



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 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 03/2015

(Processo Eletrônico SEI nº 19957.001813/2020-06)

Reg. Col. 0716/17

Acusados: Luiz Gustavo Mori
Bruno Guisard Camargo da Silva
Rafael Spinardi Marques
Catarsis Investimentos e Participações Ltda

Assunto: Responsabilidades pelo uso de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, em infração ao disposto no Item I da Instrução CVM nº 8/1979, conforme definida no Item II, “d”.

Diretora Relatora: Flávia Perlingeiro

VOTO

I. INTRODUÇÃO

1. Cuida-se de PAS¹ que tem como objeto a apuração de alegado uso de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, consubstanciada em atuação em *front running*, em operações realizadas na bolsa de valores brasileira, no período de junho de 2012 a abril de 2014.
2. Como detalhado no Relatório, a apuração teve início pela atuação da BSM, que concluiu pela caracterização de *front running*, ensejando o envio de ofício² à SMI, que, por sua vez, propôs a instauração de inquérito administrativo, por meio do qual SPS e PFE corroboraram o entendimento da BSM, porém tendo identificado o uso da prática não equitativa por período mais abrangente do que o originalmente detectado e um maior número de envolvidos.
3. Tem-se, neste caso, uma contraposição de versões para os fatos apurados, tendo-se, de um lado, a assertiva da Acusação de que o principal articulador do esquema de *front running* foi Luiz Mori, inicialmente com a utilização de recursos em conta de titularidade de sua avó, M.H.; e, de outro lado, as declarações do Acusado Rafael Spinardi e de M.C.H.M, familiar do acusado Luiz Mori, no sentido de que Rafael Spinardi – e não Luiz Mori – foi o responsável por todas as operações analisadas pela CVM, mesmo aquelas realizadas em nome de M.H..

¹ Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto, que não estiverem nele definidos, têm o significado que lhes foi atribuído no relatório que o antecede (“Relatório”).

² OF/BSM/DAR/GAM-1579, de 12.09.2013 (Doc. SEI 0955169, fls. 06-09).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

4. Como detalhado ao longo deste voto, há certos fatos que restaram incontroversos e outros que foram controvertidos, cuja análise depende, em grande medida, do sopesamento de indícios e contra-indícios, inclusive à luz da verossimilhança das versões que se contrapõem neste caso.

5. Conforme apurado (e não controvertido nos autos), à época dos fatos, Luiz Mori trabalhava como operador na Credit Suisse USA, em Nova Iorque, atuando especificamente na mesa de operações voltada aos mercados latino americanos, notadamente ao da bolsa brasileira.

6. Segundo a Acusação, em razão de seu ofício, Luiz Mori tinha acesso a informações sobre vultosas ordens de grandes investidores internacionais atendidos pela Credit Suisse USA, que potencialmente poderiam afetar a cotação dos ativos a que se referiam, antes que fossem apregoadas no mercado de ações na bolsa de valores brasileira e, conseqüentemente, antes que fossem conhecidas pelos demais participantes do mercado. O Acusado realizava, então, operações de *day trade*, por meio de interpostas pessoas, de forma a lucrar com a variação da cotação do ativo decorrente da subsequente execução das vultosas ordens de que já tinha conhecimento.

7. Ainda consoante a tese acusatória, para não chamar a atenção, Luiz Mori realizou as operações em *front running*, por meio de interpostas pessoas, que se sucederam ao longo do tempo:

Comitente	Período
[M.H.]	06/2012 a 03/2013
Rafael Spinardi	05/2013 a 10/2013
Catarsis	10/2013 a 04/2014

8. A primeira comitente, M.H., avó de Luiz Mori, tinha 92 anos de idade, quando realizadas as operações. A meu ver, restou evidenciado nos autos que M.H. não era a responsável pelos investimentos realizados a partir de duas contas de sua titularidade. A questão controvertida quanto a esse período inicial versa sobre quem seria, de fato, o responsável pela realização das operações de *day trade* “de M.H.”: se Luiz Mori ou Rafael Spinardi. Nesse contexto, o exame de movimentações financeiras realizadas quanto a contas de M.H. e contas de titularidade dos Acusados trouxe aos autos comprovação de fluxos efetivos, que se traduzem em indícios robustos quanto a materialidade e autoria das infrações imputadas neste PAS.

9. Por meio delas, restou comprovado que, quando operações de *day trade* deixaram de ser concretizadas por meio das contas de M.H., parte dos recursos obtidos foi transferida para a conta de Rafael Spinardi, que passou a realizar operações com características de execução e resultados muito semelhantes aos de M.H., padrão esse posteriormente mantido quando as operações de *day trade* objeto da acusação passaram a ocorrer em nome da Catarsis, empresa de responsabilidade limitada cujas quotas eram detidas por Rafael Spinardi.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

10. Com relação exclusivamente a operações efetuadas com a utilização das contas de M.H., a Acusação reputou, ainda, que Luiz Mori se valeu de informações relativas ao conhecimento prévio de ordens de investidores atendidos pela Deutsche NY. Segundo a tese acusatória, Luiz Mori era alertado pelo acusado Bruno Guisard, que à época atuava como operador da Deutsche NY e teria recebido, diretamente de conta corrente de M.H., como contrapartida de sua participação, transferência de parte dos ganhos. Examinarei a acusação em face de Bruno Guisard separadamente neste voto, tendo em vista o diferente papel imputado (de “provedor” de informações) e o conjunto diverso de indícios e contraindícios apontados.

11. Antes, contudo, de enfrentar o mérito das acusações, cabe examinar preliminar suscitada.

II. PRELIMINAR

12. A defesa de Luiz Mori entende que há vícios formais na peça acusatória, a qual, a seu ver, carece de dois dos requisitos previstos na Deliberação CVM nº 538/2008 (então vigente³): a demonstração da materialidade da infração; e a individualização das condutas de cada acusado⁴.

13. A esse respeito, cumpre pontuar que as conclusões da Acusação quanto a materialidade e autoria podem ser analisadas pelo Colegiado sob duas perspectivas. A primeira diz respeito ao cumprimento de requisitos de validade da peça acusatória, devendo ser apreciado, em sede preliminar, sob a perspectiva de viabilização do exercício do contraditório e da ampla defesa por cada um dos Acusados. Quanto a isso não vislumbro qualquer mácula neste PAS, pois, como detalhado no Relatório, a Acusação descreveu as operações que foram realizadas; a participação de cada um dos Acusados no esquema vislumbrado; as infrações que reputou então ocorridas; e as provas diretas e indiciárias em que embasou a demonstração de responsabilidade de cada um dos Acusados; permitindo, assim, o pleno exercício de ampla defesa e do contraditório.

14. A segunda perspectiva diz respeito à procedência das acusações, devendo ser analisada no mérito, inclusive sob o prisma da pertinência e suficiência do conjunto probatório para desconstituir a presunção de inocência e autorizar a condenação, quanto ao que não cabe exame como questão preliminar. Nesse sentido, destaco, o esclarecimento bem pontuado no voto do Presidente Marcelo Barbosa, relator do PAS CVM SEI nº 19957.004737/2017-87⁵:

³ Deliberação revogada pela Instrução CVM nº 607, de 17.06.2019.

⁴ Art. 6º Ressalvada a hipótese de que trata o art. 7º, a SPS e a PFE elaborarão relatório, do qual deverão constar: (...) 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; (...).

⁵ Julgado em 22.10.2019 (em decisão unânime).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

Convém esclarecer que a análise sobre a suficiência das provas indicadas para a caracterização da autoria e materialidade dos ilícitos confunde-se com o próprio mérito da Acusação, sendo, portanto, incabível realizar tal exame em sede preliminar.

