



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.005174/2019-14

Reg. Col. nº 2430/21

Acusados: Alex da Silva Jorge
Carlos da Silva Maduro
Gustavo Adolfo Magalhães Machado
João Pedro Cerva Themudo
Luiz Felipe Ribeiro Barbosa
Cristiane de Souza Veiga

Assunto: Apurar suposta prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, na modalidade *front running*, na forma conceituada pelo item II, “d”, da Instrução CVM nº 8/1979, em violação do item I da mesma Instrução.

Relator: Presidente João Pedro Barroso do Nascimento

RELATÓRIO

I. OBJETO

1. Trata-se de Processo Administrativo Sancionador (“PAS”) instaurado pela Superintendência de Processos Sancionadores (“SPS” ou “Área Técnica”) em face de Alex da Silva Jorge (“Alex Jorge”), Carlos da Silva Maduro (“Carlos Maduro”), Gustavo Adolfo Magalhães Machado (“Gustavo Machado”), João Pedro Cerva Themudo (“João Themudo”), Luiz Felipe Ribeiro Barbosa (“Luiz Barbosa”) e Cristiane de Souza Veiga (“Cristiane Veiga”).

2. Apura-se no presente PAS suposta prática não equitativa, consumada na modalidade *front running*, em operações com valores mobiliários tendo como contraparte a Petros – Fundação Petrobras de Seguridade Social (“Petros” ou “Fundação”), conforme



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

conceituado no item II, letra “d”, da Instrução CVM nº 8/1979, vigente à época¹, e vedado pelo item I dessa mesma Instrução.

II. ORIGEM

3. O presente PAS originou-se a partir de correspondências encaminhadas à CVM pela BSM Supervisão de Mercados (“BSM”), nas quais foram reportados indícios da prática de *front running* em negócios realizados com valores mobiliários em nome de um grupo de investidores na contraparte da Petros, no período de 02/01/2016 a 31/05/2017.

4. As irregularidades reportadas pela BSM foram objeto de apuração no âmbito do Processo nº 19957.000711/2018-41, conduzido pela Superintendência de Acompanhamento de Mercado (“SMI”), por meio da Gerência de Acompanhamento de Mercado-2 – GMA-2, que concluiu pela existência de indícios de conduta irregular e propôs a instauração de inquérito administrativo.

5. A partir dos fatos analisados, foi instaurado o Inquérito Administrativo CVM SEI nº 19957.005174/2019-14 (“IA”), por meio da Portaria CVM/SGE/Nº 49², conduzido pela SPS com a finalidade de averiguar eventual prática não equitativa nas aludidas operações.

6. Ao final da fase de instrução do IA, a SPS elaborou o Relatório nº 3/2020-CVM/SPS/GPS-3³ (“Acusação”), no qual propôs a responsabilização: (i) dos investidores Alex Jorge, Carlos Maduro, Gustavo Machado, João Themudo e Cristiane Veiga (“Investidores”), por terem operado, em nome próprio, em negócios tendo como contraparte a Petros, de posse de informação antecipada, ilicitamente obtida, que lhes conferia posição de vantagem frente aos demais participantes de mercado (violação ao item II, letra “d” c/c item I da Instrução CVM nº 8/1979); e (ii) do Sr. Luiz Barbosa, por ter veiculado aos

¹ A Instrução CVM nº 8/1979 foi revogada pela Resolução CVM nº 62/2022, que entrou em vigor em 01/02/2022.

² Doc. SEI 0751895.

³ Doc. SEI 1086943.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Investidores informações obtidas no exercício de suas funções na Petros, tendo concorrido diretamente para a prática não equitativa (violação ao item II, letra “d” c/c item I da Instrução CVM nº 8/1979).

III. FATOS

7. Nas apurações conduzidas pela BSM, verificou-se que Carlos Maduro, João Themudo e Gustavo Machado, este último atuando na qualidade de operador de mesa da corretora P.C.V.S.A. (“Corretora 1”), teriam realizado os negócios supostamente atípicos exclusivamente por intermédio da Corretora 1, via mesa de operações. Por seu turno, Alex Jorge teria realizado suas operações via DMA com intermediação da Corretora 1 e de outra corretora (“Corretora 2”)⁴.

