



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 de *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

VOTO

I. INTRODUÇÃO

1. Cuida-se de PAS¹ instaurado pela SPS em face de Alex Jorge, Carlos Maduro, Gustavo Machado, João Themudo, Cristiane Veiga e Luiz Barbosa (em conjunto, denominados “Acusados”), para apurar suposta prática não equitativa, consumada na modalidade “*front running*”, na forma conceituada pelo item II, “d”, da Instrução CVM nº 8/1979, vigente à época², em violação do item I da mesma Instrução.

¹ Os termos iniciados em letra maiúscula têm o significado que lhes foi atribuído no Relatório, salvo quando vier a ser definido neste voto.

² A Instrução CVM nº 8/1979 foi revogada pela Resolução CVM nº 62/2022, que entrou em vigor em 01/02/2022.



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

2. Como descrito no Relatório, o presente PAS originou-se de correspondências encaminhadas à CVM pela 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.

3. Após apuração das denúncias, para a Acusação restou caracterizada a prática de *front running*, tendo sido demonstrado que os posicionamentos dos Investidores em mercado bursátil nas operações contra a Fundação eram decorrentes de conduta irregular, “*uma vez que estes detinham conhecimento antecipado acerca de quais ativos seriam negociados em nome da Fundação Petros, bem como da sua dinâmica de precificação*”³.

4. Nesse sentido, a SPS entendeu pela responsabilização:

- (i) de **Alex Jorge, Carlos Maduro, Gustavo Machado, João Themudo, Luiz Barbosa e Cristiane Veiga** “[...] *por ter[em] 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 Planner, 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*”⁴; e

³ Doc. SEI 1086943.

⁴ 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

- (ii) do Sr. Luiz Barbosa “[...] *por 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*”.

II. CONSIDERAÇÕES TEÓRICAS SOBRE O ILÍCITO

5. O presente PAS envolve suposta prática não equitativa, ilícito definido pelo item II, “d”, da então vigente Instrução CVM nº 8/1979 e vedado pelo item I da mesma Instrução:

“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.

III - Considera-se falta grave passível de aplicação das penalidades previstas no art. II, Incisos I a VI da LEI Nº 6.385/76, o descumprimento das disposições constantes desta Instrução” (grifei)



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

6. Como se extrai da definição acima e em linha com diversos julgados deste Colegiado, os elementos caracterizadores da prática não equitativa são: **(i)** a ocorrência de negociações com valores mobiliários; **(ii)** das quais resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, uma posição de desequilíbrio ou desigualdade para qualquer das partes; **(iii)** que tal desequilíbrio seja indevido e ilegal; e **(iv)** o dolo específico do agente⁵.

7. Somente o desequilíbrio indevido e ilegal tem aptidão para caracterizar o ilícito, haja vista que as relações de mercado possuem naturalmente algum grau de disparidade, na medida em que os seus participantes são desiguais⁶. Nessa direção, menciona-se o voto proferido pelo Diretor Henrique Machado no PAS CVM nº 10/2012, j. em 13/11/2018:

*“Tem-se, portanto, que o mero desequilíbrio entre os participantes de uma negociação no mercado de valores mobiliário não é suficiente para a caracterização da prática não equitativa. **O desequilíbrio ou desigualdade deve ser ilegal.**”* (grifei)

8. Assim como ocorre com os demais tipos previstos na Instrução CVM nº 8/1979, o enquadramento de uma conduta como prática não equitativa pressupõe a comprovação de uma ação dolosa. É necessário demonstrar que o agente conscientemente negociou com valores mobiliários em situação de desequilíbrio indevido para auferir proveito⁷.

⁵ Nesta direção, vejam-se diversos precedentes da Autarquia, inclusive (i) PAS CVM nº 04/2010, j. em 23/11/2014, Diretora Relatora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes; (ii) PAS CVM nº 10/2012, Diretor Relator Henrique Machado, j. em 13/11/2018; e (iii) PAS CVM Nº 03/2015, Diretora Relatora Flávia Perlingeiro, j. em 22/09/2020

⁶ Em seu voto no PAS CVM nº. 10/2012, j. em 13/11/2018, o Diretor Relator Henrique Machado assevera que *“a desigualdade entre os participantes do mercado é natural e, de certa forma, desejável. Capacidade econômica, experiência, conhecimento do negócio, função exercida, formação, recursos tecnológicos, etc. são diversos os elementos que distinguem os agentes numa determinada relação de mercado e que podem, ou não, repercutir no resultado de suas operações”*.

⁷ Nesse sentido, cita-se o voto do Diretor Relator Pablo Renteria no PAS RJ 2012/13605, j. em 23/08/2016: *“Caracterizada a materialidade do ilícito, cumpre então examinar a sua autoria, tendo em conta que a prática não equitativa no mercado de valores mobiliários supõe o dolo específico do agente”* Corroboram esse entendimento, IA CVM nº 06/94, Rel. Dir. Wladimir Castelo Branco Castro, j. em 21/03/2002; e IA CVM nº



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

9. Ao coibir práticas não equitativas, a CVM está resguardando o regular funcionamento do mercado de capitais, assegurando que as negociações ocorram sob condições de equidade entre os participantes⁸.

10. É por isso que o regulador adotou tipos propositadamente abertos para conceituar os ilícitos de mercado na Instrução CVM nº 8/1979, posteriormente transpostos para a Resolução CVM nº 62/2022.

11. A redação ampla permite o alcance de diversas modalidades de operações que ferem os bens jurídicos tutelados pela CVM, adaptando-se à constante evolução do mercado de capitais⁹. Dentre as modalidades conhecidas de prática não equitativa, destaca-se o *front running*, que é objeto deste PAS.

