



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

VOTO

I. INTRODUÇÃO

1. Como descrito no relatório¹, trata-se de PAS instaurado pela SMI para apurar a responsabilidade de Marcos Motterle, 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 08/1979, na modalidade *front running*.
2. Para a Acusação, ele teria atuado em conluio com os operadores E.F.S.F. e L.R.P. para se antecipar às ofertas da Lar Cooperativa e assegurar que *day trades* tivessem a Cooperativa como contraparte em uma de suas pontas, de modo a se beneficiar indevidamente.
3. Para tanto, o acusado teria se beneficiado: (i) de sua posição na Lar Cooperativa, que lhe conferiria acesso a informações antecipadas sobre os negócios da Cooperativa e discricionariedade sobre o momento de emissão de suas ordens; e (ii) da atuação coordenada junto aos operadores, uma vez que as ordens da Cooperativa eram administradas, o que lhes permitia escolher quando executá-las.

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

II. PRELIMINARES

4. Antes de adentrar o mérito, trato das duas questões preliminares de nulidade suscitadas por Marcos Motterle.

Cerceamento ao contraditório, à ampla defesa e ao devido processo legal

5. Em primeiro lugar, a defesa pleiteou a nulidade do presente PAS em razão do suposto cerceamento ao contraditório, à ampla defesa e ao devido processo legal, porque, no âmbito do processo de origem, não foi concedido ao acusado acesso aos autos de tal processo, o que teria impedido a sua adequada manifestação prévia, em resposta ao Ofício nº 101/2019-CVM/SMI/GMA-2.

6. Não assiste razão ao acusado.

7. É legítimo que, no decorrer de investigações, a área técnica desta autarquia não conceda acesso aos autos dos processos correspondentes, inclusive para os investigados, em observância ao sigilo necessário para a elucidação dos fatos e em benefício do interesse público, em linha com o art. 9º, §2º da Lei nº 6.385/1976².

8. E foi exatamente isso o que me parece ter ocorrido no presente caso. Conforme esclarecido a Marcos Motterle àquela altura, por meio do Ofício nº 74/2019/CVM/SMI³, o indeferimento de seu pedido de acesso tinha entre suas justificativas a preservação do “sigilo necessário ao bom e eficaz andamento das investigações” que culminaram na formulação do Termo de Acusação.

9. Não por outra razão, após a retomada da instrução deste PAS, após decisão judicial ter anulado parte dos atos praticados em seu âmbito, o Colegiado da CVM, acompanhando recomendação da SMI, decidiu, em 21/09/2021, conceder acesso ao processo de origem, ressalvadas as informações relativas a terceiros e não relacionadas à conduta do acusado protegidas pelo sigilo da Lei Complementar nº 105/2001.

² Art. 9º [...] § 2º O processo, nos casos do inciso V deste artigo, poderá ser precedido de etapa investigativa, em que será assegurado o sigilo necessário à elucidação dos fatos ou exigido pelo interesse público, e observará o procedimento fixado pela Comissão.

³ Doc. nº 0846504.



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

10. Como se vê, a negativa de acesso aos autos antes da conclusão da apuração dos fatos e da instauração do presente PAS não se tratava de uma restrição em absoluto, que, por qualquer ângulo, poderia obstaculizar o acesso do acusado a informações relevantes para a instrução do caso ou prejudicar o seu amplo exercício à defesa na esfera administrativo-sancionadora.

11. E isso porque, em linha com o entendimento pacífico do Colegiado da CVM, a manifestação prévia, atualmente prevista no art. 5º, *caput*, da Resolução CVM nº 45/2021, não se confunde com um direito subjetivo dos investigados, tampouco configura um direito de defesa prévia, visando, na verdade, a subsidiar a formulação de acusações robustas e bem fundamentadas pela área técnica⁴.

12. E mesmo que o indeferimento do pedido de acesso aos autos pudesse ter sido considerado irregular no contexto do processo de origem, tal vício não poderia, irrefletidamente, produzir efeitos sobre o presente PAS. Conforme há muito consolidado pelo Colegiado da CVM⁵, consoante o entendimento do Superior Tribunal de Justiça - STJ⁶, eventuais irregularidades ocorridas na fase de investigação não contaminam o processo administrativo sancionador, a não ser que reste demonstrado efetivo prejuízo para a defesa do acusado, à luz do princípio do *pas de nullité sans grief*.