8. O lucro bruto das operações em tela, realizadas em nome do grupo de Investidores, foi estimado pela BSM em R\$ 683.032,27 (seiscentos e oitenta e três mil e trinta e dois reais e vinte e sete centavos)⁵.

9. Diante dos fatos apurados, a BSM encaminhou solicitação de esclarecimentos à Corretora 1, bem como aos outros participantes que intermediaram as operações da Petros. A partir das informações coletadas, identificou-se que Luiz Barbosa foi o responsável direto pela transmissão de ordens em nome da Fundação⁶.

10. Ademais, em resposta ao questionamento encaminhado pela Corretora 1, Gustavo Machado indicou que teria relacionamento estritamente comercial/profissional com Carlos Maduro, João Themudo e Alex Jorge. Contudo, a BSM apontou que Gustavo Machado e Luiz Barbosa seriam sócios, desde 2009, de escritório de agente autônomo de investimento (“AAI”)⁷.

⁴ Doc. SEI 1086943, § 4.

⁵ Doc. SEI 1086943, § 5.

⁶ Doc. SEI 1086943, § 8.

⁷ Doc. SEI 1086943, §§ 7 e 8.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

11. Em 25/04/2017, o gerente de controles internos da Corretora 1 comunicou Alex Jorge, Carlos Maduro, Gustavo Machado e João Themudo acerca da instauração de procedimento investigatório pela BSM, pelo que solicitou esclarecimentos por meio de mensagem eletrônica. A partir destas datas, verificou-se uma redução gradual no volume de registros de negócios em nome dos Investidores contra a Petros, até praticamente cessarem a partir de 24/05/2017⁸.

12. Por fim, a investidora Cristiane Veiga, que ainda não havia sido citada, foi identificada como esposa do Sr. Gustavo Machado e apontada como integrante do grupo de Investidores que operaram contra a Fundação.

IV. ACUSAÇÃO

13. Finda a fase instrutória do IA, a SPS concluiu pela existência de indícios robustos e consistentes da prática de *front running* por parte de Alex Jorge, Carlos Maduro, João Themudo, Gustavo Machado, Cristiane Veiga e Luiz Barbosa, na forma conceituada pelo item II, “d”, da Instrução CVM nº 8/1979, em violação do item I da mesma Instrução, conforme consta do Relatório nº 3/2020-CVM/SPS/GPS-3⁹.

14. No entendimento da Área Técnica, restou demonstrada a clara vantagem auferida pelos Investidores nas operações impugnadas, em relação ao restante do mercado, uma vez que estes detinham conhecimento antecipado acerca de quais ativos seriam negociados em nome da Fundação, bem como da sua dinâmica de precificação. Argumentou-se que, com a imprescindível participação do operador Luiz Barbosa, os Investidores teriam logrado adiantar-se à Petros na inserção de ordens, obtendo expressivo lucro.

⁸ Doc. SEI 1086943, § 21.

⁹ Doc. SEI 1086943.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

15. Para delimitar os negócios realizados pelo grupo de Investidores que foram decorrentes de conduta irregular, a SPS buscou apurar as operações que fugiram de um padrão de normalidade, conforme expresso a seguir:

“253. Delimitados os comitentes a serem investigados, buscou-se, ao longo do presente inquérito, apurar se, de fato, os posicionamentos no mercado bursátil em nome do grupo decorriam da conduta irregular de prática não equitativa, na forma conceituada pela Instrução CVM nº 8/79. Para tanto, foi realizado um exame conjunto daquelas operações que, em princípio, fugiriam ao padrão de normalidade negocial, no que tange a: (i) as formas e estratégias de negociação adotadas pelos comitentes envolvidos; (ii) as diferenças entre as taxas de sucesso obtidas nos negócios dos investigados, tendo como contraparte a Petros ou eventuais outros comitentes; e (iii) os vínculos existentes entre si, que lhes permitiriam obter previamente informações acerca de quais ativos, a que preço e em que timing, a Petros entraria no mercado”¹⁰.