12. No *front running*, agindo de maneira não equitativa diante da previsão de que serão colocadas “ordens de compra” ou “ordens de venda” por valor ponderável e/ou vantajoso, os operadores de mercado cientes desta informação antecipam-se “correndo na frente” para,

05/99, Rel. Dir. Wladimir Castelo Branco Castro, j. em 23/11/2000, do Diretor Relator Wladimir Castelo Branco, no PAS nº 06/19.

⁸ Em seu voto no PAS CVM nº SP2017/315, j. em 06/07/2021, a Diretora Relatora Flávia Perlingeiro assinala que “o objetivo da regra prevista nos itens I e II, alínea ‘d’, da ICVM nº 8/1979, não é apenas punir quem realiza e se beneficia desse tipo de operação, mas também deve se ter em conta que o bem tutelado, nesse caso, é a própria credibilidade do mercado de capitais, que é posta em risco por qualquer prática não-equitativa.” (grifei). Também nesta direção, PAS CVM nº 19957.001512/2020-74, Diretor Relator Alexandre Rangel, j. em 14/12/2021; e PAS CVM nº 26/2010, manifestação de voto do Diretor Gustavo Borba, Diretor Relator Henrique Machado, j. em 07/08/2018.

⁹ “Os ilícitos descritos na Instrução CVM no 08/1979 são, conforme deixa claro a Nota Explicativa no 14/1979, da CVM, definidos como ‘tipos abertos’, pretendendo-se, de tal forma, emprestar maior flexibilidade à atuação punitiva da CVM, ao permitir à autarquia adaptar paulatinamente as definições às práticas do mercado. Tais tipos são construídos mediante standards legais, ou seja, conceitos amplos, não precisamente determinados e que podem ser adaptados às circunstâncias fáticas do mercado” (EIZIRIK, Nelson. *et. al.* Mercado Capitais: Regime Jurídico. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 701)



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

conforme o caso, vender ou comprar valores mobiliários em ordem própria ou em nome de terceiro, a fim de obter ganhos com a movimentação do mercado¹⁰⁻¹¹.

13. A posse de informação não pública e privilegiada relativa à iminente ordem a ser executada, capaz de influenciar a cotação do papel, confere aos operadores de mercado a indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade frente aos demais participantes do mercado¹².

14. O *front running* é, assim, um tipo de prática não equitativa, que pressupõe os mesmos elementos já descritos no § 6 acima para sua caracterização.

III. MÉRITO

15. Feitas estas considerações iniciais, adentro no mérito deste PAS, analisando a autoria e a materialidade da infração à luz do conjunto fático-probatório reunido nos autos.

16. A tese acusatória é a de que os Investidores, com base em informações passadas pelo Sr. Luiz Barbosa sobre as operações que seriam realizadas pela Petros em cada pregão, teriam se antecipado a tais negócios, inserindo ordens de compra ou venda que eram, na sequência, atacadas pelas ordens da Fundação. Os Investidores teriam atuado, assim, em

¹⁰ “Constituem típicas práticas não equitativas de ‘embonecamento’ as operações de *front running*, mediante as quais os operadores do mercado, ao receberem ordens de compra de valores mobiliários de ponderável volume, compram antes, ‘na frente’, para si próprios ou para “laranjas” e depois vendem para os clientes que lhes haviam passado tais ordens” (EIZIRIK, Nelson et. al. Mercado de Capitais: Regime Jurídico. São Paulo: Quartier Latin, 2019. pp. 709)

¹¹ Cita-se o Voto do Diretor Luiz Antônio Sampaio de Campos, por ocasião do julgamento do PAS CVM nº 22/94, j. 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.”

¹² Neste sentido, a Securities Exchange Commission (“SEC”) define “[f]rontrunning may be generally defined as involving trading a stock, option, or future while in possession of non public information regarding na imminent block transaction that is likely to affect the price of the stock, option, or future”. (LOWENFELS, Lewis D. BROMBERG, Alan R. Securities Market Manipulations: na Examination and Analysis of Domination and Control, Frontrunning, and Parking. 55ALb. L. Ver. 293 1991-1992, p. 313)



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

indevida posição de desigualdade, visto que operaram com base em informações relevantes que não eram de conhecimento do mercado, obtendo benefícios nos negócios realizados.

III.A. AUTORIA

17. De início, verifico que é incontroversa a participação dos Acusados nas operações supostamente irregulares que constituem o objeto do presente PAS, tendo a Acusação reunido elementos suficientes quanto à autoria da infração administrativa em tela.

18. Nessa linha, a área técnica apontou, de maneira individualizada, as operações realizadas no período de 02/01/2016 a 31/05/2017 por Alex Jorge, Carlos Maduro, Gustavo Machado, João Themudo e Cristiane Veiga, que tiveram como contraparte a Petros. As tabelas abaixo reproduzidas, extraídas do termo de acusação, contêm um resumo dos negócios supostamente irregulares executados por cada um dos Investidores, em nome próprio:

TABELA 10: Análise dos *daytrades* do investidor Alex da Silva Jorge

Alex	Resultado	Day Trades	Sucessos	Taxa de sucesso
Total	999.799,35	1969	1458	74,05%
c petros	450.402,29	135	132	97,78%
s petros	549.397,06	1834	1326	72,30%

TABELA 11: Análise dos *daytrades* do investidor Carlos Maurício da Silva Maduro

Carlos	Resultado	Day Trades	Sucessos	Taxa de sucesso
Total	82.484,00	60	53	88,33%
c petros	81.560,00	49	48	97,96%
s petros	924,00	11	5	45,45%

TABELA 12: Análise dos *daytrades* do investidor Gustavo Adolfo Magalhães Machado

