



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.002595/2017-13

Reg. Col. 1286/19

Acusados: Massa Falida da Gradual Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S/A.
Evandro Soeiro Campos.
Gabriel Paulo Gouvêa de Freitas Júnior.
Gizele Vicente Mora.
Márcio Campos Chouin Varejão.
Márcia Andréia Soares Pereira Coelho.

Assunto: Apuração de operações com eventual uso de práticas não equitativas, em infração ao inciso II, alínea “d”, da Instrução CVM nº 08/1979, então vigente, e infração ao art. 10, parágrafo único, I e II, e art. 17, II, todos da Instrução CVM nº 497/2011; art. 3º, inciso II, e §3º, incisos I e II, art. 4º, §§ 1º, 2º, 3º e 4º, e art. 13, todos da Instrução CVM nº 505/2011.

Diretor Relator: Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo

VOTO

I. INTRODUÇÃO

1. Trata-se de PAS¹ instaurado pela SPS e pela PFE para apurar eventual responsabilidade dos Acusados por supostas práticas não equitativas, na espécie de *front running*, em infração ao disposto nos incisos I e II, alínea “d”, da Instrução CVM nº 08/1979, então vigente; assim como por infrações ao disposto nos art. 10, parágrafo único, incisos I e II e art. 17, ambos da Instrução CVM nº 497/2011, então vigente, e ao disposto nos art. 3º, inciso II, e §3º, incisos I e II, art. 4º, §§ 1º, 2º, 3º e 4º, e art. 13 todos da Instrução CVM nº 505/2011, então vigente.

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”).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

2. Conforme descrito no Relatório, este PAS originou-se do Inquérito Administrativo CVM nº 19957.002595/2017-13, instaurado em 27.03.2017 pela SGE após recebimento de denúncia e apuração preliminar no âmbito do Processo nº RJ2013/11394, com o objetivo de apurar eventuais irregularidades em operações na BM&Bovespa, intermediadas pela corretora I.B.C. e pela Gradual no período de 02.01.2013 a 28.02.2014.

3. À exceção da Gradual, todos os acusados apresentaram, tempestivamente, suas defesas². Dessa forma, no que tange à Gradual, o presente voto se restringirá à análise de mérito da Acusação, e a eventuais fatos e alegações trazidos pelas defesas, observando que a revelia de acusados em processos administrativos sancionadores junto à CVM não se confunde com qualquer modalidade de confissão quanto à matéria de fato ou assunção de culpa, nos termos do art. 28 da Resolução CVM nº 45/2021³.

4. Por fim, considerando que a situação cadastral da Gradual é “inapta”⁴, ressalto que a inaptidão, conforme art. 49, *caput*, da Instrução Normativa RFB nº 2.119/2022, não é óbice ao presente Processo Sancionador⁵, permanecendo eventual pena de multa como um crédito subordinado da CVM, nos termos do art. 11, §15, da Lei nº 6.385/1976⁶.

² Parte dos acusados celebrou Termo de Compromisso com esta Autarquia, pelo que as condutas deles não são analisadas neste Voto.

³ Art. 28. A revelia não importa em confissão quanto à matéria de fato e não torna incontroversas as alegações da acusação, podendo o revel intervir em qualquer fase, recebendo o processo no estado em que se encontrar, sem direito à repetição dos atos já praticados.

⁴ Como pode ser verificado no site da receita federal pelo link: << [Comprovante de Inscrição e de Situação Cadastral \(fazenda.gov.br\)](http://fazenda.gov.br)>>.

⁵ Art. 49. Sem prejuízo das sanções previstas na legislação, a entidade cuja inscrição no CNPJ tenha sido declarada inapta:

I - é incluída no Cadastro Informativo de Créditos Não Quitados do Setor Público Federal (Cadin); e

II - fica impedida de:

- a) participar de concorrência pública;
- b) celebrar convênios, acordos, ajustes ou contratos que envolvam desembolso, a qualquer título, de recursos públicos, e respectivos aditamentos;
- c) obter incentivos fiscais e financeiros;
- d) realizar operações de crédito que envolvam a utilização de recursos públicos;
- e) transacionar com estabelecimentos bancários, inclusive quanto à movimentação de contas correntes, à realização de aplicações financeiras e à obtenção de empréstimos; e
- f) emitir documento fiscal eletrônico.