15. Voto, assim, pelo não acolhimento da preliminar suscitada⁶.

III. MÉRITO

III.1 FRONT RUNNING

16. Como amplamente descrito no Relatório, trata-se de acusação pelo uso de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, definida e vedada nos termos da ICVM nº 8/1979⁷:

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. (grifos aditados)

17. Consoante assentado em diversos precedentes do Colegiado, o tipo administrativo de que ora se trata pode ser decomposto em três elementos necessários à sua configuração: (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, leia-se, ilegal⁸. Destaque-se, ainda, no aspecto subjetivo, tratar-se de conduta dolosa, como se afigura quanto a todas as infrações previstas na ICVM nº 8/1979⁹.

18. Como já mencionado, a prática não equitativa de que trata este PAS é, usualmente, denominada *front running*. A expressão em inglês reflete ação tomada em antecipação a outros comitentes (“correr na frente”), por alguém que, conhecendo a firme intenção de um grande

⁶ As alegações apresentadas pela defesa em sede preliminar foram consideradas quando da análise do mérito.

⁷ A competência normativa para tanto decorre do art. 18, inciso II, alínea b, da Lei nº 6.385, de 07.12.1976.

⁸ PAS CVM nº 04/2010, j. em 23.11.2014, Diretora Relatora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes.

⁹ Consoante explicita a manifestação de voto do conselheiro Johan Albino Ribeiro, no Acórdão CRSFN nº 8381/08, referente ao Recurso CRSFN 4321, j. em 23.06.2008: “Não restou qualquer dúvida de que tanto a CVM, como este Conselho reconheceram neste, e em outros julgamentos, que as figuras ilícitas previstas na Instrução CVM nº. 08/79 requerem a constatação do dolo. Todas as condutas ali previstas estão marcadas por verbos que indicam ações de vontade: criar, manipular, realizar e usar, portanto, com componente volitivo indiscutível”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

investidor ou conjunto de investidores de apregoar ordens expressivas, capazes de alterar, ainda que temporariamente, o preço de determinado ativo, antecipa-se, propositalmente, à atuação daqueles, com o objetivo de se posicionar no papel antes da revelação da ordem expressiva e, assim, lucrar com o esperado movimento do mercado¹⁰.

19. Neste PAS, a Acusação reputou configurado esquema de *front running* consubstanciado na utilização por funcionário da Credit Suisse USA (o acusado Luiz Mori) de informações sobre ordens de clientes ainda não enviadas, capazes de influenciar no preço dos ativos transacionados. Segundo a Acusação, de posse de tais informações não disponíveis ao mercado, às quais teve acesso em razão de sua função (e, quanto aos clientes da Deutsche NY, em razão do repasse de informação por outro acusado), Luiz Mori efetuou, por meio de interpostas pessoas, operações com valores mobiliários, aproveitando-se para obter ganho indevido em tais transações.

20. Tendo em vista as versões inconciliáveis acerca dos fatos, apresentadas pela Acusação, de um lado, e pelos acusados Luiz Mori e Rafael Spinardi/Catarsis, de outro, bem como o relevante peso da prova indiciária produzida, parte do desafio que se impõe neste julgamento está relacionada à identificação de fatos e dados aptos a subsidiar o exame de verossimilhança de tais versões. A situação de Bruno Guisard é diferente e, como dito, será tratada separadamente.

21. Tanto na narrativa da Acusação quanto nas das referidas defesas, fatos e versões se misturam de tal forma que dificultam a análise do caso. Assim, cabe, inicialmente, recapitular certos fatos e dados cuja constatação subsiste independentemente da versão subjacente, sendo que alguns deles representam indícios a serem ponderados mais adiante.

22. Observo, assim, inicialmente, que restou evidenciado nos autos que foram realizadas operações em nome de M.H., Rafael Spinardi e Catarsis na bolsa de valores brasileira, nos períodos já apontados, e que tais operações apresentaram as seguintes semelhanças: (i) utilização de estratégia de *day trade*; (ii) obtenção de elevadas taxas de sucesso, fora de parâmetros usuais; (iii) alta concentração de clientes da Credit Suisse como contrapartes das operações que foram mais lucrativas; e (iv) curtos intervalos de tempo entre tais ordens e as dos clientes da Credit Suisse.

23. Ademais, foram identificadas transferências de valores de M.H. para Rafael Spinardi e dele para Catarsis em momentos coincidentes com o final do período da atuação de um e o início

¹⁰ Ilustro com as precisas palavras do então Diretor Luiz Antônio Sampaio de Campos, em seu voto no PAS CVM nº 22/94, julgado em 15.04.2004: “Estas operações, conhecidas no mercado como embonecamento ou *front running*, ocorrem quando um investidor se antecipa e adquire as ações já detendo o conhecimento de que algum outro investidor irá adquirir estes papéis logo em seguida, o que possibilita ao primeiro comprador revendê-los por um preço maior, com a certeza de lucro. (...) Ao conseguirem antecipar-se, sistematicamente, comprando ou vendendo, sempre a preços vantajosos, ações de investidores institucionais, atuaram com a finalidade de aproveitar-se das informações de que dispunham e, com isso, obter lucro.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

das operações realizadas pelo subseqüente, considerando os respectivos períodos apontados.

24. A Acusação e as defesas de Luiz Mori, Rafael Spinardi e Catarsis não discordam que uma única pessoa foi a responsável pela orientação geral para execução das operações, mas divergem sobre quem seria ela.

25. As corretoras por meio das quais as ordens foram executadas informaram que os acessos às contas, em sua grande maioria, ocorreram por meios que não permitem a identificação do respectivo endereço de IP e, conseqüentemente, sua localização. Todavia, nos acessos em que tal identificação foi possível, a quase totalidade era originada de Nova Iorque.

26. Os registros das movimentações financeiras dos referidos acusados revelaram que os ganhos obtidos por M.H. e Rafael Spinardi foram destinados a Luiz Mori, a alguns de seus familiares e a alguns de seus colegas de trabalho. Já com relação à Catarsis, o fluxo financeiro foi concentrado em Rafael Spinardi, não tendo sido identificadas as destinações ou usos subseqüentes.

27. De resto, houve registro de cinco transferências da conta corrente de M.H. para o acusado Bruno Guisard, ocorridas em setembro de 2012 e março de 2013, que totalizaram R\$ 36.578,00.

28. A partir desses fatos, a Acusação reuniu o que, a seu ver, constituiu um conjunto de indícios, robustos e convergentes, com vistas à comprovação do esquema de *front running*, e a responsabilização dos Acusados, enquanto as defesas alegaram a fragilidade do conjunto probatório indiciário e expuseram outra versão sobre os mesmos fatos.

III.2 INDÍCIOS E VERSÕES CONTRAPOSTAS

29. De plano, afasto os argumentos apresentados contra a utilização da prova indiciária.

30. Como bem ilustram os precedentes da CVM, nesse tipo de infração, o juízo formado a respeito da ocorrência do uso de prática não equitativa consubstanciada em *front running*¹¹ é extraído de indícios, que, na maior parte das vezes, terminam por ser o único meio para provar a atuação dolosa.

31. Como é pacífico em reiteradas decisões do Colegiado da CVM¹², a prova indiciária autoriza a condenação em sede administrativa, para tanto, porém, não basta a mera existência de

¹¹ v. PAS n° 22/1994, Diretor Relator Luiz Antonio de Sampaio Campos, j. em 05.04.2004.