Gustavo	Resultado	Day Trades	Sucessos	Taxa de sucesso
Total	194.890,11	524	425	81,11%
c petros	163.489,50	73	73	100,00%
s petros	31.400,61	451	352	78,05%

TABELA 13: Análise dos *daytrades* do investidor João Pedro Cerva Themudo

João	Resultado	Day Trades	Sucessos	Taxa de sucesso
Total	83.757,00	63	58	92,06%
c petros	81.157,00	46	46	100,00%
s petros	2.600,00	17	12	70,59%

TABELA 14: Análise dos *daytrades* da investidora Cristiane de Souza Veiga

Cristiane	Resultado	Day Trades	Sucessos	Taxa de sucesso
Total	323,08	81	68	83,95%
c petros	12.996,00	12	10	83,33%
s petros	-12.672,92	69	58	84,06%



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

19. As defesas, por seu turno, não contestam que os Investidores efetivamente comandaram as operações questionadas pela Área Técnica. Não há, portanto, qualquer controvérsia sobre esse ponto.

20. Em linha com o sustentado pela Acusação, observo que o Sr. Luiz Barbosa, ainda que não tenha negociado em nome próprio, também teria incorrido em conduta em tese irregular ao supostamente transmitir informações não divulgadas ao mercado que permitiram aos Investidores antecipar as ordens a serem colocadas pela Fundação. Dessa forma, caso comprovada a materialidade da prática não equitativa, caberia a sua responsabilização por ter concorrido para a consecução da infração.

III.B. MATERIALIDADE

21. Em relação à materialidade, entendo que a Acusação também reuniu um conjunto robusto de provas para embasar a imputação de prática não equitativa, consumada na modalidade de *front running*.

22. Os indícios reunidos pela Acusação podem ser divididos em dois grupos:

- (i) O primeiro grupo diz respeito à elucidação da relação existente entre os Acusados. A Acusação reuniu, nesse sentido, provas de que: **(a)** os Investidores participavam de grupo de *whatsapp* em que eram passadas as informações sobre operações realizadas; **(b)** os Investidores, especialmente Gustavo Machado, conheciam o Sr. Luiz Barbosa, operador da Petros; **(c)** o Sr. Luiz Barbosa tinha acesso a informações sobre os negócios a serem realizados pela Fundação e tinha autonomia relativa na definição do preço e momento da colocação das ordens em nome da Petros; **(d)** os negócios dos Investidores contra a Fundação foram interrompidos justamente quando os Acusados tomaram ciência de investigação em curso



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

conduzida pela BSM; (e) com o desligamento do Sr. Luiz Barbosa da Fundação, em 24/05/2017, cessaram completamente os negócios dos Investidores tendo por contraparte a Fundação, antes atipicamente frequentes; e (f) foram realizados depósitos bancários na conta de Gustavo Machado durante o período das operações, que poderia representar suposto pagamento pelas informações fornecidas (**seção III.B.1**); e

- (ii) O segundo grupo refere-se à análise estatística das operações, que demonstra: (a) elevado e improvável índice de acerto nas operações; (b) elevada e improvável concentração de ordens tendo como contraparte a Petros; e (c) negócios realizados exatamente no preço limite das ordens da Petros com *timing* perfeito (**seção III.B.2**).

III.B.1 PRIMEIRO GRUPO DE EVIDÊNCIAS: A RELAÇÃO ENTRE OS ACUSADOS

23. Em depoimentos pessoais prestados perante esta CVM, todos os Investidores confirmaram que faziam parte de um mesmo grupo de *whatsapp*, no qual eram passadas as indicações de ordens que deram origem aos negócios questionados neste PAS. Em que pesem as contradições dos depoentes quanto ao responsável pela indicação das operações no aludido grupo¹³, restou suficientemente evidenciado que o grupo de *whatsapp* era o meio principal em que os Investidores trocavam informações e dicas de investimento, servindo ao propósito de operacionalizar a prática de *front running*.

24. Confira-se, nesse sentido, os seguintes trechos dos depoimentos dos Investidores:

¹³ Registre-se que os depoimentos divergiram quanto ao responsável por veicular no grupo de *whatsapp* dicas de investimento. Em suma, Cristiane alegou que as sugestões de investimentos vinham apenas de Alex e não de Gustavo, seu esposo. Carlos disse que tanto Alex como Gustavo monitoravam o “robô”. João afirmou que era Gustavo quem lhe dava as dicas, e Alex afirmou que foi ele mesmo quem desenvolveu uma forma de detectar oportunidades de mercado (doc. SEI 1086943, p. 208).



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

Depoimento Cristiane Veiga	<i>“o Alex, um amigo nosso, montou um grupo com os amigos e dava indicação – vai vender, vai comprar – então, eu entrava e dava uma ordem de compra ou de venda”</i> (grifei) ¹⁴
Depoimento Carlos Maduro	<i>“eu sempre fui amigo do Gustavo e do Alex sempre fazendo IPO. Eu me aposentei muito mal e eu queria fazer Bolsa. Até que uma vez, nessa época, ele falou assim: olha só, nós estamos monitorando um robô – a XP, através do Alex, e o Gustavo. Eu sempre operei pela Planner. Então, o que que acontecia: foi criado um grupo, um zap. Ele dizia assim: hoje o robô está indicando compra em Gafisa. Eu ligava para Planner e perguntava como estava a Gafisa. Está dez reais. Você compra dez mil para mim, vinte mil e bota um stop com spread de 0,10; 0,5; 0,8. E assim eram feitas todas as operações. Era isso que eu fazia”</i> (grifei) ¹⁵
Depoimento Alex Jorge	<i>“A gente tinha um grupo de whatsapp que a gente se falava. [...] Às vezes passava dicas pois eu mesmo via o fluxo e comunicava e tal. Acredito que possa ser isso, como tem muito tempo, mas acredito que possa ser isso”</i> (grifei) ¹⁶
Depoimento Gustavo Machado	<i>“Nós criamos um grupo e ele [Alex] mandava”</i> (grifei) ¹⁷
Depoimento João Themudo	<i>“A gente criou um grupo e eles botavam lá, mas eu nem olhava direito isso. [...] Tinha esse grupo sim. Se não me engano, o Alex estava, o Gustavo também e era lá que passavam as ordens de vez em quando ou era via telefone”</i> (grifei) ¹⁸