⁶ Art. 11. [...] §15. Em caso de falência, liquidação extrajudicial ou qualquer outra forma de concurso de credores do apenado, os créditos da Comissão de Valores Mobiliários oriundos da aplicação da penalidade de multa de que trata o inciso II do *caput* deste artigo serão subordinados.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

II. CONTEXTO

5. O presente processo tem por objeto central a análise de eventuais infrações ao disposto nos incisos I e II, alínea “d”, da Instrução CVM nº 08/1979, vigente à época dos fatos, pela prática de *front running* por Márcio Varejão e Márcia Coelho. Além disso, após analisar o caso, a Acusação entendeu que as supostas infrações só teriam sido possíveis em razão de deficiências nos mecanismos de controles internos da Gradual, corretora onde atuavam Gabriel Júnior, Gizele Mora e Evandro Campos.

6. Nesse contexto, são apuradas as seguintes responsabilidades:

- (i) De Márcio Varejão e de Márcia Coelho, por suposta prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, em infração ao disposto nos incisos I e II, alínea “d”, da Instrução CVM nº 08/1979, então vigente⁷.
- (ii) Da Gradual, por supostamente ter alimentado o Cadastro CVM com informações incorretas acerca de seus diretores, em infração ao disposto no art. 4º, §1º da Instrução CVM nº 505/2011, então vigente⁸; por supostamente, nos termos dispostos no art. 3º, §3º, inciso I, da Instrução CVM nº 505/2011, ter implementado inadequadamente as regras, procedimentos e controles internos; por supostamente ter tido diretor exercendo, concomitantemente, funções de responsável tanto pelo cumprimento das normas estabelecidas na Instrução CVM nº 505/2011, quanto pela supervisão dos procedimentos e controles internos previstos no art. 3º, inciso II da mesma instrução; por supostamente ter tido diretor que exerceu, concomitantemente, tanto funções relacionadas à mesa de operações da corretora, quanto de supervisão dos procedimentos e controles internos estabelecidos pelo art. 3º, inciso II, da Instrução CVM nº 505/2011; e por supostamente não ter fiscalizado as atividades dos agentes autônomos de

⁷ A Instrução CVM nº 08/1979 foi revogada pela Resolução CVM nº 62/2022.

⁸ A Instrução CVM nº 505/2011 foi revogada pela Resolução CVM nº 35/2021.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

investimento que atuavam em seu nome, em infração ao disposto no art. 17, inciso II, da Instrução CVM nº 497/2011, então vigente⁹.

- (iii) De Gabriel Júnior, por supostamente, nos termos do disposto no art. 3º, § 3º, inciso I, da Instrução CVM nº 505/2011, ter implementado inadequadamente as regras procedimentos e controles internos; por supostamente ter exercido, concomitantemente, funções de responsável tanto pelo cumprimento das normas estabelecidas na Instrução CVM nº 505/2011, quanto de responsável pela supervisão dos procedimentos e controles internos previstos no art. 3º, inciso II, da mesma instrução; por supostamente ter exercido, concomitantemente, funções relacionadas tanto à mesa de operações da corretora, quanto de supervisão dos procedimentos e controles internos estabelecidos pelo art. 3º, inciso II, da Instrução CVM nº 505/2011; por supostamente não ter fiscalizado as atividades dos agentes autônomos de investimento que atuavam em nome da Gradual, em infração ao disposto no art. 17, inciso II, da Instrução CVM nº 497/2011; por supostamente não ter agido com probidade, boa-fé e ética profissional, em infração ao disposto no art. 4º, §4º, da Instrução CVM nº 505/2011; e por supostamente não ter arquivado em sua totalidade os registros das ordens transmitidas pelos clientes da Gradual, em infração ao disposto no art. 13 da Instrução CVM nº 497/2011.
- (iv) De Gizele Mora, por supostamente ter fornecido informações incorretas ao Cadastro CVM com relação aos diretores da Gradual, em infração ao disposto no art. 1º, inciso I, e art. 4º, §2º, ambos da Instrução CVM nº 505/2011; assim como por supostamente não ter agido com probidade, boa-fé e ética profissional, em infração ao disposto no art. 4º, §4º, da Instrução CVM nº 505/2011.
- (v) De Evandro Campos, por supostamente não ter agido com probidade, boa-fé e ética profissional, em infração ao disposto no art. 4º, §4º, da Instrução CVM nº 505/2011.

