 19/12/17, 09/01/2018, 10/01/2018 e 12/01/2018”, apontadas no Laudo, decorria da ausência de apuração de irregularidades nessas datas;
- iv) em relação às datas em que haveria diferenças em relação aos ajustes que haviam sido apresentados pela área técnica, a SMI tratou individualmente de cada data:
- (a) 12/03/2018: o valor do ajuste apontado pelo Laudo nessa data estaria correto, sendo o ganho do acusado de R\$4.527,00 e não de R\$4.032,00, como havia sido apontado no Termo de Acusação;
 - (b) 13/03/2018: o Laudo considerou “compra de 198 e venda de 198 contratos CCMU18” e considera no ajuste apresentado para essa data operações com CCMU18 e CCMK18, enquanto, na verdade, teriam sido vendidos apenas 148 contratos, e não teriam sido verificados indícios de irregularidades com operações de CCMK18 em tal pregão, estando correto o ajuste de R\$7.713,00 apresentado no Termo de Acusação;
 - (c) 14/03/2018: o valor do ajuste apontado pelo Laudo nessa data estaria correto, sendo o ganho do acusado de R\$7.353,00 e não de R\$7.038,00, como havia sido apontado no Termo de Acusação; e
 - (d) 20/03/2018: em que pese o acusado ter negociado com CCMU18 e CMMK18 nesse pregão, a divergência apontada se referiria especificamente ao segundo desses contratos, em relação aos quais o acusado já carregava uma posição comprada de 10 contratos do pregão anterior, comprou 187 e vendeu 199 contratos, restando vendido em 2 contratos ao fim do pregão, o que possibilitaria o cálculo do resultado do *day trade* de diversas maneiras, tendo a SMI sustentado que “[d]ado que no termo de acusação o valor apurado como resultado do investidor foi de R\$1.552,50 e o valor informado como referentes à *day trade* no ativo CCMK18 foi de R\$4.621,50, sugere-se que o valor original do Termo de Acusação seja mantido”; e
- v) “em vista dos achados durante a realização destas diligências, mais especificadamente de um lucro adicional de R\$810,00 conforme apurado em relações aos dias 12/03/2018



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

e 14/03/2018”, a SMI indicou que o lucro total indevido auferido pelo investidor seria de R\$90.171,00.

46. A SMI também rebateu a alegação de que a investigação da qual este PAS se origina teria sido simplória, tendo em vista que o acusado teve mais de uma oportunidade de se manifestar e que a instrução processual teria atendido fielmente a Instrução CVM nº 607/2019, que não exige a realização de interrogatório ou a oitiva de testemunhas, cabendo à área técnica que instrui o caso avaliar sua necessidade em concreto, o que não se verificou no presente caso.

47. Além disso, a Acusação registrou, quanto à alegação de ausência de gravações nos autos do processo, que “há nos autos arquivos de áudio com gravações de contatos telefônicos, inclusive envolvendo o próprio acusado, sendo que a própria peça acusatória faz menção ao seu teor”.

48. Nos termos do art. 46 da Resolução CVM nº 45/2021, foi oportunizado ao acusado se manifestar acerca do resultado das diligências probatórias³¹, o que sua defesa fez tempestivamente em 05/12/2022³², além de apresentar um laudo complementar (“Laudo Complementar”)³³.

49. A defesa reiterou que a análise das operações de Marcos Motterle “aponta para uma margem média de ganho bruto de 0,2%, dentro da normalidade de mercado, havendo participação de menos de 1% no mercado futuro de milho da BM&F”, enquanto o Laudo Complementar tratou das ponderações feitas pela área técnica sobre as inconsistências originalmente apontadas no Laudo, nos seguintes termos:

i) em relação à primeira inconsistência, a divergência apontada não teria sido refutada pela área técnica e “o processo estaria maculado por vício, desde o Termo de Acusação” porque a planilha seria a única forma de verificar a origem dos valores supostamente ganhos ilegalmente; e

³¹ Doc. nº 1640801.

³² Doc. nº 1661227.

³³ Doc. nº 1661229.



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

- ii) em relação à segunda inconsistência, sustentou que seria necessário realizar diligências junto ao intermediário para que as divergências fossem esclarecidas e que a Acusação informasse “analiticamente todos os negócios supostamente irregulares indicando, em cada um desses negócios, individualmente, quais as provas que atestam, sem sombra de dúvida, a prática do suposto uso de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários”.

VI. DISTRIBUIÇÃO E PAUTA PARA JULGAMENTO

50. O PAS foi sorteado para minha relatoria na reunião do Colegiado de 09/01/2024³⁴.
51. Em 06/08/2024, foi publicada pauta de julgamento no diário eletrônico da CVM³⁵, em cumprimento ao disposto no art. 49 da Resolução CVM nº 45/2021³⁶.

É o relatório.

Rio de Janeiro, 27 de agosto de 2024.

Marina Copola

Diretora Relatora

³⁴ Doc. nº 1955294.

³⁵ Doc. nº 2099069.

³⁶ 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.