16. Os elementos que fundamentam o entendimento da Acusação sobre a prática de *front running* serão descritos detalhadamente nos próximos subitens.

(i) **Elevado e improvável índice de acerto nas operações**

17. O primeiro elemento que, no entendimento da Área Técnica, sugere a existência de prática não equitativa nas operações questionadas é a sua elevada taxa de sucesso. Nesse sentido, os Investidores teriam logrado obter taxas de sucesso de praticamente 100% nos negócios contra a Petros, sendo que *“contra o mercado em geral, eles obtiveram taxas de sucesso que variaram entre 45% e 78%”¹¹.*

¹⁰ Doc. SEI 1086943, § 243.

¹¹ Doc. SEI 1086943, §§ 44-47 e 263.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

18. Desse modo, o elevado índice de acerto nas aludidas operações em *daytrade*, bem como a discrepância com os resultados obtidos nas operações com outras contrapartes, demonstraria a atuação irregular em posse de informação privilegiada, dada a improbabilidade de alcançar tais resultados de forma idônea, em condições de normalidade negocial. Nesse sentido, a SPS sustentou que:

“49. O que se pode observar da análise dos negócios dos cinco investidores é que os daytrades contra a Petros apresentaram taxas de sucesso extremamente altas. [...]

50. Outro dado relevante, ao menos para os quatro primeiros investidores, diz respeito às diferenças entre as taxas de sucesso nos daytrades fechados com outras contrapartes e aqueles envolvendo a Petros. Os negócios sem a Petros apresentaram taxa de sucesso significativamente menores do que aqueles nos quais a Fundação tenha participado. Com relação a Cristiane, nota-se que, ainda que a taxa de sucesso seja semelhante nos negócios com ou sem a Petros, há uma diferença significativa nos resultados obtidos”¹².

(ii) **Elevada e improvável concentração de ordens**

19. Em segundo lugar, a Área Técnica destacou a elevada concentração de ordens dos Investidores tendo como contraparte a Petros como outro elemento a reforçar a prática não equitativa.

20. Com amparo na teoria estatística¹³, foi estimada a probabilidade de algum investidor ter operado tantas vezes, ao acaso, contra a Fundação. Como resultado dessa análise, a SPS verificou que seria extremamente improvável que os Investidores tenham “*negociado tantas vezes contra a Petros de forma espontânea no mercado*”, com

¹² Doc. SEI 1086943, §§ 49 e 50.

¹³ Quanto à metodologia da análise estatística, a Acusação esclarece que foi calculada a probabilidade de se ter a Petros como contraparte já considerando que os investidores estavam presentes nos mesmos pregões e negociando os mesmos ativos.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

probabilidade praticamente nula de tal evento ter ocorrido ao acaso¹⁴, o que sugere a concentração de ordens seria resultante de conduta irregular.

(iii) Operações no preço limite e sincronicidade das colocações de ordens

21. A Acusação analisou, em terceiro lugar, diversos exemplos de pregões em que os Investidores atuaram na contraparte da Petros. A esse respeito, a SPS destacou que:

“A análise dessa sequência de negócios fechados entre Alex e Petros revela uma dinâmica que não poderia ocorrer espontaneamente no mercado. Primeiramente, pela característica sequencial dos negócios: acertar a mesma contraparte, cinco vezes no mesmo pregão, em um ativo líquido como PETR3, em operações bem sucedidas é algo bastante inusitado. Também chama a atenção a sincronicidade entre as ordens de Alex e da Petros. O intervalo entre as ordens dos dois investidores variou de cerca de cinco minutos a apenas alguns poucos segundos. Não parece verossímil que alguém pudesse prever os exatos momentos nos quais a Petros entraria no mercado sem acesso direto a essa informação. Por fim, além de todas essas ‘coincidências’, há ainda o fato de que Alex, em todas as oportunidades descritas, acertou o preço mínimo pelo qual a Petros estaria disposta a vender o ativo PETR3, em diversas ordens EOC transmitidas ao longo deste pregão”¹⁵.