¹² P.ex., (i) PAS CVM n° RJ2013/10579, j. 10.03.2015, Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes; (ii) PAS CVM n° RJ2013/9904, j. 28.04.2015, Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes; (iii) PAS CVM n° RJ2014/3225, j. 13.09.2016, Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes; (iv) PAS CVM n° 25/2010, j. 04.07.2017, Dir. Rel. Henrique Machado Moreira; (v) PAS CVM n° RJ2016/5039, j. 26.09.2017, Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez; e (vi) PAS CVM n° 19957.001639/2016-15, j. 26.11.2019, Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

um indício qualquer; é necessário que haja um conjunto de indícios – robustos, independentes e convergentes – que subsistam quando contrapostos de maneira ponderada com os contraíndícios trazidos aos autos, se houver. Conforme tive a oportunidade de me manifestar no julgamento do PAS CVM nº RJ2015/9443¹³, ainda que acerca de outra infração (no caso, *insider trading*):

89. Ressalto, desde já, que há muito se admite na CVM a prova indireta para se chegar à conclusão sobre o uso de informações privilegiadas, já tendo se consolidado entendimento do Colegiado de que deve prevalecer nesses casos o princípio do livre convencimento motivado, sendo possível a condenação com base em **prova indiciária**, desde que haja um **robusto concurso de indícios (comprovados, independentes e convergentes)**, que permita alcançar uma **conclusão segura** a respeito da ilicitude da conduta, não sendo imprescindíveis provas cabais. (grifos adotados)

32. Neste PAS, a meu ver, a Acusação apresentou minuciosa análise das operações realizadas, de movimentações bancárias dos Acusados e do conteúdo dos depoimentos colhidos ao longo da investigação, reunindo alguns elementos de prova direta, bem como diversos indícios para amparar suas conclusões quanto a materialidade e autoria das infrações. Nesse contexto, começo pela análise dos indícios que se relacionam de maneira mais direta com os elementos caracterizadores da prática não equitativa nos moldes de *front running*.

Materialidade

33. Entre os principais indícios apontados tem-se o intervalo de tempo verificado entre as operações dos referidos acusados e as operações dos clientes das corretoras, às quais eles estariam se antecipando. Com efeito, o *front running* é uma modalidade de prática não equitativa cuja consecução é geralmente realizada em um curto intervalo de tempo, visto que o *front runner* atua na janela temporal entre a emissão da ordem pelo investidor e sua execução pelo intermediário.

34. Nesse sentido, a Acusação apurou¹⁴ que:

(...) em **63%** das vendas que tiveram como contraparte direta clientes intermediados pelo **Deutsche Bank e Credit Suisse** a diferença entre o envio da ordem de venda em nome da **Sra. [M.H.]** e a de compra das contrapartes foi **menor que 5 minutos**.

(...) em **91,02%** das vendas que tiveram como contraparte direta clientes intermediados pelo **Credit Suisse**, a diferença entre o horário de envio da ordem de venda em nome da **Catarsis Investimentos** ou de **Rafael Spinardi** e a de compra das contrapartes **foi menor que 5 minutos**. (grifos adotados)

¹³ Julgado em 04.06.2019.

¹⁴ Doc. SEI 0955215, fls. 712 e 737.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

35. Tal aspecto torna-se ainda mais relevante quando se tem em conta que as referidas operações de *day trade* tiveram como objeto mais de 100 ações diferentes¹⁵, ao longo de quase um ano e 10 meses, tornando inverossímil a hipótese de coincidência¹⁶.

36. A meu ver, as defesas não conseguiram desacreditar tal indício. Em primeiro lugar, não procede a alegação de que a Acusação teria escolhido uma amostra de operações não representativa. No Relatório de Inquérito¹⁷, foi inserida uma tabela com 46 operações de M.H., a título ilustrativo, com relação às quais a Acusação explicitou refletirem apenas “algumas ordens de venda”, porém, os percentuais reproduzidos acima dizem respeito à totalidade das operações.

37. Melhor sorte não assiste ao argumento de Rafael Spinardi de que operava seguindo as grandes corretoras. Isso, em tese, poderia até explicar os curtos intervalos de tempo entre as ordens, mas não o fato de ele estar consistentemente à frente das corretoras e não o contrário.

38. Além dos horários de inserção das ordens, a Acusação destacou a grande concentração de clientes das referidas corretoras nas contrapartes das operações que fechavam as estratégias de *day trade*, a cujas ordens tais acusados estariam se antecipando. Trata-se de indício relevante, pois, em que pese não ser necessário para caracterização do *front running* que se feche a operação contra o investidor a quem se antecipou¹⁸, devido à própria dinâmica de tal modalidade de prática não equitativa e dos curtos intervalos de tempo envolvidos, é natural que isso ocorra com o *front runner* em volume superior ao que seria de se esperar em operações regulares com o mesmo ativo.

39. A Acusação evidenciou, ainda, a grande concentração de clientes da Credit Suisse nas contrapartes dos *day trades* dos três comitentes (M.H.: 39,05%; Rafael Spinardi: 36,11%; e Catarsis: 43%), bem como que tais clientes eram, em sua grande maioria, investidores estrangeiros.

40. A Acusação também examinou os resultados alcançados pelos três comitentes, demonstrando que as taxas de sucesso verificadas foram mais um indicativo da ilicitude das operações, conforme resumidas na tabela reproduzida a seguir.

¹⁵ Segundo consta do Relatório de Inquérito, M.H. operou com 118 ativos (item 49), Rafael Spinardi com 107 (item 151) e Catarsis com 110 (item 160) (Doc. SEI 0955215).

¹⁶ No voto do Diretor Relator Gustavo Borba no PAS CVM nº SP2013/0448, j. em 08.06.2018, foi feita ponderação semelhante: “Se isso tivesse ocorrido somente uma vez, configurar-se-ia uma situação apenas inusitada. No caso em tela, contudo, isso ocorreu por 19 vezes seguidas, das quais 18 foram operações de *day-trade*, sempre com a mesma contraparte (...), tendo (...) lucrado em todas as operações de *day-trade*, enquanto na restante o resultado foi neutro”.

¹⁷ Doc. SEI 0955215, fls. 710, item 75.

¹⁸ Destaque-se trecho do voto do Diretor Relator Marcos Barbosa Pinto no PAS CVM nº 15/04, j. em 7.7.2009: “Como já mencionei acima, os acusados poderiam e deveriam ser condenados ainda que a Petros não figurasse como contraparte em seus negócios, já que a prática não-equitativa conhecida como *front running* consiste em se antecipar a uma operação que está para ser realizada, aproveitando-se dos movimentos de mercado dela decorrentes.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

Comitentes	Percentuais de Acerto			Lucro	
	Por DayTrades	Por Ações	Por dias	Médio Daytrade	Total
M.H.	71,99%	77,97%	81,16%	R\$ 1.043,38	R\$ 450.741,00
Rafael Spinardi	74,68%	81,30%	89,50%	R\$ 1.330,37	R\$ 525.947,00
Catarsis	83,11%	89%	96,40%	R\$ 1.632,04	R\$ 868.246,00
					R\$ 1.844.934,00

41. Não deixo de reconhecer, como apontam as defesas, que esse seria um indício insuficiente quando isoladamente considerado¹⁹. Entretanto, como visto, as imputações foram feitas com base em todo um conjunto de indícios colacionados aos autos e não somente em razão das taxas de sucesso apuradas. Nesse sentido, o Colegiado da CVM tem admitido a constatação de percentuais de acerto em operações da espécie em patamares muito elevados como indício pertinente, quando acompanhado de outras evidências²⁰, o que entendo ocorre neste caso.

42. Relevante ressaltar também que Rafael Spinardi, em seu depoimento, ao tentar esclarecer como decidia as operações que eram realizadas com tamanha taxa de sucesso, não apresentou qualquer explanação razoável e apresentou versão inconsistente com os registros das transações²¹.

43. Por todo o exposto, entendo que a Acusação teve êxito em demonstrar que operações dos três comitentes se deram mediante uso da prática não equitativa conhecida como *front running*, de forma que passo a analisar as condutas de cada um dos Acusados.