⁹ A Instrução CVM nº 497/2011 foi revogada pela Resolução CVM nº 16/2021, que por sua vez foi revogada pela Resolução CVM nº 178/2023.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

7. As investigações tiveram origem em carta protocolada pela corretora I.C.B. a esta Autarquia em 23.10.2013¹⁰ relatando determinadas gravações de diálogos realizados em 24.05.2013 pelo agente autônomo de investimento¹¹ M.R. que, à época, atuava em nome da referida corretora¹² – passando, depois, à Gradual. Tais áudios indicariam que M.R. informava a alguns de seus clientes sobre operações com lotes grandes a serem realizadas por outros clientes.

8. Foram solicitados à BSM registros das operações executadas por meio do referido agente de investimentos no período de 02.01.2013 a 28.02.2014 por meio do Ofício CVM/GMA-2/Nº015/14¹³. Também foram expedidos ofícios requerendo informações à Gradual e à I.B.C., tanto no âmbito da investigação preliminar quanto no Inquérito Administrativo que originou o presente PAS, bem como colhidos depoimentos dos envolvidos.

9. Em sua análise preliminar das informações recebidas, consubstanciada no Relatório de Análise GMA-2 nº 006/15¹⁴, a GMA-2 adotou alguns critérios para filtrar potenciais operações de *front running*, sendo destacadas aquelas realizadas com um mesmo ativo e durante um mesmo dia (i) cuja quantidade líquida comprada ou vendida tenha sido igual ou superior a 3% da quantidade negociada pelo mercado no dia; (ii) cujo volume líquido comprado ou vendido tenha sido igual ou superior a R\$ 100.000,00; e (iii) cujo total de ganho dos investidores que realizarem exclusivamente *day-trade* tenha sido maior do que R\$1.000,00.

10. Dessa forma, foram identificadas 22 operações suspeitas, dentre as quais 5 foram intermediadas pela Gradual e 17 pela I.C.B.

11. No decorrer da investigação, a Área Técnica averiguou que a quase totalidade das operações antecipadas pelas negociações suspeitas foram realizadas a “lote escondido” – operações nas quais se ocultou o volume total do lote para os demais agentes do mercado – ou fracionadas – nas quais, ao invés de realizar uma única grande operação, se realiza várias pequenas operações.

¹⁰ Doc. 0259261.

¹¹ Papel que passou a ser referido como assessores de investimento com o advento da Resolução CVM nº 178/2023.

¹² Doc. 0259669.

¹³ Doc. 0260513.

¹⁴ Doc. 0263043.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

12. Ante essa constatação, a Acusação argumentou que não seria possível aos participantes do mercado saberem o total do volume das operações, o que impediria a publicidade quanto ao total de ações que seria operacionalizado pelo mesmo investidor. Portanto, as informações repassadas por M.R. nas situações suspeitas seriam sigilosas.

13. Em outras palavras, haveria indícios de que a atuação de Márcio Varejão e Márcia Coelho no mercado de valores mobiliários foi pautada por informações privilegiadas recebidas de M.R. com relação a movimentos de outros clientes. Ao receberem a informação de que um grande lote seria negociado, os acusados inseririam uma ordem no mesmo sentido no livro de negociações com a finalidade de antecipar o impacto que naturalmente seria causado na cotação dos ativos e, assim, auferir lucros em operações de *day trade*.

14. Feita essa breve recapitulação geral, passemos à análise das condutas.

III. PRELIMINARES

15. De início analisarei as matérias preliminares ao mérito levantadas pelas defesas.

Suposta prescrição do PAS

16. Em sede de Memorial apresentado no dia anterior à presente Sessão de Julgamento, o acusado Gabriel Júnior alegou que o presente PAS estaria prescrito tanto pelo ponto de vista da prescrição quinquenal quanto pelo ponto de vista da prescrição intercorrente, previstas no art. 1º, *caput* e § 1º, respectivamente, da Lei nº 9.873/1999.