25. A Acusação logrou estabelecer, ainda, a conexão entre Gustavo Machado, um dos Investidores que participava do referido grupo, e Luiz Barbosa, que trabalhava na Petros e figurou como principal transmissor de ordens em nome da Fundação nos negócios discutidos neste PAS: ambos foram sócios de sociedade de AAI, constituída em 2009¹⁹. Além disso,

¹⁴ Doc. SEI 0943338, min 00:03:55.

¹⁵ Doc. SEI 0943350, min 00:02:00.

¹⁶ Doc. SEI 0943364, min 00:18:15.

¹⁷ Doc. SEI 0943385, min 00:04:20.

¹⁸ Doc. SEI 0943374, min 00:08:45.

¹⁹ Doc. SEI 0943565.



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

no depoimento prestado perante a CVM, Luiz Barbosa confirmou que conheceu os demais Investidores por meio de seu amigo Gustavo Machado²⁰.

26. Sobre as funções desempenhadas pelo Sr. Luiz Barbosa na Petros e o seu nível de autonomia para operar em nome da Fundação, a Petros informou em resposta a ofício encaminhado pela CVM que: *“Luiz Felipe Ribeiro Barbosa possuía relativa autonomia apenas nos quesitos (i) preço, devendo executar nas melhores condições para a instituição, ainda assim limitado a um preço máximo (para compra) ou mínimo (para venda) aprovado pelo mesmo órgão de deliberação específico que aprovou a operação, e (ii) hora de colocação da oferta, que poderia ser durante todos os pregões que ocorressem entre a deliberação da operação no órgão específico e o vencimento ou completude de operação”*²¹.

27. Nessa linha, segundo a Acusação, *“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 discricionariedade para isso, outra característica fundamental para a execução do ilícito”*²².

28. A meu ver, as atribuições de Luiz Barbosa na Petros, as informações a que tinha acesso e a sua relação com Gustavo Machado, indicam, em conjunto com os demais indícios

²⁰ “Inspetor CVM: Você conhecia Alex da Silva Jorge?

Luiz Felipe: Eu conheci um Alex, mas de vista. Cruzamos duas ou três vezes pelo centro da cidade.

Inspetor CVM: Mas como você conheceu ele?

Luiz Felipe: Ele é amigo de um outro amigo meu

Inspetor CVM: Quem?

Luiz Felipe: Gustavo Machado”

“Luiz Felipe: Conheci o Gustavo quando fui trabalhar na A. Foi meu sócio. Mas acho que essa empresa nunca saiu o papel.

Inspetor CVM: A partir daí você manteve uma relação de amizade com o Sr. Gustavo, que perdura até hoje?

Luiz Felipe: Sim.”

“Inspetor CVM: Você conhece o Sr. Carlos da Silva Maduro?

Luiz Felipe: Conheci através do Gustavo” (doc. SEI 0943565, min 00:19:50).

²¹ Doc. SEI 0804993, pp. 8-9.

²² Doc. SEI 1086943, §151.



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

reunidos pela Acusação, que o primeiro transmitiu ao segundo informações não públicas sobre os negócios a serem realizados pela Fundação, que foram, na sequência, passadas aos Investidores por meio de grupo de *whatsapp*.

29. A Acusação logrou reunir, ainda, outros indícios da prática não equitativa:
- (i) a interrupção dos negócios dos Investidores contra a Fundação coincide precisamente com o momento em que os Acusados tomaram ciência de investigação em curso conduzida pela BSM, em razão de ofícios encaminhados à corretora por meio da qual atuavam;
 - (ii) com o desligamento do Sr. Luiz Barbosa da Petros, em 24/05/2017, cessaram completamente os negócios na contraparte da Fundação em nome do grupo de Investidores, antes atipicamente frequentes; e
 - (iii) no período dos negócios realizados, foram identificados depósitos bancários realizados por João Themudo para Gustavo Machado, que poderiam indicar um potencial pagamento pelas informações fornecidas.

30. Sobre esse último ponto, considero que a mera existência de valores depositados em favor de Gustavo Machado, por si só, não comprova que se tratava de pagamento por serviço prestado. Contudo, observo que as justificativas oferecidas pelos Srs. João Themudo e Gustavo Machado foram imprecisas e inconsistentes ao explicar a que título essas transações ocorreram²³. Contextualizados no conjunto probatório supramencionado, os

²³ De início, o depoente negou a existência de vínculo financeiro com o Sr. Gustavo Machado (DOC SEI nº 1086943, p. 210). Subsequentemente, diante da apresentação das transferências bancárias pela Acusação, o acusado não soube precisar o motivo específico das transações, tendo declarado: “Não me lembro; uma viagem... Pode ser uma viagem. Vou tentar lembrar, mas no momento não estou lembrando” (DOC SEI nº 0943374, referir-se ao trecho “00:18:40”). (grifei) Por fim, “*enviou um e-mail, alguns dias depois, dizendo que essas transferências estariam relacionadas a dívidas que teria com Gustavo há mais de seis anos*”. (DOC SEI nº 1086943, p. 213). Ainda, em sede de defesa, argumentou que “*isso se explica pelo fato do mesmo ter me ajudado financeiramente na pior fase de minha vida, e o continua fazendo, ainda o devo e espero um dia pagá-lo*” (doc. SEI 1153726, p. 2).