Autoria

44. A partir do conjunto probatório reunido pela Acusação, estou convencida de que Luiz Mori foi, de fato, o responsável pelas operações realizadas pelos três referidos comitentes e, assim, o principal condutor do esquema de *front running* objeto deste PAS. A meu ver, Luiz Mori não teve êxito em apresentar contraindícios que efetivamente colocassem em xeque o conjunto de indícios, robustos e convergentes, evidenciados pela Acusação, como acima indicado.

45. Verifica-se que, em larga medida, Luiz Mori tenta se esquivar de responsabilidade utilizando-se do fato de que Rafael Spinardi “assumiu” ser “o responsável” por todas as operações

¹⁹ A defesa de Luiz Mori sustentou que: “(...) negociar ações no mercado e auferir ganho não é crime, não bastando para a caracterização do *front running*, devendo o Termo de Acusação, nos termos da legislação, fundamentar e individualizar as condutas tidas como ilícitas pelo Requerente (...)” (Doc. SEI 0955221, fls. 889).

²⁰ Conforme bem apontado pelo Diretor Relator Gustavo Machado Gonzalez, em seu voto no PAS CVM nº 19957.003798/2017-27, j. 09.06.2020: “Outro elemento importante é o elevado percentual de acerto da acusada em suas operações. Embora entenda que os resultados, isoladamente considerados, não autorizam uma condenação em sede de processo administrativo sancionador, entendo que no caso se trata de mais um elemento a indicar que os lucros de Marisa resultaram de operações que falsearam o mercado”.

²¹ Rafael Spinardi asseverou que escolhia somente ativos líquidos, enquanto foram realizadas diversas operações de *day trade* com *small caps* e ações de baixa liquidez, bem como alegou que seguia as grandes corretoras, quando as operações indicam que ele se antecipava a elas.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

investigadas (ainda que tampouco tenha reconhecido o uso da prática não equitativa). Ambos os acusados, contudo, não conseguiram afastar as inconsistências apuradas pela Acusação nem oferecer explicações minimamente plausíveis para as questões que ficaram sem resposta, em especial as atinentes às movimentações financeiras constatadas.

46. Com efeito, destaque, de plano, que a versão alternativa apresentada nos depoimentos de Rafael Spinardi e M.C.H.M. ecoa, no todo, como nada crível.

47. Segundo os depoentes, apesar de Luiz Mori ser um profissional atuante no mercado de capitais, a família teria decidido confiar a aplicação dos recursos herdados por M.H., em operações de *day trade* no mercado bursátil, a alguém que não tinha qualquer autorização ou registro perante a CVM e que, segundo as próprias defesas, era apenas um conhecido do então marido de M.C.H.M., por frequentarem a mesma padaria do bairro em que residiam.

48. Ainda menos crível ao se considerar o período inicial apontado pela Acusação, em que tais operações foram realizadas em nome de M.H., o que demandaria subentender que teria sido acordado com familiares que um mero conhecido poderia se utilizar do nome e das senhas da senhora M.H. para prestar serviço que, em tese, seria, supostamente, lícito. E, ainda por cima, o neto – especialista por ofício – teria ficado totalmente alheio à própria existência do referido “prestador de serviço”, mesmo recebendo recursos provenientes das contas de M.H. e tendo pagamentos seus arcados com recursos provenientes das operações em questão, o que restou fartamente comprovado nos autos.

49. À implausibilidade de tal versão some-se, ainda, o fato de que, quando inquiridos pelos inspetores sobre detalhes de como funcionava a dinâmica dos investimentos, os depoentes entraram em contradição²², reduzindo ainda mais a credibilidade das informações que prestavam.

50. Ademais, como demonstrado pela Acusação, Luiz Mori foi expressamente indicado como o responsável pelas operações de M.H. por dois membros da própria família, quando questionados em ligações telefônicas²³.

51. As duas corretoras que atenderam M.H. também prestaram informações que apontam

²² Por exemplo, Rafael Spinardi e M.C.H.M. apresentaram versões dissonantes no que tange ao eventual acesso do primeiro à conta corrente de titularidade de M.H. perante o Banco Itaú, bem como sobre se Rafael Spinardi prestava contas de sua atuação, com apresentação de documentos e comprovantes.

²³ Em março de 2013, M.C.H.M. afirmou à XP Investimentos que Luiz Mori era o responsável pelas operações de M.H., quando assim questionada em telefonema pela corretora. Posteriormente, M.C.H.M. entrou em contato com a corretora por mais duas vezes, na primeira sustentou serem ela e seu marido os responsáveis e, depois, que seria uma pessoa chamada Rafael (Doc. SEI 0955215, Relatório de Inquérito, item 244, fls. 752). Já em 23.03.2016, C.H., irmão de M.C.H.M., afirmou que Luiz Mori era o responsável pelas operações, em entrevista telefônica a inspetores da CVM (registrada em Doc. SEI 0955899, CD fls. 478).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

para a responsabilidade de Luiz Mori. Uma delas o indicou expressamente como responsável quando questionada pela BSM²⁴ e a outra realizou uma comunicação ao COAF acerca das operações atípicas de M.H., ocasião em que ressaltou que M.H. e Luiz Mori informaram o mesmo endereço residencial em seus registros cadastrais e que:

No período analisado, verificamos que **o mesmo IP acessa ambas as contas** tanto a de Luiz Gustavo como a de [M.H.]. Um dos IPs pesquisados foi – IP Address: 198.240.130.75; ISP: **Credit Suisse Group** / CANA; Region: **New York (US)**.

52. As informações de acesso às contas dos três comitentes nas corretoras apontam na mesma direção. A grande maioria dos acessos ocorreu durante o horário de trabalho de Luiz Mori e se deu mediante aplicativos de telefone celular, que não permitem a captura do endereço de IP pela corretora. Os demais acessos, ocorridos fora do expediente, puderam, em sua expressiva maioria, ser identificados como feitos de Nova Iorque, cidade em que residia Luiz Mori.

53. Nesse ponto, cabe um esclarecimento importante: a captura do IP pela corretora ocorre por ocasião do **acesso** à conta, pelo *login*, independentemente da realização de operações. Desta feita, são úteis para apontar a localização de quem acessava as contas, mas inadequados para inferências quanto ao *timing* das operações, razão pela qual não prospera o argumento da defesa de que esses registros fora do horário de expediente de Luiz Mori infirmariam a tese acusatória.

54. A meu ver as provas diretas e as indiciárias acima referidas formam um conjunto robusto e convergente a amparar a versão apresentada pela Acusação, coerente com os fatos apurados, trazendo-me convicção de que Luiz Mori tomava conhecimento de grandes ordens dos clientes no exercício de sua função e implementava estratégias de *front running*, apregoando ordens em nome dos três referidos comitentes por meio de seu telefone celular, de forma a escapar de possível monitoramento pela corretora das operações enviadas a partir de seus computadores²⁵. Quando necessitava acessar as contas fora do horário do expediente, Luiz Mori se utilizava de outros meios, que permitiram a captura de seu endereço de IP pelas corretoras do Brasil.

55. A versão apresentada por Rafael Spinardi de que utilizava em seu celular um aplicativo do tipo *Hide IP* não me convence. Ainda que esse tipo de aplicativo possa, de fato, indicar endereços de IP em localizações diferentes daquela onde o usuário está, não é factível que então

²⁴ v. item 6 do Relatório de Inquérito (DOC. SEI 0955215 fls. 695).