17. No que diz respeito à alegação de ocorrência de prescrição quinquenal, considero que não se aplica ao presente PAS, uma vez que o trata da análise de condutas vedadas pelo item I da Instrução CVM nº 08, de 08/1979, no tipo específico descrito no item II, letra “d”, e que essas também consistem em crime¹⁵. Assim, aplica-se, por força do disposto no §2º do art. 1º

¹⁵ Nos termos do art. 27-C a Lei nº 6.385/1976, que, à época dos fatos, tinha a seguinte redação: “Realizar operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas, com a finalidade de alterar artificialmente o regular funcionamento dos mercados de valores mobiliários em Bolsas de Valores, de mercadorias e de futuros, no mercado de balcão ou no mercado de balcão organizado, com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar danos a terceiros: Pena - reclusão, de 1 (um) a 8 (oito) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

da Lei nº 9.873/1999¹⁶, o prazo prescricional previsto na legislação penal, mais especificamente, o prazo de doze anos descrito no artigo 109, IV, do Código Penal, em razão da pena máxima prevista para o delito, oito anos.

18. No que diz respeito à alegação de ocorrência de prescrição intercorrente, de três anos, noto que prevalece o entendimento no Colegiado¹⁷ o entendimento de que tanto a designação de novo relator, pelo fim de seu mandato, quanto a redistribuição a novo diretor nomeado, configuram ato de impulsão do processo, aptos a interromper a prescrição intercorrente, não se tratando de mera “mudança de mesa”, mas, sim, dos encaminhamentos necessários ao desfecho do processo.

19. O presente PAS foi distribuído para minha relatoria em Reunião do Colegiado de 11.01.2022¹⁸, sem contar que houve decisão sobre pedido de produção de provas em 25.05.2022¹⁹, de modo que o feito não restou paralisado por mais de 3 anos, não havendo que se falar em ocorrência de prescrição intercorrente.

20. Por esses motivos, afasto as alegações de prescrição.

Suposta ausência de motivação alegada por Márcia Coelho

21. Em primeiro lugar, a defesa de Márcia Coelho sustenta invalidade da acusação por ausência de motivação. Em suma, a defesa argumenta que a Peça Acusatória não teria identificado pormenorizadamente **(i)** a conduta de Márcia Coelho; **(ii)** quais as informações supostamente privilegiadas que lhe teriam sido passadas; e **(iii)** o inequívoco conhecimento de que essas informações criavam vantagens indevidas. Assim, a ausência desses elementos impediria que a acusada exercesse plenamente o seu direito a defesa, violando os princípios da legalidade, do devido processo legal e da ampla defesa²⁰.

¹⁶ Quando o fato objeto da ação punitiva da Administração também constituir crime, a prescrição rege-se pelo prazo previsto na lei penal.

¹⁷ PAS CVM nº RJ2013/2759, j. em 20.02.2018; PAS CVM nº18/2013, j. em 08.05.2018; e PAS CVM nº 14/2010, j. em 03.03.2020.

¹⁸ Doc. 1424230.

¹⁹ Doc. 1511775.

²⁰ Uma suma da alegação de defesa pode ser encontrada no seguinte trecho: “Tem-se assim que a acusação contra a Requerente é patentemente genérica, não tendo restado estabelecida qual a conduta imputada – o que evidentemente prejudica a defesa, posto que não se tem como aferir os elementos que condicionaram a formação



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

22. A preliminar levantada não procede. A razão para tanto é que as ações de Márcia Coelho são, na verdade, apontadas com clareza pela Acusação, evidenciadas, essencialmente, pelas operações realizadas pela acusada e pelas conversas telefônicas travadas com M.R. A descrição pormenorizada das condutas imputadas conta com a transcrição de três diálogos com o agente autônomo de investimentos e evidências de operações realizadas em condições especialmente vantajosas, que teriam atraído a atenção da Área Técnica.

23. É preciso notar, é verdade, que a narrativa acusatória se desenrola a partir da figura do agente autônomo de investimentos M.R., que era o portador original das informações sobre a iminente negociação de grandes lotes de ativos e as repassava a outros clientes. Nesse sentido, o mapeamento da atuação de Márcia Coelho exigiria que o leitor do Termo de Acusação reunisse informações inicialmente esparsas sobre o tema.

24. Ocorre que a própria Área Técnica já fez isso, quando indicou os itens mais relevantes do Termo de Acusação para a constatação da prática de *front running* por Márcia Coelho ao final do documento²¹.

25. A conjunção das informações, conforme realizada nos itens 26 a 42 do Relatório, revela com suficiente clareza a conduta de Márcia Coelho, as informações privilegiadas a que ela teria tido acesso, o conhecimento de que essas informações geravam vantagem indevida e as imputações levantadas contra ela.