22. Nesse sentido, considerando (i) a elevada taxa de sucesso das operações; (ii) o expressivo número de fechamentos de negócios contra a mesma contraparte; (iii) a precisão dos Investidores quanto ao preço mínimo pelo qual os negócios eram fechados; e (iv) a sincronicidade da colocação das ordens entre Investidores e a Fundação, a SPS concluiu que os negócios objeto deste PAS “seguiram uma dinâmica que só pode ser explicada pelo conhecimento prévio dos negócios que seriam executados pela Fundação”¹⁶.

¹⁴ Doc. SEI 1086943, §§ 263.

¹⁵ Doc. SEI 1086943, §§ 121.

¹⁶ Doc. SEI 1086943, § 143.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

(iv) Comunicação entre os investidores

23. Em quarto lugar, a Área Técnica apurou em depoimentos prestados perante a CVM que existia grupo de *whatsapp* em que os Investidores mantinham comunicação ativa, inclusive circulando informações sobre as operações. Além disso, como se extrai dos depoimentos colhidos, alguns indicaram que Alex Jorge fornecia orientações para investimentos, enquanto outros indicavam que Gustavo Machado que dava tais dicas.

24. A partir das provas obtidas, a Acusação entendeu que “o grupo de *whatsapp* era o meio principal pelo qual os investidores trocavam informações e, muito provavelmente, operacionalizavam o esquema de front running”¹⁷.

(v) Relação com operador da Petros

25. Em quinto lugar, a SPS investigou a relação dos Investidores com Luiz Barbosa, principal responsável pela transmissão de ordens da Petros. De acordo com os depoimentos colhidos, foi possível verificar que Luiz Barbosa era amigo de Gustavo Machado e conhecia os demais Investidores por meio deste.

26. Além disso, a Acusação apontou que o operador Luiz Barbosa possuía um certo nível de autonomia e discricionariedade para a transmissão das ordens em nome da Fundação, o que teria sido crucial para a operacionalização da prática não equitativa, como revela o trecho abaixo colacionado:

“151. Assim, fica claro que o operador sabia, logo pela manhã, qual seria o preço máximo para compra e mínimo para a venda do ativo que seria negociado em nome da Fundação, informação fundamental para a concretização da irregularidade ora investigada. Ele decidia também em qual momento colocaria a oferta, já que tinha

¹⁷ Doc. SEI 1086943, § 245.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

discricionariedade para isso, outra característica fundamental para a execução do ilícito”¹⁸.

27. A Acusação ressaltou, ainda, que, após o desligamento do operador Luiz Barbosa, que ocorreu no mês seguinte às diligências da BSM, os negócios dos Investidores contra a Petros teriam cessado completamente. A Fundação negou ter tido conhecimento de irregularidades envolvendo o operador no período.

(vi) **Depósitos bancários durante o período das operações**

28. Por fim, a Área Técnica identificou depósitos bancários realizados por João Themudo em benefício de Gustavo Machado. Questionados sobre o assunto, os acusados teriam fornecido explicações inconsistentes, o que indicaria que as transferências injustificadas poderiam ter correspondido a remuneração pelo fornecimento de informações sobre os negócios, reforçando a suspeita de conduta irregular.

Conclusão da SPS

29. A partir de tais elementos, a Acusação entendeu que restou demonstrado que as operações contra a Petros foram executadas em posição de vantagem indevida para os Investidores, que detinham conhecimento prévio acerca das ordens que seriam colocadas em nome da Fundação, de sorte a adiantar-se a ela e inserir ordens que resultaram em operações *daytrades* lucrativas.