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

depósitos injustificados endossam a suspeita de que se trataria de mecanismo de remuneração por repasse de informações de investimento, e compatíveis com o esquema ora investigado.

III.B.2. SEGUNDO GRUPO DE EVIDÊNCIAS: ANÁLISE ESTATÍSTICA DAS OPERAÇÕES

31. Para corroborar a ocorrência da prática não equitativa, a Acusação realizou análise estatística dos negócios realizados pelos Investidores. Como se verá abaixo, as conclusões a respeito dessas análises reforçam a ocorrência da infração.

32. Nesse sentido, observo, em primeiro lugar, que o patamar de sucesso nas operações dos Investidores contra a Petros, quando comparado com as operações com outras contrapartes, é atipicamente elevado, como sugerem as tabelas a seguir²⁴:

Comitente: Alex Jorge				
Operações	Resultados (R\$)	Day Trades	Sucessos	Taxa de Sucesso
Com Petros	450.402,29	135	132	97,78%
Sem Petros	549.397,06	1834	1326	72,30%
Total	999.799,35	1969	1458	74,05%

Comitente: Carlos Maduro				
Operações	Resultados (R\$)	Day Trades	Sucessos	Taxa de Sucesso
Com Petros	81.560,00	49	48	97,96%
Sem Petros	924,00	11	5	45,45%
Total	999.799,35	1969	1458	74,05%

Comitente: Gustavo Machado				
Operações	Resultados (R\$)	Day Trades	Sucessos	Taxa de Sucesso
Com Petros	163.489,50	73	73	100,00%
Sem Petros	31.400,61	451	352	78,05%
Total	194.890,11	524	425	81,11%

²⁴ As tabelas colacionadas são equivalentes às apresentadas nos parágrafos 44 a 48 da peça acusatória.



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

Comitente: João Themudo				
Operações	Resultados (R\$)	Day Trades	Sucessos	Taxa de Sucesso
Com Petros	81.157,00	46	46	100,00%
Sem Petros	2.600,00	17	12	70,59%
Total	194.890,11	524	425	81,11%

Comitente: Cristiane Veiga				
Operações	Resultados (R\$)	Day Trades	Sucessos	Taxa de Sucesso
Com Petros	12.996,00	12	10	83,33%
Sem Petros	-12.672,92	69	58	84,06%
Total	323,08	81	68	83,95%

33. No caso da investidora Sra. Cristiane Veiga, é patente a diferença entre os resultados brutos positivos nos *daytrades* realizados contra a Fundação, e o prejuízo nos negócios contra o mercado.

34. Avaliando-se o elevado índice de acertos nas operações contra a Petros, conjuntamente considerado com os demais indícios apurados, tem-se forte indício de conduta irregular marcada pela atuação em situação de desequilíbrio ilegal²⁵.

35. Além dos elevados percentuais de sucesso das operações, identifiquei outros vetores convergentes no sentido da caracterização da prática não equitativa.

36. Em análise dos *daytrades* realizados pelos Investidores, observa-se uma elevada concentração de ordens destes comitentes tendo como contraparte a Fundação. Respaldo pela criteriosa análise probabilística apresentada pela Acusação, acompanho o entendimento da área técnica de que tal concentração de ordens na contraparte da Petros não foi satisfatoriamente justificada pelos Acusados, sendo extremamente improvável, senão impossível, que tenha sido oriunda de conduta regular e espontânea dos Investidores.

²⁵ Neste ponto, em seu voto no PAS CVM nº 03/2015, j. em 22/09/2020, a Diretora Relatora Flávia Perlingeiro bem pontua que “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 evidências”.



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

37. Para robustecer ainda mais a improbabilidade da concentração espontânea de operações de mercado contra a Fundação Petros, tendo por objeto os mesmos ativos e nos mesmos pregões, a Acusação teve o cuidado de estimar matematicamente qual seria a probabilidade de que isso ocorresse aleatoriamente tantas vezes contra a Fundação Petros.

38. O fato de terem encerrado seus *daytrades* contra a Fundação Petros, por tantas vezes, com os mesmos ativos e nos mesmos pregões, dentro do período analisado, é tão matematicamente improvável quanto alguém ganhar na Megasena com apenas um jogo simples, sendo que in casu a improbabilidade ainda deve ser multiplicada por 25,7 milhões de vezes (no caso de João Themudo); 20 milhões (no caso de Carlos Maduro); 161 mil (no caso de Cristiane Veiga); 1,06 milhões (no caso de Gustavo Machado); e 10 milhões de vezes (no caso de Alex Jorge)²⁶.

39. O *modus operandi* e a recorrência de padrão de atuação dos Acusados é forte evidência de que a Fundação foi colocada em indevida posição de desequilíbrio e desvantagem²⁷.

40. Com frequência, a prática de *front running* envolve uma dinâmica temporal muito particular, marcada pela colocação de ordens pelo *front runner* no *timing* ideal para maximizar os ganhos auferidos com a operação.

41. Em análise do caso concreto, identifiquei uma “*incomum proximidade temporal existente entre as inserções de ordens em nome dos investidores e da Petros*”²⁸. A análise das ordens gravadas pelo operador da Petros Sr. Luiz Barbosa revela um padrão comum: “*iniciava-se a venda a um preço maior e ia recuando até chegar a um valor mínimo, para*

²⁶ Doc. SEI 1086943.