²⁵ Nesse sentido, a Acusação destacou que a atuação de Luiz Mori era vedada pelos códigos de conduta da Credit Suisse tanto nos Estados Unidos quanto no Brasil, seja em nome próprio, ou por meio de outras contas em que tivesse interesse, poder direto ou influência nas decisões (Doc. SEI 0955176, fls. 218-220).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

essa outra localização fosse praticamente sempre a mesma²⁶, no caso, Nova Iorque, e que, em outros acessos, o mesmo aplicativo conseguiria omitir completamente o endereço de IP, e que a ocorrência de uma ou outra forma de ocultação da real localização coincidiria apenas com os horários de expediente de trabalho.

56. Igualmente improcedente o argumento das defesas de que o número de acessos de que se valeu a Acusação seria ínfimo. Para tanto, tais acusados utilizam como referência o número total de acessos, incluindo aqueles (a grande maioria), em que não foi possível precisar a localização, devido ao meio de acesso à conta utilizado. A única revelação trazida pelo baixo percentual de operações cujos endereços de IP puderam ser capturados é a predileção do responsável pelo aplicativo de celular da corretora que ocultava sua localização, o que não invalida a constatação de que, quando se servia de outros meios de acesso, o fez dos Estados Unidos, país em que residia Luiz Mori e não do Brasil, onde residia Rafael Spinardi.

57. A distribuição dos resultados das operações refletidas nas movimentações bancárias é também outra evidência que aponta para a responsabilidade de Luiz Mori.

58. A Acusação constatou que as operações realizadas a partir de contas de titularidade de M.H. obtiveram ganho de R\$ 411.595,92²⁷, mas as transferências totalizaram R\$ 1.239.791,08, pois também houve receita oriunda de uma empresa de participações, que comercializava imóveis.

Tabela 1 – Transferências de recursos de M.H.

DESTINATÁRIO	VALOR (R\$)	QTD. TRAN.
LUIZ MORI	600.625,00	56
FAMÍLIA M.H.	326.853,00	37
OUTROS FUNCIONÁRIOS CREDIT SUISSE E FAMILIARES	187.521,00	38
RAFAEL SPINARDI	48.000,00	5
D.P.	45.714,08	7
BRUNO GUIARD	36.578,00	5
TOTAL	1.245.291,08	148

59. Já as operações realizadas a partir das contas de Rafael Spinardi produziram ganhos de R\$ 525.497,00 e, além disso, ele foi destinatário de parte dos ganhos auferidos nas operações da Catarsis. Todavia, devido ao procedimento utilizado por Rafael Spinardi de realizar operações na boca do caixa da instituição financeira, a destinação dos recursos foi identificada apenas

²⁶ A própria defesa de Rafael Spinardi assim descreveu o *Hide IP*: “Como consequência da instalação do referido aplicativo, endereços de IP aleatórios aparecem nos documentos e informações gerados no computador.” (grifei).

²⁷ Relatório de Inquérito, item 111 (Doc. SEI 0955215, fls. 721).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

parcialmente²⁸. Nada obstante, as operações cujos beneficiários foram identificados, se davam majoritariamente em favor de Luiz Mori ou de pessoas a ele ligadas.

Transferências a partir da conta corrente de Rafael Spinardi²⁹

DESTINATÁRIO/REMETENTE	RECEBIMENTO	ENVIO
OUTROS FUNCIONÁRIOS CREDIT SUISSE		R\$34.311,00
CATARSIS	R\$637.216,04	R\$57.150,00
LUIZ MORI		R\$21.173,19
M.H.	R\$48.000,00	R\$10.000,00
TOTAL	R\$685.216,04	R\$122.634,19

Beneficiários identificados de recursos sacados da conta do Rafael Spinardi³⁰

DESTINATÁRIO/REMETENTE	Valor
LUIZ MORI – DEPÓSITO	R\$ 105.502,07
M.H. – DEPÓSITO	R\$ 66.302,74
OUTROS FUNCIONÁRIOS CREDIT SUISSE – DEPÓSITOS	R\$ 27.135,00
PGTO DE FATURA DE LUIZ MORI	R\$ 6.150,00
F.S.M. (FAMILIAR DE LUIZ MORI)	R\$ 10.000,00

60. As operações ocorridas em nome da Catarsis proporcionaram ganhos de R\$ 868.246,00, assim distribuídos: (i) transferência de R\$ 637.216,04 para Rafael Spinardi; (ii) transferência de R\$ 50.000,00 para a Um Investimentos; (iii) duas transferências para terceiros, que totalizam R\$ 10.491,00; e (iv) pagamentos de despesas diversas, que totalizam R\$ 173.086,55.

61. Outro indício apontado pela Acusação foi a interrupção, entre 19.08.2013 e 30.08.2013, das operações então realizadas a partir da conta de Rafael Spinardi, coincidindo com período em que Luiz Mori estava de férias. Em que pese se tratar de período curto e não permitir análise conclusiva, concordo com a Acusação que esse, somado aos demais indícios, serve como mais uma evidência a reforçar a tese de conexão entre o exercício profissional do acusado Luiz Mori e consecução do esquema de *front running*, especialmente porque as defesas foram lacônicas quanto ao que poderia justificar a interrupção de operações no período³¹. Por outro lado, concordo com as defesas quando apontam que a ausência de operações em datas específicas, como feriados norte-americanos e durante o recesso de final de ano, não configura indício de irregularidade.

62. O fato de Rafael Spinardi ter expressamente admitido ser o responsável por todas as

²⁸ Conforme registrado no item 192 do Relatório de Inquérito: “Há ainda registro, na conta do Rafael Spinardi, de R\$ 550.547,49 em saques e pagamentos de boletos cuja destinação não foi possível identificar.”

²⁹ Relatório de Inquérito, item 185 (Doc. SEI 0955215, fls. 739).

³⁰ Relatório de Inquérito, item 186 (Doc. SEI 0955215, fls. 740).

³¹ Rafael Spinardi alegou não saber a razão da interrupção, mas que ela teria se dado a pedido de M.C.H.M., que, por sua vez, afirmou não se recordar dos motivos para tal intervalo.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

operações tampouco altera minhas conclusões. Ainda que não tenha restado evidenciada a razão pela qual Rafael Spinardi tentou tomar pra si toda responsabilidade, as provas dos autos lhe contradizem em parte, tendo em vista o papel que desempenhou no esquema.

63. Conforme detalhado no Relatório, as operações de M.H. chamaram a atenção da BSM, que realizou apuração dos fatos perante as corretoras que atendiam a investidora, o que culminou, para além da comunicação à CVM, em envio, no dia 17.05.2013, de comunicado ao COAF informando “acerca das atipicidades identificadas no cadastro e nas operações da investidora”³².

64. A cronologia dos fatos revela que foi esse o contexto em que as operações anteriormente realizadas em nome de M.H. foram encerradas, mas não sem antes transferir recursos para que as operações pudessem prosseguir a partir de conta de titularidade do próprio Rafael Spinardi:

Data	Destinatário	Valor (R\$)
25/4/13	RAFAEL SPINARDI MARQUES	9.955,00
26/4/13	RAFAEL SPINARDI MARQUES	9.895,00
30/4/13	RAFAEL SPINARDI MARQUES	9.150,00
2/5/13	RAFAEL SPINARDI MARQUES	9.450,00
6/5/13	RAFAEL SPINARDI MARQUES	9.550,00

65. Assim, ficou patente que a participação de Rafael Spinardi nas operações não se deu na qualidade de ‘gestor’, mas sim de partícipe no esquema de *front running* que prosseguiu de maio de 2013 a abril de 2014. Durante esse período, a meu ver, restou evidenciado que o referido acusado atuou em conjunto com Luiz Mori na consecução do ilícito, ao permitir a utilização de contas de investimento de sua titularidade e de titularidade da Catarsis, para que o esquema engendrado pudesse continuar, tentando evitar que chamasse a atenção da BSM e da CVM.