⁴ Cf., nesse sentido, ainda em relação ao art. 11 da Deliberação CVM nº 538/2008, sucedido pelo art. 5º, par. único, da Instrução CVM nº 607/2019: “[N]em sequer a completa falta de manifestação prévia do investigado macularia o processo, uma vez que o art. 11, da Deliberação CVM nº 538/2008, não confere direito subjetivo aos investigados nem pode ser confundido com previsão de uma defesa prévia” (PAS CVM nº 19957.006019/2018-26, Rel. Pres. Marcelo Barbosa, j. em 01/10/2019). No mesmo sentido, cf.: PAS CVM nº 19957.006644/2020-92, Dir. Rel. Daniel Maeda, j. em 30/04/2024; PAS CVM nº 19957.006032/2021-81, Rel. Pres. João Pedro Nascimento, j. em 11/07/2023.

⁵ PAS CVM nº 19957.001231/2021-01, de minha relatoria, j. em 20/06/2024; PAS CVM nº 19957.009206/2018-61, Dir. Rel. Flavia Perlingeiro, j. em 11/04/2023; PAS CVM nº SP2012/228, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 25/10/2016; PAS CVM nº 12/2013, Dir. Rel. Gustavo Borba, j. em 24/05/2016; e PAS CVM nº 03/08, Dir. Rel. Eli Loria, j. em 23/03/2010.

⁶ Cf., nesse sentido: “[i]nexiste nulidade sem prejuízo. Se é assim no processo penal, com maior razão no âmbito administrativo. A recorrente teve acesso aos autos do processo administrativo disciplinar, amplo conhecimento dos fatos investigados, produziu as provas pertinentes e ofereceu defesa escrita, o que afasta qualquer alegação relativa à ofensa ao devido processo legal e à ampla defesa. Eventual nulidade no processo administrativo exige a respectiva comprovação do prejuízo sofrido, hipótese não configurada na espécie, sendo, pois, aplicável o princípio *pas de nullité sans grief*” (STJ, RMS 32849/ES, Segunda Turma, Rel. Min. Herman Benjamin, j. em 26/04/2011).



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. Dessa forma, tendo em vista mais uma vez que o acesso em questão foi disponibilizado ao acusado a partir da decisão do Colegiado de 21/09/2021, voto pela rejeição desta preliminar de nulidade.

Inconsistências em planilha fornecida pela Acusação

14. Em segundo lugar, a defesa de Marcos Motterle requereu a nulidade deste PAS sob a alegação de vício insanável deste processo e do processo de origem por conta de erros materiais graves na “Planilha_Operacoes_Marcos_Contrapartes”⁷ que teria amparado a acusação contra ele, desde o seu primeiro uso pela área técnica.

15. Novamente, entendo não assistir razão ao acusado, tendo em vista a ausência de evidências de que esse erro se traduziria em um efetivo prejuízo para a sua defesa, uma vez que ele teve oportunidade não apenas de se manifestar contra tal elemento apresentado pela Acusação em sede de defesa, mas também para solicitar a realização de diligências para a obtenção de informações que considerasse necessárias para subsidiar sua posição.

16. Com efeito, além de questionar a integridade da referida planilha em sede de defesa, o acusado o fez novamente ao tratar do resultado das diligências probatórias realizadas a seu pedido, em resposta à manifestação da SMI a respeito de tais diligências e das inconsistências que haviam sido apontadas em sede de defesa.

17. Como se vê, o exercício da ampla defesa e do contraditório foi devidamente assegurado desde a retomada da instrução deste PAS, não havendo que se falar em vício insanável apto a ensejar a nulidade deste PAS ou do processo de origem, uma vez que o acusado pôde exercer o devido escrutínio sobre a planilha em questão em sede administrativo-sancionadora.

18. De qualquer maneira, entendo que as incongruências reconhecidas pela SMI eram pouco significativas e não seriam aptas a alterar o entendimento da Acusação e a análise deste Colegiado acerca da materialidade e da autoria do ilícito administrativo objeto deste PAS.

19. Além disso, mesmo no caso das operações de 20/03/2018, em que a divergência apontada pela defesa decorreu do emprego de metodologias diversas, mas que são igualmente

⁷ 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

legítimas, a SMI se valeu do critério mais conservador possível para apurar o valor do ganho do acusado.

20. Ante o exposto, voto pela **rejeição** também desta preliminar de nulidade.

III. MÉRITO

21. Analisadas as preliminares suscitadas pelo acusado, passo a tratar do mérito deste PAS.

22. Conforme 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, ilegal⁸. 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.