²⁷ Voto Diretor Relator Gustavo Gonzalez no PAS CVM nº 19957.011657/2019-40, j. em 12/01/2021.

²⁸ Doc. SEI 1086943, p. 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

*então cancelar*²⁹. Ademais, os Investidores reiteradamente encerravam contra a Fundação exatamente no menor preço de compra – ou maior de venda – da oferta.

42. Desse modo, entendo haver uma sincronia temporal atípica nas operações realizadas contra a Petros no período já delimitado, compatível com a prática de *front running*, o que corrobora o entendimento de que os comitentes agiam de posse de informação privilegiada acerca de eminente colocação de ordens pela Fundação.

III.C. ANÁLISE DOS ARGUMENTOS DE DEFESA

43. Por fim, passo a analisar os argumentos apresentados pelos Acusados em suas respectivas defesas.

44. Em primeiro lugar, os Investidores alegam que não procede a tese acusatória de que teriam realizado as operações com base em informações privilegiadas passadas pelo Sr. Luiz Barbosa, em antecipação aos negócios da Petros. Argumentam que os negócios objeto deste PAS, na realidade, foram executados com base em indicações de robô programado pelo Sr. Alex Jorge, que acompanharia as movimentações de mercado³⁰.

45. Tal alegação, entretanto, não foi sequer comprovada pelos Investidores, que não juntaram aos autos nenhum documento que registrasse a atuação ou sequer a existência do suposto robô, muito menos as indicações que teriam dado origem às operações questionadas.

²⁹ Doc. SEI 1086943, p. 156.

³⁰ Por exemplo, em suas razões de defesa Carlos Maduro afirma que: “20. Pelo que foi possível depreender dos depoimentos, o Defendente obtinha, no grupo de Whatsapp, as informações que motivavam suas operações, que eram baseadas, pelo que entendeu, no acompanhamento – por Alex – de um robô que identificava fluxos ou pequenas distorções em determinados papéis” (Doc. SEI 1153728, p. 7). Cf., no mesmo sentido: (i) defesa de Cristiane Veiga (doc. SEI 1153718, p. 1); (ii) defesa de João Themudo (doc. SEI 1153726, p. 2); (iii) defesa de Gustavo Machado (doc. SEI 1153707, pp. 12-13); e (iv) defesa de Alex Jorge (doc. SEI 1153713, p. 9).



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

Em Direito, alegar sem comprovar não auxilia a questão probatória³¹. Entendo, por isso, que o argumento carece de verossimilhança.

46. Em segundo lugar, os Srs. Alex Jorge, Carlos Maduro, Luiz Barbosa e Gustavo Machado aduzem que a Acusação teria natureza conjectural, sendo certo que os indícios e probabilidades levantados pela área técnica não seriam suficientes para embasar a condenação pela irregularidade apurada³².

47. Discordo da leitura dos acusados. Como demonstrado acima, a Acusação está embasada em um conjunto bastante robusto e convergente de elementos, que são, a meu ver, suficientes para respaldar o entendimento pela configuração de prática não equitativa nas operações envolvendo os Investidores e a Petros, além de qualquer dúvida razoável³³.

48. Sob a minha avaliação, obviamente não procede a afirmação de que seria “conjectural” as “coincidências” entre os *daytrades* dos Acusados contra a Fundação Petros, por tantas vezes, com os mesmos ativos e nos mesmos pregões, dentro do período analisado, em circunstâncias matematicamente ultra improváveis.

49. Aliás, a admissibilidade da prova indiciária para condenação em sede administrativa é tema pacífico na jurisprudência da CVM³⁴. Não raro, a comprovação da

³¹ Veja-se o famoso brocardo jurídico: *Allegatio et non probatio quasi non allegatio*.

³² Por exemplo, em suas razões de defesa, Alex Jorge alegou que “As circunstâncias possíveis apontadas na acusação, todas elas acompanhadas de menções a título de presunção ou de exemplos, por si só, não são suficientes para gerar uma punição por violação a disposições contidas na Instrução CVM nº 8 [...]” (doc. SEI 1153713, p. 13). Cf., no mesmo sentido, (i) defesa de Carlos Maduro (doc. SEI 1153728, p. 7); (ii) defesa de Luiz Barbosa (doc. SEI nº 1153693, p. 6); e (iii) defesa de Gustavo Machado (doc. SEI 1153707, p. 16).

³³ “Logo, é preciso que o indício não deixe qualquer dúvida razoável quanto à materialidade e autoria do fato principal (*beyond a reasonable doubt – BARD*). A pluralidade, robustez e convergência de indícios ajudam, como dito acima, a superar a dúvida razoável. Como esses são elementos que exigem a verificação de mais de um indício, podemos dizer que um indício isoladamente considerado dificilmente poderia ser suficiente para uma condenação”, conforme voto proferido pelo Diretor Alexandre Rangel no PAS CVM 19957.011659/2019-39, j. em 15.06.2021, acompanhado por maioria pelo Colegiado.

³⁴ Nessa linha, faço referência ao voto da Diretora Norma Parente no PAS CVM nº 06/95, j. em 05/05/2005: “Os indícios possuem valor probatório suficiente para ensejar condenação. Exige-se, todavia, que tais indícios sejam convergentes e unívocos”.



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

prática não equitativa consumada na modalidade de *front running* deriva de indícios, que, como já registrado por este Colegiado, “*na maior parte das vezes, terminam por ser o único meio para provar a atuação dolosa*”³⁵. Contanto que estes sejam independentes, concordantes e convergentes, como no presente caso, trata-se de meio de prova que autoriza a condenação em sede administrativa³⁶.