66. Ademais, pelos elementos trazidos aos autos fica claro que a destinação dos ganhos do esquema também incumbia a Rafael Spinardi, o que incluía idas ao banco para realização de saques, depósitos e pagamentos na boca do caixa, em valores abaixo dos limites operacionais para transações *online*, em método que sugere tentativa de ocultar os beneficiários do esquema, bem como indica sua ciência do ilícito e deliberada participação.

67. O Relatório de Inquérito também consignou não ter havido transferência da integralidade dos ganhos das operações realizadas na conta de titularidade de Rafael Spinardi, que reteve parcela dos ganhos ilícitos, corroborando o caráter doloso de sua atuação³³.

68. Note-se que o esquema de *front running* foi mantido quando as operações passaram a ser

³² Relatório de Inquérito, item 7 (Doc. SEI 0955215, fls. 695).

³³ Todavia, inexistiu a demonstração do montante exato que teria sido retido por Rafael Spinardi.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

realizadas em conta de investimentos de titularidade da Catarsis, sociedade de responsabilidade limitada de titularidade de Rafael Spinardi, a indicar, mais uma vez, a tentativa de ocultar, ou ao menos dificultar, a visualização dos envolvidos.

III.3 *Front running* com relação a ordens de clientes da Deutsche

69. Segundo a própria Acusação, as operações supostamente realizadas em *front running*, com base em informações acerca de ordens de clientes da Deutsche NY enquanto ainda não apregoadas, teriam apresentado dinâmica um pouco diferente. Para a Acusação, Luiz Mori teria acesso a tais informações não diretamente, em razão de seu ofício, mas por meio de Bruno Guisard, que quanto a elas o teria alertado.

70. Referida dinâmica nos remete à análise sobre o tipo de *front running* que a Acusação reputou ter ocorrido com relação a tais operações e os respectivos elementos a serem comprovados.

71. Nessa seara, cabe referência ao que foi bem pontuado pelo conselheiro Marcos Martins Davidovich, em seu voto no Recurso CRSFN nº 12.805³⁴, ao se referir às três hipóteses de ocorrência de *front running* segundo definidas por Jerry Markham³⁵: (i) *self-front running*, quando o próprio investidor utiliza-se de contratos futuros ou opções para se proteger de eventual flutuação no preço do ativo por conta de sua própria atuação no mercado à vista; (ii) *tipee front running*, quando terceiros tomam conhecimento da operação antes de sua execução e compram ativos para revendê-los a preço mais elevado; e (iii) *trading ahead*, quando a mesma estratégia do *tipee front running* é executada pelo próprio operador da mesa, ao ter conhecimento da ordem do cliente³⁶.

72. Nos termos da peça acusatória, tem-se que a principal frente de acusação neste PAS está centrada na modalidade de *trading ahead*, considerando, no caso, a posição de Luiz Mori, que trabalhava, à época, na Credit Suisse USA, com o *front running* sendo executado em negociações realizadas por meio de interpostas pessoas, tendo como contraparte clientes da Credit Suisse, diante, portanto, de acesso direto a informações sobre vultosas ordens prestes a serem realizadas por tais clientes. Quanto às operações realizadas por meio de contas de M.H. em antecipação a ordens de clientes da Deutsche, a Acusação sustenta que Luiz Mori era alertado por Bruno Guisard, que trabalhava para a Deutsche NY, relacionando-se, então, à figura do *tipee front running*.

³⁴ Acórdão CRSFN nº 1119/13, j. na 355ª Sessão do CRSFN, em 30.07.2013, referente ao PAS CVM nº 10/05.

³⁵ Professor da Universidade de Direito de Georgetown e ex-coordenador da divisão de *enforcement* da Commodity Futures Trading Commission – CFTC.

³⁶ Nos Estados Unidos, os chamados *trading ahead* e *tipee trading* são considerados práticas irregulares, havendo controvérsias quanto à licitude do *self-front running*.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

73. Entendo que tal circunstância impõe à Acusação um ônus probatório adicional, ainda que possa também ser alcançado por meio de prova indiciária. Isso porque a Acusação deve demonstrar que o *tippee* teve acesso à informação sobre as ordens, e, no que tange ao *tipper*, que foi ele o informante, tendo ambos ciência do caráter privilegiado da informação, circunstâncias que não são suficientemente verificáveis a partir do conjunto probatório destes autos.

74. Este não é o primeiro caso em que o Colegiado da CVM julga acusações dessa natureza. Em precedentes de *front running*, já houve condenações³⁷ de acusados pelo ilícito de prática não equitativa, não em virtude de acesso direto a informações das operações, mas de a elas terem tido indevido acesso por meio de terceiros, bem como a execução das ordens se materializar por meio de uma conta de titularidade própria ou de terceiros³⁸.

75. Apenas para ilustrar, como espécie de paralelo, é o que também ocorre no caso do chamado *insider trading* secundário, situações em que, mesmo em se admitindo que não haja especificamente a identificação do informante³⁹, não pode a Acusação se valer de mera presunção de acesso à informação privilegiada (como ocorre com relação a *insiders* primários), sendo necessário comprovar a posse da informação privilegiada pelo acusado, inclusive pelo manejo de prova indiciária, conforme precisamente esclarecido pelo Diretor Gustavo Machado Gonzalez⁴⁰:

No direito brasileiro, a configuração do ilícito de *insider trading* não requer que se precise a forma como a informação privilegiada foi repassada ao acusado. Essa orientação, que tem prevalecido na jurisprudência da CVM, é coerente com a opção do legislador de 2001, que proibiu o uso da informação privilegiada por “qualquer pessoa”, incluindo quem tenha acesso fortuito a ela. Em outras palavras, nosso regime equipara o *insider* acidental ao *insider* secundário.

Naturalmente, quando se apura o eventual uso de informação privilegiada por pessoa que não ocupa função, ou cargo, na companhia, nem tem uma relação de fidúcia com essa que lhe confira acesso direto à informação privilegiada, a acusação precisa comprovar, de forma bastante convincente, que o suspeito estava de posse de informação privilegiada quando operou no mercado de valores

³⁷ PAS CVM nº SP2013/0448, Dir. Rel. Gustavo Tavares Borba, j. em 08.06.2018; PAS CVM nº 10/05, Dir. Rel. Eli Loria, j. em 25.08.2009; e PAS CVM nº 15/04, Dir. Rel. Marcos Barbosa Pinto, j. em 04.08.2009.

³⁸ A possibilidade de a quebra de dever fiduciário ocorrer em benefício de terceiros foi reconhecida pelo Diretor Relator Henrique Machado Moreira em seu voto no PAS CVM nº 10/2012: “Nas situações de *front running*, o intermediário tem o conhecimento de uma ordem certa a ser executada (dada pelo cliente), desconhecida pelos demais participantes do mercado, que é antecipada pelo intermediário ao introduzir uma ordem própria ou de terceiros em prejuízo do cliente.”

³⁹ Nos termos do voto do Dir. Marcos Barbosa Pinto no PAS CVM nº 24/05, j. em 07.10.2008, Dir. Rel. Sergio Weguelin: “4.2 Na minha opinião, o direito brasileiro permite que uma pessoa seja condenada por negociação com informação privilegiada mesmo que não se consiga precisar como essa informação foi obtida. 4.3 A necessidade de identificar um informante dentro da companhia, inspirada no direito norte-americano e muito criticada por lá, não foi acolhida no nosso sistema jurídico. Entre nós, basta que o acusado tenha negociado com informação relevante não-divulgada ao mercado para que se caracterize a infração.”

⁴⁰ PAS CVM nº RJ2016/5039, j. em 26.09.2017.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

mobiliários. Isso não quer dizer que não se possa construir uma acusação dessa natureza a partir de provas indiciárias, mas, sim, que não se aplicam em tais casos as regras da Instrução CVM nº 358/2002, que autorizam a presunção: (i) de que existia informação relevante, ou (ii) de que essa era do conhecimento do acusado.