23. 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 da ordem expressiva, a fim de lucrar com a esperada movimentação do mercado, aproveitando-se do conhecimento que possuía⁹.

24. 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

⁸ 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.

⁹ 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.



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

convergentes aptos a permitir uma conclusão robusta acerca dos fatos analisados, em linha com o entendimento pacífico da CVM¹⁰.

25. A meu ver, a Acusação reuniu um conjunto de indícios robustos e convergentes para a condenação de Marcos Motterle, que demonstram suficientemente que o acusado, em conluio com os operadores E.F.S.F. e L.R.P., antecipou-se à inserção das ordens da Lar Cooperativa no sistema de negociação, tendo se posicionado em CCM para, posteriormente, desfazer sua posição em negócios contra a Cooperativa, buscando auferir ganho ao longo de 21 pregões no período entre 15/12/2017 e 11/04/2018¹¹.

26. No presente caso, o acusado não apenas se beneficiou das movimentações de preço provocadas por tais ordens, como tipicamente ocorre em casos de *front running*, mas se posicionou diretamente na contraparte da Cooperativa, o que é compatível com a sua atuação expressiva nesses pregões e com a baixa liquidez característica desse mercado.

27. Antes de tratar mais detidamente dos elementos reunidos pela Acusação, considero necessário deixar claro que não merece prosperar a linha argumentativa da defesa no sentido de que a formação de convicção da acusação ou, indo além, do julgador, exigiria, em alguma medida, esgotar todos os meios de prova possíveis, o que, a título de exemplo, a levou a se insurgir contra a não realização de oitivas ou de uma análise comparativa entre notas de corretagem e os dados das operações do acusado no mercado futuro de milho extraídos pela SMI.

28. De um lado, cabe à área técnica da CVM, nas investigações que instrui e que podem resultar na instauração de um processo sancionador, ou ao relator do processo, já após a sua instauração, avaliar a necessidade de produção probatória de ofício por esta CVM, com o

¹⁰ 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.

¹¹ No decorrer da tramitação do presente PAS, foram apontadas inconsistências no período apontado pela Acusação, mas resta claro que as datas apontadas acima são aquelas que correspondem às operações realizadas pelo acusado, uma vez que estas estão suficientemente descritas no Termo de Acusação. Em que pese haver referências no Termo de Acusação ao período entre 15/12/2017 e 08/05/2018, resta claro que este compreende não apenas as operações do acusado, mas também aquelas em nome dos operadores E.F.S.F. e L.R.P., que não são objeto deste processo.



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

objetivo de dar suporte à formação de sua convicção quanto à materialidade e à autoria das infrações. Tanto a área técnica, inclusive quando questionada a esse respeito pelo acusado, quanto esta relatora, não deixaram de levar essa ponderação em consideração.

29. De outro, em observância aos princípios do contraditório e da ampla defesa, é facultado ao acusado apresentar provas das alegações que fizer, assim como solicitar a realização de diligências probatórias. Após a retomada da instrução deste PAS, os pedidos apresentados pelo acusado em sede de defesa foram devidamente analisados e lhe foram fornecidos os dados brutos de suas operações no mercado futuro de milho, os quais a SMI corretamente apontou que poderiam dirimir suas dúvidas sobre a primeira inconsistência apontada no Laudo.

30. Com efeito, tais dados também poderiam servir de base para a análise das notas de corretagem a que o acusado teve acesso junto ao intermediário e que alega terem valores distintos daqueles oriundos de tais dados¹². Contudo, em vez de produzir prova de suas alegações, a defesa do acusado se limitou a suscitar a nulidade deste processo e a se insurgir contra a não realização de tais diligências pela própria área técnica da CVM, no que não lhe assiste razão.

31. Feito esse esclarecimento, passo agora aos elementos apresentados pela Acusação.

32. Chama atenção, em primeiro lugar, a dinâmica adotada por Marcos Motterle, em conjunto com os operadores E.F.S.F. e L.R.P., para realizar *day trade*, em que a Lar Cooperativa figurou como contraparte das operações de abertura ou fechamento de suas posições, em que tiveram ganhos médios bem superiores aos que obtinha sem essa contraparte nos demais negócios, um forte indício de que a Cooperativa foi colocada em indevida posição de desequilíbrio e desvantagem e de que figurou como contraparte do acusado não por coincidência, mas sim como resultado esperado de uma atuação concertada.