26. Assim sendo, parece-me que a alegação preliminar acaba por se confundir com discordância da acusada quanto ao mérito das acusações. Isso é especialmente verdadeiro com relação à discussão sobre o conhecimento da acusada sobre o caráter privilegiado das informações recebidas de M.R., que será analisado posteriormente²².

da convicção do acusador, não podendo, portanto, refutá-los. É manifesta, pois, a ofensa aos princípios da legalidade, do devido processo legal e da ampla defesa no caso em tela” (Doc. 0591720, p. 8).

²¹ Doc. 0545952, item 350.

²² Na parte sobre a existência de dolo ou não no exercício dos atos analisados por este PAS.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

Suposta ilegitimidade passiva de Gabriel Júnior

27. Por sua vez, Gabriel Júnior argumentou ilegitimidade passiva para constar como réu no presente PAS, posto que não exerceria à época dos fatos a função de Diretor responsável da Gradual perante a CVM, para fins de cumprimento do disposto na Instrução CVM nº 497/2011 e na Instrução CVM nº 505/2011.

28. Para o acusado, a desconsideração desse fato iria contra os precedentes desta Autarquia e a construção jurisprudencial dos chamados “centros de imputação de responsabilidade”, gerando insegurança jurídica.

29. De fato, esta Autarquia tem, ao longo dos anos, lançado mão da estratégia de exigir que as pessoas jurídicas reguladas apontem diretores responsáveis pelo cumprimento das normas aplicáveis, como geralmente é feito ao redor do mundo. Naturalmente, a pessoa jurídica não tem, por si só, impulso de agir – e por isso é apresentada pelos seus executivos²³. Nesse cenário, o regulador exige que haja ao menos uma pessoa investida de altos poderes de gestão com a incumbência específica de zelar pela adequação regulatória.

30. Não se trata de responsabilidade objetiva por eventuais falhas: o diretor responsável será eximido da culpa nos casos em que fique demonstrado que tomou cuidados e providências para levar a cabo o seu mandato, apesar de outras forças eventualmente terem levado a resultados opostos²⁴.

31. Fica claro que a existência de diretores responsáveis tem como objetivo gerar incentivos para que haja impulso dos próprios regulados na busca de conformidade. Em outras palavras, é um modo de evitar uma espécie de “irresponsabilidade” corporativa. É como afirmou o Relator Diretor Gustavo Borba no julgamento do PAS CVM nº 19957.003266/2017-90, j. em 07.08.2018:

²³ “Nas funções externas, não se pode dizer que a Diretoria seja representante legal, ou tenha a posição de representante legal. Não é representante: como órgão, nas relações internas, administra, dirige, gere; nas relações externas, apresenta.” (PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. Direito das Obrigações. Tomo L: sociedade por ações. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012, p. 486-487).

²⁴ Cf. voto da Rel. Dir. Maria Helena Santana no âmbito do PAS CVM nº RJ2005/8510, j. 04.04.2007.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

[A] criação de centros de imputação de responsabilidade, já reconhecida pelo Colegiado em outras oportunidades como parte de estratégia regulatória adotada pela CVM em determinadas situações com o objetivo de evitar a diluição da responsabilidade no âmbito da pessoa jurídica [...]. O objetivo da criação de centros de imputação de responsabilidade é estimular o emprego de procedimentos e controles internos que assegurem às sociedades o cumprimento da legislação.

32. Faço essas considerações em linha com meu posicionamento em casos recentes, nos quais tenho ressaltado a mecânica da função dos chamados *gatekeepers*: uma pessoa ou instituição por vez fica na guarda do portão, zelando pela sua proteção. A acusação de outras pessoas, que não estavam incumbidas de tal função no momento, padece, em sentido técnico, de atipicidade.

33. A Acusação baseia-se no fato de que Gabriel Júnior, visto como “dono” da Gradual pelos demais diretores que acusados no presente PAS²⁵, teria usurpado as competências de Gizele Mora e Evandro Campos em relação à filial do Rio de Janeiro. Assim, a Área Técnica não teria desconsiderado os centros de imputação, mas apontado que as infrações específicas foram levadas a cabo por Gabriel Júnior como diretor responsável “de fato” pelas atividades reguladas pela Instrução CVM nº 497/2011 e pela Instrução CVM nº 505/2011.