76. Não há razão, a meu ver, para aplicar entendimento distinto com relação à infração por *front running*, em que as informações são atinentes a operações a serem cursadas no mercado de valores mobiliários e os deveres fiduciários inobservados são os dos intermediários, especialmente considerando que as investigações de *front running* apresentam dificuldades bastante similares às de *insider trading*⁴¹.

77. Releva ressaltar que não consta dos autos deste PAS qualquer registro de comunicação ou contato entre Luiz Mori e Bruno Guisard, inclusive nada que os conecte, de algum modo, nos dias dos *day trades* de M.H. que coincidiram com grandes transações de clientes da Deutsche e mesmo em outros dias. Desta feita, cabe ao Colegiado avaliar se o conjunto indiciário apresentado pela Acusação é robusto e convergente o bastante para evidenciar, sem que remanesça dúvida, que Luiz Mori teve acesso às ordens de clientes da Deutsche antes que fossem executadas e que seu informante era, de fato, Bruno Guisard.

78. Note-se, ainda, que, apesar de a Acusação ter proposto a responsabilização de Bruno Guisard também pelo uso de prática não equitativa, a conduta atribuída a Bruno Guisard foi mais delimitada. Segundo a tese acusatória, Bruno Guisard seria o informante de Luiz Mori:

De alguma maneira, após tomar conhecimento das ordens a serem inseridas, Bruno Guisard informava a Mori, que então se antecipava aos clientes do Deutsche Bank no mercado. (Doc. 0955215, fls. 768)

79. Ou seja, segundo a Acusação, Bruno Guisard participou do esquema de *front running* de Luiz Mori, apenas quando este operava por meio das contas de M.H. e tendo como única função: informar sobre as grandes operações a serem intermediadas pela Deutsche antes de sua execução.

80. Todavia, como já mencionado, inexistem nos autos qualquer registro de comunicação ou contato entre os dois da época das operações. Tampouco há provas indiretas de que havia um

⁴¹ A relação entre a utilização da prova indiciária e as dificuldades na produção da prova inerentes ao ilícito foi objeto de destaque pelo Diretor Henrique Machado Moreira em seu voto no PAS CVM nº 25/2010: "... nos casos envolvendo *insiders* secundários, a utilização de indícios na construção da peça acusatória e na eventual condenação dos acusados mostra-se não só como um caminho natural, mas, muitas vezes, como o único caminho a ser seguido; isso porque penso que a prova definitiva e irrefutável da prática de *insider* de mercado é bastante complexa, exceto se, de alguma forma, o vínculo ficar claramente evidente, como ocorreria na hipótese de haver uma confissão, por exemplo. Entendo, assim, possível que uma condenação seja baseada em prova indiciária, formada por um conjunto de indícios sérios, consistentes e convergentes, e respeitado o princípio do livre convencimento motivado do julgador e essas provas indiciárias são, inclusive, reconhecidas expressamente pelo art. 239 do Código de Processo Penal."



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

contato frequente entre eles, posto que os indícios apresentados pela Acusação de que os dois se conheciam não bastam para que se conclua pela transmissão das informações das operações⁴².

81. Os elementos apresentados pela Acusação com vista a evidenciar que Bruno Guisard foi fonte de vazamento de informações sobre ordens para Luiz Mori não me convenceram.

82. Um dos fundamentos da Acusação foi que Bruno Guisard aparece nos registros da Deutsche como o operador responsável por 67,23% das operações intermediadas pela corretora fechadas contra M.H., percentual muito superior aos 28,49% verificados na totalidade das ordens executadas. Todavia, restou esclarecido que Bruno Guisard era o principal responsável pelo envio de grande parte ordens da Deutsche Londres voltadas ao mercado brasileiro, mas a própria Acusação não restringe a responsabilidade de Bruno Guisard (ou mesmo a caracterização de *front running*) somente a informações sobre ordens que ele mesmo veio a executar, mas à totalidade das operações que envolveram estratégias de *day trade* de M.H., incluindo aquelas executadas por outros operadores da Deutsche.

83. Se a Acusação presume que Bruno Guisard tinha acesso às ordens de clientes da Deutsche cuja execução incumbia a seus colegas, poder-se-ia concluir que os demais operadores também tinham acesso às ordens que seriam apregoadas na bolsa brasileira por Bruno Guisard, o que implica em dizer que, se, de fato, houve vazamento de informação sobre as ordens, qualquer dos operadores poderia ser a fonte de informações para Luiz Mori.

84. A conclusão poderia ser outra se restasse demonstrado que Bruno Guisard era o único operador da Deutsche que teve acesso a todas as ordens de clientes que teriam sido aproveitadas em estratégias de *day trades* de M.H., mas, não sendo esse o caso, a meu ver tem-se aqui um conjunto insuficiente de indícios, remanescendo dúvida quanto à atuação do referido acusado.

85. Com relação à Deutsche, cabe ainda reconhecer, como aponta a própria Acusação, que seus clientes representaram apenas 11,4% do volume financeiro transacionado por M.H., o que não chega a ser um percentual realmente expressivo, sendo que, desse conjunto de operações, nem todas as ordens foram enviadas por Bruno Guisard.

86. Nem mesmo as transferências financeiras verificadas entre conta de titularidade de M.H. e de Bruno Guisard são aptas a convencer-me em sentido contrário. Ainda que essas tenham

⁴² Tal entendimento encontra-se sedimentado pelo Colegiado da CVM. Como exemplo, colaciono trecho de voto da Dir. Rel. Luciana Dias no PAS 11/09, j. em 03.04.2012: “A existência de relações pessoais entre os envolvidos nas operações investigadas tem sido considerada pelo Colegiado da CVM como elemento adicional na apuração de ilícitos de uso indevido de informação privilegiada. Ela constitui, no geral, um indício adicional que lhe permite formar convicção sobre a possibilidade de acesso à informação relevante pelos acusados. Quando isoladamente considerada, no entanto, a existência de relações pessoais não é suficiente para comprovar a detenção de informação privilegiada”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

revelado a existência de pagamentos pontuais devidos por Luiz Mori (que, como visto, controlava as contas da avó), (i) as informações que supostamente teriam sido passadas ao acusado Luiz Mori por Bruno Guisard não foram objeto de qualquer evidenciação nos autos; (ii) os valores são pouco expressivos (apenas cerca de R\$36 mil, no total); (iii) a explanação do acusado é factível (i.e. compra de bens móveis); e (iv) também não há qualquer evidência nos autos de eventual contato ou comunicação entre os dois⁴³, justamente a conduta apontada pela Acusação como ilícita.

87. Assim, a meu ver, a Acusação não teve êxito em reunir elementos probatórios suficientes para amparar a alegação de que Bruno Guisard teria atuado como informante de Luiz Mori⁴⁴.

88. De outro lado, além da questão da não comprovação da atuação de Bruno Guisard, tem-se, ainda, no que tange as operações de *day trades* em que supostamente Luiz Mori teria se antecipado a movimentos de grandes clientes da Deutsche, a insuficiência de comprovação no sentido de que Luiz Mori atuou com base em informação sobre ordens de clientes da Deutsche, pois a configuração do ilícito de *front running* depende da demonstração de que a assimetria informacional derivou da quebra de um dever fiduciário, ainda que por parte do informante.

89. Nesse sentido, a baixa representatividade das operações que supostamente se anteciparam a ordens de clientes da Deutsche (11,4% do volume de transações de M.H.) e o fato de que as principais análises da Acusação consideraram os *day trades* de forma consolidada⁴⁵, sem evidenciar que os mesmos indícios de irregularidade seriam observados nas transações que antecederam ordens de clientes da Deutsche se examinadas isoladamente, são circunstâncias que, a meu ver, impedem a conclusão de que houve *front running* na realização de tais operações.