33. Nesse sentido, nos ciclos de operações detalhados no relatório, datados de 14/03/2018 e 21/03/2018, as ordens em nome da Lar Cooperativa eram inseridas pelos operadores pouco depois das ordens em sentido inverso em nome do acusado, o que é indicativo da intenção de

¹² O que poderia se explicar, como mencionado pela Acusação, pela inclusão de operações que não foram consideradas irregulares por não integrarem a dinâmica apresentada no Termo de Acusação, bem como pela incidência de taxas e emolumentos.



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

assegurar o encerramento de suas posições no preço das ordens da Cooperativa, refletindo a movimentação decorrente de seu volume, e, para tanto, evitar interferências de terceiros em tais ordens¹³.

34. As movimentações registradas nessas duas datas de março de 2018 reforçam tal intenção, quando, após ofertas de venda de Marcos Motterle não terem sido integralmente agredidas por ofertas de compra da Cooperativa, o operador L.R.P. adotou, em cada um dos ciclos de operações daqueles pregões, as seguintes medidas:

- i) em 14/03/2018, às 14h04min32s, cancelou o saldo de ofertas de venda do acusado, após atendimento parcial por negócios contra a Lar Cooperativa, emitiu uma nova oferta, com preço de venda inferior em dois centavos um segundo depois, além de outra de compra, ao mesmo preço, em nome da Cooperativa, após outros 11 segundos, agredindo integralmente a nova oferta de venda; e
- ii) em 21/03/2018, às 12h15min41s, 17 segundos após inserir ordem de compra em nome da Cooperativa que não agrediu integralmente ordem de venda do acusado, inseriu nova oferta de compra em nome da Lar Cooperativa.

35. Além disso, vale destacar as operações realizadas em 03/01/2018, que observam a mesma dinâmica. Às 09h52m38s, R.L.P. insere ordem de venda de 30 contratos ao preço unitário de R\$33,32 em nome de Marcos Motterle. Às 09h54m33s, outra ordem é inserida, de compra de 50 contratos, ao mesmo preço unitário, em nome da Cooperativa.

36. Àquela altura, a melhor oferta de venda no livro era de R\$33,22. A oferta de grande quantidade resultou em negócios com terceiros a preços entre R\$33,22 e R\$33,32, envolvendo 34 contratos e negócios com Marcos Motterle ao preço de R\$33,32 (16 contratos). Após o fim da intervenção de grandes ordens de compra em nome da Cooperativa, o preço dos papéis recuou e Marcos Motterle comprou 16 contratos ao preço unitário de R\$33,18, concluindo em menos de uma hora o *day trade* com resultado positivo de R\$1.008,00.

37. A esse respeito, aproveito para registrar que concordo com a afirmação da Acusação que, considerando as particularidades do mercado de CCM, com baixa liquidez, assim como

¹³ Como o mercado de CCM possui baixa liquidez, diferenças de alguns minutos entre as ordens do acusado e da Cooperativa não aumentariam significativamente a chance de interferência de outros investidores.



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

o volume considerável das operações realizadas pela Lar Cooperativa, diferenças de alguns minutos entre as ordens do acusado e da Cooperativa não seriam capazes de aumentar significativamente a chance de interferência de outros investidores.

38. De toda maneira, a defesa do acusado não conseguiu apresentar contraindícios que pudessem colocar em dúvida essa dinâmica, em que ele se antecipava de forma contumaz e sempre com ganhos às ordens da Cooperativa.

39. Considero que tal antecipação foi possível, de um lado, pela discricionariedade que o acusado, registrado e autorizado junto à Terra Investimentos a emitir ordens em nome da Cooperativa, tinha sobre o momento em que tais ordens eram emitidas, o que lhe conferia acesso a informações antecipadas sobre os ativos, o volume e o preço dos negócios. De outro, as ordens emitidas em nome da Cooperativa eram administradas, o que permitia aos operadores decidirem o melhor momento para executá-las – o que, no presente caso, se deu em benefício próprio e do acusado, não da Cooperativa.

40. É irrelevante, para isso, que o acusado não fosse o responsável pela definição da estratégia da Cooperativa, uma vez que a prática de *front running* se relaciona com o conhecimento prévio sobre os negócios que seriam realizados e não com a estruturação das operações.