30. Desse modo, a Área Técnica concluiu, por meio do Relatório nº 3/2020-CVM/SPS/GPS, que Alex Jorge, Carlos Maduro, João Themudo, Gustavo Machado e Cristiane Veiga deveriam ser responsabilizados:

¹⁸ Doc. SEI 1086943, § 263.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

“268. [...] *ter operado no mercado à vista de ações em nome próprio. em negócios tendo como contraparte a Fundação Petros, de posse de informação antecipada sobre os negócios da Fundação obtida por meio ilícito, qual seja, a relação com o Sr Luiz Felipe Ribeiro Barbosa, operador da referida Fundação, e com o Sr. Gustavo Adolfo Magalhães Machado, amigo de Luiz Felipe e operador da corretora PlannerP., caracterizando prática não equitativa (modalidade front running), acarretando uma indevida posição de vantagem frente aos demais participantes do mercado, na forma conceituada no inciso II, letra "d", da Instrução CVM nº 08/79, em infração ao inciso I dessa mesma Instrução, sendo considerada falta grave para os fins do §3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76, conforme disposto no item III da citada Instrução*”¹⁹.

31. Por fim, Luiz Barbosa, enquanto responsável pela transmissão e controle de fluxo de ordens de negócios em mercado bursátil em nome da Petros, deveria ser responsabilizado por:

“268. [...] *ter veiculado informações obtidas em dever de ofício aos investidores Alex da Silva Jorge, Carlos Maurício da Silva Maduro, João Pedro Cerva Themudo, Gustavo Adolfo Magalhães Machado e Cristiane de Souza Veiga, que permitiram que eles se antecipassem aos negócios efetuados pela Petros concorrendo, assim, direta e decisivamente, para a prática não equitativa (modalidade front running), acarretando uma indevida posição de vantagem aos investidores frente aos demais participantes do mercado, conceituada no item II, letra "d", da Instrução CVM nº 08/79, em infração ao item I dessa mesma Instrução, sendo considerada falta grave para os fins do §3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76, conforme disposto no item III da citada Instrução*”²⁰.

V. MANIFESTAÇÃO DA PROCURADORIA FEDERAL ESPECIALIZADA JUNTO À CVM

¹⁹ Doc. SEI 1086943, § 268.

²⁰ Doc. SEI 1086943, § 268.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

(“PFE”)

32. O termo de acusação foi analisado pela PFE²¹, que, em 24.09.2020, entendeu que a peça acusatória “foi consubstanciada de posse de elementos suficientes de autoria e materialidade”²², e que atendia os ditames estipulados pelo artigo 11 combinado com os artigos 5º, 6º e 7º, todos da Instrução CVM nº 607/2019, vigente à época²³.

VI. DEFESAS

33. Todos os acusados foram regularmente intimados e apresentaram suas defesas tempestivamente.

Razões de defesa de Luiz Barbosa

34. Luiz Barbosa alegou, em síntese, que:

- (i) não possui vínculo de sócio com Gustavo Machado desde 2009, “inexistindo qualquer relação de proximidade entre eles que poderia ser considerada para a análise da ocorrência do ilícito”²⁴;
- (ii) não emitia ordens diretamente, e “todas as ordens eram emitidas por intermédio de Corretoras de Valores, por telefone”²⁵; e
- (iii) as provas indiciárias apresentadas na peça acusatória não seriam suficientes para comprovar a prática não equitativa, uma vez que “não há uma prova sequer de que o peticionário tenha compartilhado informações

²¹ Parecer n. 00285/2020/GJU - 4/PFE-CVM/PGF/AGU (doc. SEI 1105072).

²² Doc. SEI 1105072, p. 3.

²³ A Instrução CVM nº 607/2019 foi substituída pela Resolução CVM nº 45/2021.

²⁴ Doc. SEI 1153693, § 4.

²⁵ Doc. SEI 1153693, § 10.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

*obtidas em razão de seu ofício, a quem quer que seja*²⁶ ou *“que tenha recebido algum tipo de benefício”*²⁷.