50. Entendo, também, que a utilização de provas estatísticas é plenamente legítima e, quando acompanhada de outros indícios convergentes, são adequadas para reforçar a convicção pela configuração de irregularidade. Nessa linha, como sinalizado pelo Diretor Relator Gustavo Gonzalez, no PAS CVM nº 05/2012, j. em 03/12/2019, “*em casos que envolvem tipos dolosos, as provas estatísticas podem ser consideradas indícios válidos, mas sozinhas não são suficientes para sustentar uma condenação*”.

51. Em terceiro lugar, o Sr. Luiz Barbosa alega, em sua defesa, que o seu envolvimento com a prática não equitativa não estaria adequadamente comprovado nos autos, considerando que: (i) “*as características das operações mencionadas pela acusação eram conhecidas por muitas pessoas além do peticionário*”; (ii) “*toda a comunicação do peticionário com o mundo exterior era monitorada e gravada, sendo que nada de ilícito nela se encontrou*”; e (iii) “*não foram encontradas provas de que o peticionário recebeu valores dos demais acusados*”³⁷.

52. Os contraindícios suscitados pelo acusado não me convencem. As provas juntadas aos autos pela área técnica são eloquentes e, quando encaradas em conjunto, comprovam que a participação de Luiz Barbosa foi imprescindível para a operacionalização do ilícito. Ainda que cada indício isoladamente não seja suficiente para formar a convicção necessária à condenação, tamanha coincidência de indícios apenas poderia ser explicada pelo repasse de informações por parte de Sr. Luiz Barbosa.

³⁵ Voto da Diretora Relatora Flávia Perlingeiro no PAS CVM nº 03/2015, j. em 22/09/2020.

³⁶ Manifestação do voto Diretor Gustavo Borba no PAS CVM Nº 26/2010, j. em 07/08/2018.

³⁷ Doc. SEI 1153693, §26.



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

53. Por fim, os Srs. Alex Jorge e Gustavo Machado alegaram que não haveria comprovação do dolo ou negligência na sua atuação, faltando um dos elementos essenciais da prática não equitativa³⁸.

54. Rechaço também esse argumento. O dolo específico, exigido para as condutas vedadas pela Instrução CVM nº 8/1979, se faz presente na medida em que restou demonstrado um padrão de conduta em que os Acusados, valendo-se de informação privilegiada acerca de eminente colocação de ordens pela Petros, conscientemente negociaram com valores mobiliários em situação de desequilíbrio indevido para auferir proveito³⁹.

IV. CONCLUSÃO E DOSIMETRIA

55. Ante o exposto, concluo que se verificam presentes no caso concreto os elementos necessários à configuração de prática não equitativa na modalidade de *front running*, quais sejam: **(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, ilegal.

56. No que se refere à dosimetria da pena, assinalo inicialmente que as infrações à Instrução CVM nº 8/1979 são consideradas faltas graves⁴⁰, para os fins previstos no §3º do art. 11 da Lei nº 6.385/1976.

57. Os fatos objeto deste PAS ocorreram *entre janeiro de 2016 e março de 2017* anteriormente à edição da Lei nº 13.506/2017, tendo sido a peça de acusação formulada em

³⁸ Doc. SEI 1153713, pp. 14-15 e doc. SEI 1153707, pp. 16-17.

³⁹ Registre-se que, embora o operador da Petros Luiz Barbosa não tenha negociado em nome próprio contra a Fundação, sua responsabilização deriva do fato de ter concorrido para a consecução do ilícito, como já explorado supra.

⁴⁰ Instrução CVM nº 8/1979, inciso III.



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

02/09/2020, após a entrada em vigor da Instrução CVM nº 607/2019, que veio a ser revogada e substituída pela Resolução CVM nº 45/2021.

58. Considerarei como atenuante, para todos os Acusados, os seus até aqui bons antecedentes⁴¹⁻⁴²; e, como agravantes, a prática sistemática ou reiterada da conduta irregular⁴³, haja vista que a prática se estendeu em continuidade delitiva por diversos pregões ao longo do período compreendido entre 02/01/2016 a 31/05/2017.

59. Exclusivamente com relação ao Sr. Luiz Barbosa, considero como agravante adicional o fato de ter violado seus deveres fiduciários decorrentes da função de operador da Petros, ao transmitir informações não públicas e privilegiadas que permitiram aos Investidores antecipar-se à Fundação.

60. A conduta do Sr. Luiz Barbosa é, a meu ver, a mais grave dentre todos os Acusados. Ele foi a peça chave e necessária para que todo o esquema fosse realizado e, também, teve conduta totalmente desleal e reprovável perante a Petros, que, a propósito, é um dos mais relevantes fundos de pensão do Brasil. A sua atuação, nesse sentido, prejudicou milhares de aposentados e pensionistas, que dependem dos rendimentos auferidos pelo referido fundo de pensão para a garantia de aposentaria e pensão dignas.

61. À luz da reprovabilidade da conduta do Sr. Luiz Barbosa, entendo que se justifica a aplicação de penalidade severa. Considerando que o acusado não realizou negócios no mercado, não é aplicável o critério de um múltiplo do benefício obtido, previsto no art. 11, §1º, inciso III, da Lei nº 6.385/1976. Assim, e tendo em vista que os fatos ocorreram antes da entrada em vigor da Lei nº 13.506/2017, fixo a pena em R\$500.000,00 (quinhentos mil reais), de acordo com o critério previsto no art. 11, §1º, inciso I, da Lei nº 6.385/1976.

⁴¹ ICVM nº 607/2019, Art. 66, II.