41. E, pela posição que desempenhava na Cooperativa e por registros constantes dos autos, restou evidenciado que Marcos Motterle tinha informação antecipada em relação às ordens da Cooperativa e discricionariedade para enviá-las para execução pelos intermediários no momento que julgasse oportuno. Apontam nesse sentido:

- i) a interação referida no Termo de Acusação entre Marcos Motterle e um operador diferente de E.F.S.F. e L.R.P, datada de 08/09/2017 (isto é, antes do período das operações irregulares), relacionada a negócios que foram fechados por ele contra a Lar Cooperativa, em que o acusado entrou em contato por telefone para solicitar a compra de 47 contratos em seu nome e a venda de 50 contratos para a Lar Cooperativa; e



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) o registro de mensagens trocadas entre Marcos Motterle e um operador da Terra Investimentos em 20/03/2018, quando ele realizou dois *day trades* irregulares¹⁴:

“09:35:06 – Operador – bmf set ta no nível da paridade

09:35:13 – Operador – tem que repor o que vendeu

09:35:32 – Operador – no [CCMU18]

09:35:40 – Operador – mercado já caiu o que tinha que cair

09:50:21 – Marcos – **Vamos tomar um pouco no [CCMU18] sim**

09:54:33 – Operador – **comprei 60 a 95.**

[...]

11:30:29 – Operador – comprei 136 a 34,97 e vendia a 35,18 de media para a [Cooperativa]

11:30:59 – Operador – isso [CCMU18]

11:30:59 – Operador – **nesse momento tenho venda de 50 a 20 para vc na física**

11:31:47 – Marcos – **Ok**

[...]

11:55:07 – Marcos – **vamos vender uns 100 ctr no [CCMU18] ate nos 35,10**

11:55:29 – Operador – **vendi 100 ate o 15**

11:55:40 – Operador – se entrar venda recomparamos

11:55:48 – Operador – **vendeu 10 na física a 38,45**

11:55:54 – Operador – **que estava na posição sua**

11:56:15 – Marcos – **Ok**

[...]

¹⁴ Doc. nº 0910343, arquivo “Ordem 9847 E 9610_COOPERATIVA [...] E MARCOS LUIS MOTTERLE_20.03.2018.pdf” da pasta “Anexo\Terra Investimentos\Documentos Enviados”.



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

13:59:48 – Marcos – **vamos comprar algo pra [Cooperativa]**

14:00:06 – Marcos – não vai voltar abaixo do que está nesse momento

14:00:11 – Operador – graficamente ta lindo

14:20:59 – Marcos – **conseguiu compra algo**

14:22:07 – Operador – **comprei pouco**”.

42. Como se vê, não resta dúvida de que Marcos Motterle tinha discricionariedade para determinar quando as ofertas em nome da Cooperativa seriam emitidas, tampouco que agiu de maneira coordenada com E.F.S.F. e L.R.P., não sendo factível sequer se supor que ele teria operado com base em recomendações da distribuidora ou que a inserção de ordens em seu nome pouco antes daquelas da Lar Cooperativa teriam decorrido apenas da conduta dos operadores. Se é verdade que estes podiam definir o momento e o preço das ofertas da Cooperativa, o que está claro é que o fizeram de forma concertada com o acusado, em benefício mútuo dos envolvidos no conluio.

43. Além disso, o acusado reconhece ter realizado as operações irregulares em seu nome, o que se vê ao longo de sua defesa e nas demais manifestações apresentadas por ele no decorrer deste PAS.

44. Dessa forma, tais elementos também comprovam o caráter doloso da conduta do acusado, tendo em vista a sua atuação na emissão das ordens tanto em nome próprio quanto no da Lar Cooperativa, assim como na coordenação das operações com os operadores E.F.S.F. e L.R.P.

45. Outro indício do desequilíbrio entre a Lar Cooperativa e Marcos Motterle está na discrepância entre os ganhos que o acusado teve nos 21 *day trades* em que a Lar Cooperativa figurou como sua contraparte, no valor bruto de R\$90.171,00, e aqueles auferidos em outros 34 *day trades* realizados com CCM em outras datas do período analisado pela área técnica¹⁵, em que não foram apurados indícios de irregularidade, no montante de R\$7.245,00.

46. Esse resultado não se altera mesmo se a margem bruta desses negócios estiver dentro da normalidade do mercado como um todo, conforme alegado pela defesa. No presente caso,

¹⁵ Entre 15/12/2017 e 08/05/2018.