Razões de defesa de Alex Jorge e de Gustavo Machado

35. Alex Jorge e Gustavo Machado apresentaram razões de defesa separadas, contendo alegações similares. Nesse sentido, argumentaram, em síntese, que:

- (i) *“as operações dos autos consistiam, assim como todas as demais, em um alinhamento de 4 ou 5 parâmetros imputados em um robô que acompanhava todos os movimentos do mercado”*²⁸;
- (ii) *“[e]ntre 2005 e 2011 ocorreram diversas operações de distorções de preços entre o índice futuro e os papéis que compõe a carteira do índice à vista [...] [a]s operações objeto da acusação também passam por um processo de identificação de distorções de preços, pois em várias ocasiões, um grande fluxo de uma ou mais corretoras geravam essas distorções, e o robô identificava-as”*²⁹;
- (iii) a seleção do universo de amostragem de operações está viciada, sendo que *“o universo das operações da Petros é enorme perante o nível das operações que cada um realizou”*³⁰;
- (iv) as imputações não foram suficientes para demonstrar a materialidade da conduta irregular, sendo que as *“menções a título de presunção ou de*

²⁶ Doc. SEI 1153693, § 6.

²⁷ Doc. SEI 1153693, § 6.

²⁸ Doc. SEI 1153713, p. 9 e doc. SEI 1153707, p. 12.

²⁹ Doc. SEI 1153713, pp. 9-10 e doc. SEI 1153707, p. 13.

³⁰ Doc. SEI 1153713, p. 13 e doc. SEI 1153707, p. 15.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

*exemplos, por si só, não são suficientes para gerar uma punição por violação a disposições contidas na Instrução CVM nº 8*³¹;

- (v) a Acusação em nenhum momento enfrentou o argumento de que as operações teriam se baseado em indicações de robô, “*o que leva à violação dos princípios constitucionais da isonomia e da razoabilidade*”³²; e
- (vi) seria descabida a aplicação de sanção “*se não comprovada a negligência ou dolo*”³³.

Razões de defesa de Cristiane Veiga

36. Cristiane Veiga alegou, em síntese, que:

- (i) as suas estratégias de investimento “*seguiram as indicações de investimento identificadas por ‘robôs’*”³⁴;
- (ii) sempre atuou de boa-fé, partido do princípio de que todas as informações repassadas entre os Investidores eram legítimas e de amplo conhecimento do mercado; e
- (iii) a Acusação está baseada em elementos de prova circunstanciais, que não são suficientes para levar a uma condenação.

Razões de defesa de João Themudo

37. João Themudo alegou, em síntese, que:

³¹ Doc. SEI 1153713, p. 14 e doc. SEI 1153707, p. 16.

³² Doc. SEI 1153713, p. 14 e doc. SEI 1153707, p. 16.

³³ Doc. SEI 1153713, p. 14 e doc. SEI 1153707, p. 18.

³⁴ Doc. SEI 1153718, p. 1.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

- (i) os investimentos realizados seguiram as indicações de robô que buscava distorções atípicas no mercado, sendo certo que o acusado não teria “*como ter informação privilegiada de nenhuma companhia [...] [nem teria] [...] tempo de analisar mercado*”³⁵; e
- (ii) as transferências bancárias realizadas para o Sr. Gustavo Machado, questionadas na Acusação, são justificadas devido a dívida financeira pessoal com este.

Razões de defesa de Carlos Maduro

38. Carlos Maduro alegou, em síntese, que:

- (i) ao longo dos anos realizou uma carreira estritamente pautada no segmento de renda fixa, sendo certo que “*fez, sim, ao longo da vida, a compra e venda de ações, mas não é um investidor habitual*”³⁶;
- (ii) no ano de 2016, começou a operar em bolsa de valores, integrando um grupo de *whatsapp*, composto pelos Srs. Gustavo Machado e Alex Jorge para tratar de investimentos em bolsa, no qual o Sr. Alex Jorge exercia um protagonismo com relação as informações e orientações, de modo que “*as informações que motivavam suas operações eram baseadas, no acompanhamento – por Alex Jorge – de um robô que identificava fluxos ou pequenas distorções em determinados papéis*”³⁷;

³⁵ Doc. SEI 1153726, p. 2.

³⁶ Doc. SEI 1153728, p. 5, § 19.