⁴² Alex Jorge, Carlos Maduro, Cristiane Veiga, Gustavo Machado, João Themudo e Luiz Barbosa não constam como acusados em outros PAS instaurados pela CVM. Fonte: Sistema de Inquérito. Último acesso em 03/10/2022.

⁴³ ICVM nº 607/2019, Art.65, I.



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

62. Diante do exposto, em observância aos princípios da proporcionalidade e da razoabilidade com fundamento no artigo 11 da Lei nº 6.385/1976 (com redação anterior à entrada em vigor da Lei nº 13.506/2017), por configurada a prática não equitativa em mercado de valores mobiliários, voto pela condenação de:

- (i) **Alex Jorge** à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$1.485.572,45 (um milhão, quatrocentos e oitenta e cinco mil, quinhentos e setenta e dois reais e quarenta e cinco centavos), equivalente a duas vezes e meia o valor da vantagem econômica indevidamente obtida com as operações irregulares⁴⁴, corrigido pelo IPCA/IBGE, conforme anexo único a este voto (“Anexo”), 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) **Carlos Maduro** ao pagamento de multa pecuniária no valor de R\$ 269.011,27 (duzentos e sessenta e nove mil e onze reais e vinte e sete centavos), equivalente a duas vezes e meia o valor da vantagem econômica indevidamente obtida com as operações irregulares, corrigido pelo IPCA/IBGE, conforme Anexo a este voto, 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;
- (iii) **Gustavo Machado** à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$539.241,25 (quinhentos e trinta e nove mil, duzentos e quarenta e um reais e vinte e cinco centavos), equivalente a duas vezes e meia o valor da vantagem econômica indevidamente obtida com as operações irregulares, corrigido pelo IPCA/IBGE, conforme Anexo a este voto, pelo uso de

⁴⁴ Em linha com precedentes recentes desta Autarquia: (i) PAS CVM nº SP2020/35, j. em 12/01/2021, Diretor Relator Gustavo Gonzalez; e (ii) PAS CVM nº 19957.001512/2020-74, j. em 14/12/2021, Diretor Relator Alexandre Rangel.



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

prática não equitativa, definida no item II, “d”, da Instrução CVM nº 8/1979 e vedada pelo item I da mesma Instrução;

- (iv) **João Themudo** ao pagamento de multa pecuniária no valor de R\$268.056,77 (duzentos e sessenta e oito mil, cinquenta e seis reais e setenta e sete centavos), equivalente a duas vezes e meia o valor da vantagem econômica indevidamente obtida com as operações irregulares, corrigido pelo IPCA/IBGE, conforme Anexo a este voto, 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
- (v) **Cristiane Veiga** à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$44.115,27 (quarenta e quatro mil, cento e quinze reais e vinte e sete centavos), equivalente a duas vezes e meia o valor da vantagem econômica indevidamente obtida com as operações irregulares, corrigido pelo IPCA/IBGE, conforme Anexo a este voto 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
- (vi) **Luiz Barbosa** ao pagamento de multa pecuniária no valor de R\$500.000,00 (quinhentos mil reais)⁴⁵, 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.

É como voto.

Rio de Janeiro, 11 de outubro de 2022.

João Pedro Barroso do Nascimento

Presidente Relator

⁴⁵ Cf., PAS CVM nº 19957.001813/2020-06, j. em 22/09/2020, Diretora Relatora Flávia Perlingeiro.



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

Anexo

Atualização de valores referente às multas

Alex Jorge

Vantagem econômica obtida com as operações irregulares	Data da última operação	Período para atualização	Índice de correção no período	Valor atualizado (IPCA) ^[2]	Valor da multa (2,5 vezes o valor da operação irregular)
R\$ 450.402,29	31/05/2017	mai/2017 a set/2022 ^[1]	1,31932940	R\$ 594.228,98	R\$ 1.485.572,45

Carlos Maduro

Vantagem econômica obtida com as operações irregulares	Data da última operação	Período para atualização	Índice de correção no período	Valor atualizado (IPCA) ^[2]	Valor da multa (2,5 vezes o valor da operação irregular)
R\$ 81.560,00	03/05/2017	mai/2017 a set/2022 ^[1]	1,31932940	R\$ 107.604,51	R\$ 269.011,27

Gustavo Machado

Vantagem econômica obtida com as operações irregulares	Data da última operação	Período para atualização	Índice de correção no período	Valor atualizado (IPCA) ^[2]	Valor da multa (2,5 vezes o valor da operação irregular)
R\$ 163.489,50	31/05/2017	mai/2017 a set/2022 ^[1]	1,31932940	R\$ 215.696,50	R\$ 539.241,25



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

João Themudo

Vantagem econômica obtida com as operações irregulares	Data da última operação	Período para atualização	Índice de correção no período	Valor atualizado (IPCA) ^[2]	Valor da multa (2,5 vezes o valor da operação irregular)
R\$ 81.157,00	12/04/2017	abr/2017 a set/2022 ^[1]	1,32117640	R\$ 107.222,71	R\$ 268.056,77

Cristiane Veiga

Vantagem econômica obtida com as operações irregulares	Data da última operação	Período para atualização	Índice de correção no período	Valor atualizado (IPCA) ^[2]	Valor da multa (2,5 vezes o valor da operação irregular)
R\$ 12.996,00	28/07/2016	jul/2016 a set/2022 ^[1]	1,35781110	R\$ 17.646,11	R\$ 44.115,27

^[1] Índice de correção monetária mais recente disponível na data do julgamento

^[2] A correção monetária pelo IPCA está disponível no site do Banco Central do Brasil, no instrumento “calculadora do cidadão” em

<https://www3.bcb.gov.br/CALCIDADA0/publico/exibirFormCorrecaoValores.do?method=exibirFormCorrecaoValores&aba=1>