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

não há de se descartar a possibilidade de o acusado só ter obtido tais resultados próximos à média de mercado única e exclusivamente pela posição de desequilíbrio em que se encontrava em face da Cooperativa, tendo em vista os ganhos inferiores obtidos com operações sobre que não pairam suspeitas de irregularidade, bem como, conforme apontado pela defesa, o saldo negativo que teria tido no período em que operou com derivativos, apesar de ter obtido ganhos próximos de uma centena de milhares de reais com os *day trades* que envolviam a Cooperativa.

47. De todo modo, lembro que a verificação de lucro ou de prejuízo não é um elemento do tipo administrativo, sendo também, por isso, irrelevante averiguar se a Cooperativa teve perdas com as operações ou se o acusado obteve ganhos dentro ou acima de dada média de mercado, ao contrário do que alega a defesa.

48. Ante o exposto, entendo que existem elementos suficientes para a condenação de Marcos Motterle por prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, na modalidade *front running*, em infração ao item I c/c item II, alínea “c”, da Instrução CVM nº 08/1979.

IV. CONCLUSÃO E PENALIDADES

49. Os fatos objeto deste PAS tiveram fim após a entrada em vigor da Lei nº13.506/2017, 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.

50. 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.



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

51. A realização de prática não equitativa configura infração de natureza grave, conforme previa o item III da Instrução CVM nº 8/1979¹⁶, que se reflete atualmente no art. 4º da Resolução CVM nº 62/2022.

52. Sendo assim, com base nas circunstâncias do caso concreto e em linha com precedentes do Colegiado¹⁷, voto pela aplicação de pena de multa pecuniária em montante correspondente a duas vezes e meia a vantagem econômica auferida pelo acusado com as operações de *day trade* realizadas em 21 pregões no período de 15/12/2017 a 11/04/2018, em que a Lar Cooperativa figurou como sua contraparte no encerramento de posições, atualizado monetariamente pela variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA entre os respectivos meses dessas operações e julho de 2024.

53. A meu ver, o valor de R\$90.171,00¹⁸, apurado pela SMI após correções decorrentes de questionamentos feitos em sede de defesa, reflete corretamente os ganhos indevidos do acusado, sendo fruto do efetivo exercício do contraditório no âmbito deste PAS. Afinal, o acusado teve a oportunidade de analisar os dados utilizados pela Acusação e impugnar os resultados apresentados no Termo de Acusação, assim como a área técnica pôde tratar das inconsistências apontadas pela defesa, após o que foi facultado a Marcos Motterle se manifestar novamente. Nessa última ocasião, sua defesa não impugnou os números apresentados.

54. Referido montante, atualizado monetariamente, corresponde a R\$127.028,52¹⁹.

55. Por todo o exposto, com fundamento no art. 11, inciso II, da Lei nº 6.385/1976, voto por **condenar Marcos Motterle à multa pecuniária de R\$317.571,30**, equivalente a duas vezes e meia o valor atualizado de sua vantagem econômica indevida, por prática não

¹⁶ 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.

¹⁷ PAS CVM nº 19957.001512/2020-74, Dir. Rel. Alexandre Rangel, j. em 14/12/2021; PAS CVM nº SP2003/0461, Dir. Rel. Maria Helena de Santana, j. 05/12/2006.

¹⁸ Mês a mês, o acusado auferiu, em valores da época: (i) dez./2017: R\$270,00; (ii) jan./2018: R\$1.008,00; (iii) fev./2018: R\$2.475,00; (iv) mar./2018: R\$75.244,50; e (v) abr./2018: R\$11.173,50.

¹⁹ Atualizados monetariamente até julho de 2024, os resultados obtidos mês a mês pelo acusado correspondem a: (i) dez./2017: R\$384,34; (ii) jan./2018: R\$1.428,59; (iii) fev./2018: R\$3.497,55; (iv) mar./2018: R\$105.992,71; e (v) abr./2018: R\$15.725,33.



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

equitativa no mercado de valores mobiliários, em infração ao item I c/c item II, alínea “d”, da Instrução CVM nº 08/1979.

56. 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 de São Paulo, em complemento às comunicações realizadas anteriormente²⁰.

É como voto.

Rio de Janeiro, 27 de agosto de 2024.

Marina Copola

Diretora Relatora

²⁰ Ofícios nº 199/2020/CVM/SGE, nº 211/2020/CVM/SGE, nº 82/2021/CVM/SGE e nº 371/2021/CVM/SGE (docs. nº 0955867, nº 0958138, nº 1228673 e nº 1358227).