90. Ainda que tenham restado comprovados tanto a materialidade quanto a autoria no que toca às operações feitas em antecipação aos clientes da Credit Suisse, não se pode, por isso, assumir que o mesmo tenha se passado com relação aos clientes da Deutsche, notadamente em razão da insuficiência das provas relacionadas a esse conjunto específico de operações e quanto a eventual liame entre Bruno Guisard e Luiz Mori, conforme detalhado. Tem-se, neste caso, conjecturas contra o primeiro, que fragilizam também a tese de acesso às informações pelo segundo.

⁴³ Como bem resumido pela defesa de Bruno Guisard: “No presente caso, a Comissão de Inquérito fundamenta a acusação imputada ao Defendente na alegação de que ele teria veiculado informações obtidas no exercício de sua profissão a Luiz Mori (...) Este é, portanto, o fato que a Comissão de Inquérito deveria ter provado para que o Defendente pudesse ser eventualmente responsabilizado pela prática de irregularidade.” (Doc. SEI 0955221, fls. 872).

⁴⁴ Cabe citar o seguinte trecho do voto vencedor do Diretor Luiz Antônio Sampaio de Campos no PAS CVM nº RJ2002/2405, de relatoria da Diretora Norma Parente, j. em 09.10.2003, especialmente que: “A mera plausibilidade teórica de que determinada situação ocorra ou tenha ocorrido não autoriza nem acusação, que dirá condenação.”

⁴⁵ Como, por exemplo, estudo das contrapartes nas operações mais lucrativas, participação das Corretoras no mercado, percentual de sucesso e participação de mercado e percentual vendido (Itens 79 a 95 do Relatório de Inquérito – Doc. SEI 0955215, fls.712-717).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

91. Pelo exposto, voto pela absolvição de Bruno Guisard e por não incluir os *day trades* indicados pela Acusação como associados a informações supostamente provenientes de Bruno Guisard entre aqueles em que se materializou o conjunto de operações em que Luiz Mori atuou em *front running*⁴⁶.

IV. CONCLUSÃO E DOSIMETRIA

92. Por todo o exposto, concluo terem restado demonstrados os elementos caracterizadores do uso de prática não equitativa por meio de esquema de *front running*, configurado com relação às operações realizadas: (i) com valores mobiliários; (ii) mediante desequilíbrio entre as partes, em razão do uso de informação sobre grandes ordens não conhecidas pelo mercado; e (iii) tal desequilíbrio foi ilícito, visto que oriundo de quebra de dever fiduciário por parte de Luiz Mori.

93. À exceção da imputação feita ao acusado Bruno Guisard, pelas razões já expostas, a meu ver, restaram comprovados os elementos de materialidade e autoria, inclusive quanto ao dolo específico das condutas dos demais acusados, que restou evidenciado pelo recebimento de parte dos proventos do esquema delituoso e dos métodos ardilosos utilizados.

94. No que tange à dosimetria das penalidades, considerei a natureza grave da infração⁴⁷; como atenuante, para todos os acusados, sua primariedade; e, como agravantes, a utilização de meios ardilosos que visavam a ocultação dos ilícitos, incluindo a utilização de contas abertas em nome da senhora M.H., bem como o fato de a prática irregular ter se estendido por quase dois anos, considerando todo o período e o liame que evidenciou a continuidade delitiva; e, exclusivamente com relação a Luiz Mori, o papel por ele exercido na coordenação do esquema perpetrado.

95. Ressalto, ademais, que não foram apontados pela Acusação os montantes das vantagens indevidas auferidas por Rafael Spinardi e Catarsis, impossibilitando sua utilização na fixação do valor da multa, ainda que tenham sido indicados, genericamente, os ganhos obtidos nas operações realizadas a partir das contas de cada um destes acusados⁴⁸.

96. No mesmo sentido, ainda que tenha restado evidenciada a responsabilidade de Luiz Mori por todas as operações realizadas, a própria Acusação reconheceu que não foi com relação à

⁴⁶ Conforme inicialmente apurado pela BSM, os lucros auferidos nos *day trades* realizados a partir das contas de M.H., considerando apenas as estratégias relativas a clientes da Credit Suisse foi de R\$ **404.027,00** (v. Item 4 do Relatório de Inquérito). O lucro de R\$ 450.741,00 apontado pela Acusação no item 45 da peça acusatória é referente a todos os *day trades*, incluindo aqueles em que o acusado supostamente teria se valido de prática não equitativa pertinente a operações de clientes da Deutsche, do que se extrai que tais operações tiveram um resultado positivo de R\$ 46.714,00.

⁴⁷ Instrução CVM nº 8/1979, Item III: “Considera-se falta grave passível de aplicação das penalidades previstas no art. II, Incisos I a VI da Lei nº 6.385/1976, o descumprimento das disposições constantes desta Instrução.”

⁴⁸ As operações de Rafael Spinardi tiveram resultado positivo de R\$ **525.497,00** e as da Catarsis de R\$ **868.246,00**.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

totalidade das operações de *day trade* que se pôde verificar uma antecipação aos clientes da Credit Suisse⁴⁹, entretanto não discriminou os ganhos obtidos apenas nas operações em que verificada a irregularidade. Por essa razão, não cabe considerar a integralidade dos lucros auferidos como vantagem indevida e, como não consta dos autos a informação sobre os lucros obtidos exclusivamente nas operações em que as ordens de M.H., Rafael Spinardi e Catarsis foram apreoadas antes dos clientes da Credit Suisse, a multa não será aplicada com base em um múltiplo do valor atualizado da vantagem econômica indevidamente obtida.

97. Assim, com fundamento no artigo 11 da Lei nº 6.385/1976 (com redação anterior à entrada em vigor da Lei nº 13.506, de 13.11.2017), voto:

I - pela **condenação** de:

i) **Luiz Gustavo Mori** à penalidade de multa pecuniária no valor de **R\$ 500.000,00** (quinhentos mil reais), pelo uso de prática não equitativa, definida no Item II, “d”, da Instrução CVM nº 8/1979 e vedada pelo Item I da mesma Instrução;

ii) **Rafael Spinardi Marques** ao pagamento de multa pecuniária no valor de **R\$ 250.000,00** (duzentos e cinquenta mil reais) pelo uso de prática não equitativa, definida no Item II, “d”, da Instrução CVM nº 8/1979 e vedada pelo Item I da mesma Instrução; e

iii) **Catarsis Investimentos e Participações Ltda** ao pagamento de multa pecuniária no valor de **R\$ 250.000,00** (duzentos e cinquenta mil reais) pelo uso de prática não equitativa, definida no Item II, “d”, da Instrução CVM nº 8/1979 e vedada pelo Item I da mesma Instrução.

II - pela **absolvição** de **Bruno Guisard Camargo da Silva** quanto à acusação de uso de prática não equitativa, definida no Item II, “d”, da Instrução CVM nº 8/1979 e vedada pelo Item I da mesma Instrução.

98. Por fim, impende comunicar o resultado deste julgamento ao Ministério Público Federal no Estado de São Paulo, em complemento ao Ofício nº 162/2016/SGE/CVM⁵⁰, de 04.10.2016, para as providências cabíveis.

É como voto.

Rio de Janeiro, 22 de setembro de 2020.

Flávia Sant’Anna Perlingeiro
Diretora Relatora

⁴⁹ Nesse sentido, o item 266 do Relatório de Inquérito: “Em diversas ocasiões, as ordens dos três comitentes são realizadas antes do envio das ordens dos clientes das corretoras...” (destaque aditado) – Doc. SEI 0955215, fls. 756.

⁵⁰ Doc. SEI 0955215, fls. 791.