³⁷ Doc. SEI 1153728, p. 7, § 20.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

- (iii) a SPS vislumbrou uma ilicitude na existência do grupo de *whatsapp*, não tendo obtido, porém, “[...] *qualquer diálogo entre os integrantes do grupo que pudesse levar essa convicção*”³⁸;
- (iv) não era de seu conhecimento que as operações tiveram como contraparte a Petros, sendo certo que “*o motivo do encerramento das mesmas foi o fato de, ao final, Alex e Gustavo acreditarem ser os daytrades arriscados e poucos proveitosos*”³⁹;
- (v) “[a] SPS, sustenta a Acusação, única e exclusivamente, em estatísticas e amostragem enviesadas, acrescidas de ilações derivadas do fato de que alguns integrantes do grupo de investidores conheciam Luiz Felipe”⁴⁰;
- (vi) as operações objeto da Acusação foram motivadas pelas diretrizes que provinham de exames e análises fruto de acompanhamento constante do mercado por robô parametrizado por Alex Jorge;
- (vii) a Acusação não deu o destaque necessário ao fato de que (a) foram utilizadas inúmeras corretoras nas operações da Petros; e (b) as operações realizadas pela Petros não foram realizadas exclusivamente pelo Sr. Luiz Barbosa, mas por uma série de funcionários⁴¹;
- (viii) as taxas de sucesso, bem como a elevada e improvável concentração de ordens com a Petros como contraparte para provar a existência de eventual ilicitude não provam que esses resultados tenham decorrido do uso indevido de informações sobre as ordens da Petros⁴²;

³⁸ Doc. SEI 1153728. p. 7, § 21.

³⁹ Doc. SEI 1153728. p. 7, § 23.

⁴⁰ Doc. SEI 1153728. p. 13, § 45.

⁴¹ Doc. SEI 1153728. p. 16, § 55.

⁴² Doc. SEI 1153728. p. 17, § 58.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

- (ix) a SPS não comprovou que os depósitos bancários realizados por João Themudo na conta de Gustavo Machado decorreram do fornecimento de informações privilegiadas, de modo que “[a] existência desses depósitos, entre pessoas amigas, não reforça qualquer suspeita”⁴³; e
- (x) Os elementos juntados pela Acusação não são suficientes para comprovar a prática não equitativa, sendo certo que “suas decisões de investimento tiveram motivação totalmente lícita”⁴⁴.

VII. PROPOSTAS DE TERMO DE COMPROMISSO

39. Em 25/11/2020, o Sr. Luiz Barbosa apresentou proposta de termo de compromisso visando encerrar o PAS, em que se comprometeu a “*não exercer atividade profissional no Mercado Financeiro por três anos*”⁴⁵. Os Srs. Alex Jorge, Carlos Maduro, Cristiane Veiga, Gustavo Machado e João Themudo também apresentaram proposta de termo de compromisso conjunta, obrigando-se a pagar o valor total de R\$340.000,00 (trezentos e quarenta mil reais)⁴⁶.

40. O Comitê de Termo de Compromisso (“CTC”), porém, mesmo após os esforços empreendidos com fundamentada abertura de negociação com os proponentes, opinou pela rejeição das propostas, considerando “*em especial, que os valores propostos estão muito distantes do que seria a contrapartida adequada e suficiente para desestimular práticas semelhantes*”⁴⁷.

41. Em reunião de 14/12/2021, o Colegiado deliberou, por unanimidade, pela rejeição da proposta de termo de compromisso, acompanhando o entendimento do CTC⁴⁸.

⁴³ Doc. SEI 1153728. p. 19, § 69.

⁴⁴ Doc. SEI 1153728. p. 21, § 73.

⁴⁵ Doc. SEI 1153700.

⁴⁶ Doc. SEI 1182073.

⁴⁷ Doc. SEI 1403949.

⁴⁸ Doc. SEI 1425001.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

VIII. DISTRIBUIÇÃO

42. Em reunião do Colegiado de 14/12/2021, o presente PAS foi distribuído para o ex-Presidente Marcelo Barbosa⁴⁹. Em 26/07/2022, considerando o disposto na Portaria CVM/PTE/Nº 111/2022, fui designado relator deste PAS⁵⁰.

É o relatório.

Rio de Janeiro, 11 de outubro de 2022.

João Pedro Barroso do Nascimento

Presidente Relator

⁴⁹ Doc. SEI 1425001.

⁵⁰ Doc. SEI 1566038.