34. Em que pese o fato de que os argumentos trazidos pela Acusação sejam graves e, *a priori*, verossímeis, fato é que eram Gizele Mora e Evandro Campos os diretores responsáveis perante esta Autarquia. Se delegaram totalmente essa função, erraram por omissão e deveriam ser responsabilizados por isso. Por outro lado, por maior ascendência que tivesse sobre os demais acusados, Gabriel Júnior não pode ser considerado responsável por uma atividade com a qual ele não se comprometeu.

35. Admito, em linha com os precedentes já citados acima, que a situação seria um pouco diferente se houvesse nos autos comprovação de que Gizele Mora e Evandro Campos

²⁵ Em pesquisa rápida a documentos públicos disponíveis na Junta Comercial do Estado de São Paulo, verifica-se que a Gradual era controlada pela GHF Participações S.A., que por sua vez era controlada pela Gradual Holding Financeira S.A., e esta pela Hautmont Participações Ltda., da qual eram sócios a Sra. Fernanda Ferraz Braga de Lima de Freitas e o Sr. Gabriel Júnior, cônjuges.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

diligentemente buscavam dar concretude às normas aplicáveis às operações da Gradual, mas vissem todos os seus esforços frustrados por conta da atuação de Gabriel Júnior. Nesse caso, eles teriam se desincumbido do ônus de sua função perante esta Autarquia. Isso, porém, não ocorreu. Conforme veremos mais à frente, os indícios são de que eles aceitaram passivamente não exercerem o mandato que possuíam em relação à filial do Rio de Janeiro.

36. Em um e em outro caso, porém, Gabriel Júnior não seria passível de punição em razão de que nenhum dos comandos normativos aqui discutidos eram direcionados a ele, uma vez que ele não era diretor responsável da Gradual no período aqui analisado.

37. Por esse motivo, voto pelo acolhimento da preliminar suscitada pelo acusado.

Suposto cerceamento de defesa decorrente de acusação genérica alegado por Gizele Mora

38. De maneira similar ao que fez Márcia Coelho, Gizele Mora alegou que a peça acusatória não teria indicado como ela teria conhecimento de que Gabriel Júnior tivesse usurpado suas funções como diretora responsável nos termos da Instrução CVM nº 505/2011 ou que ela tivesse usurpado as funções de Evandro Campos, na qualidade de Diretor de Controles Internos.

39. Ainda, sustentou que a Acusação não teria indicado os papéis assumidos por Gabriel na filial da Gradual no Rio de Janeiro, não sendo assim possível estabelecer qualquer nexo causal entre a atuação deste e a pretensa usurpação de função.

40. Dessa forma, a alegada imprecisão das acusações teria impedido Gizele Mora de exercer plenamente o seu direito de defesa²⁶.

41. Também no caso desta preliminar é necessário distinguir entre o que seja a inexistência de uma seção da peça acusatória voltada a descrever especificamente a atuação de

²⁶ Destaco o trecho em que a preliminar é levantada com maior clareza: “Outro ponto que gera dúvida à Requerida – e que lhe impede o verdadeiro direito de defesa – é que a acusação não explica como ela teria tido ciência de que o diretor operacional Gabriel estaria tomando sua função, ou mesmo que ela estaria usurpando funções do diretor estatutário Evandro; e que, a partir daí, teria ela suposta obrigação de alterar o cadastro CVM, inserindo suposto ‘real’ diretor com atribuições descritas no inciso I, do artigo 14º da Instrução CVM nº 510/2011 e que, só em tese, teria a substituído em suas funções (Gabriel); e, inciso II, do artigo 4º da Instrução CVM nº 510/2011, nesse último caso, dela ter substituído o diretor Evandro” (Doc. 0668524, p. 9).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

Gizele Mora e o que seja a inexistência de indicação clara, por parte da Área Técnica, da conduta supostamente reprovável da acusada. A constatação da primeira não implica, necessariamente, na constatação da segunda.

42. Rememoro aqui a lógica da Acusação: em primeiro lugar, foram expostas as evidências da prática de *front running*, que teve como pivô o agente autônomo M.R., para depois seguir-se ao questionamento sobre eventual descumprimento das normas de supervisão e controles internos pelas corretoras onde ele trabalhou, a saber, a Gradual e a I.C.P., que realizou a denúncia que deu origem ao presente PAS. Na segunda parte, que envolve Gizele Mora, a Área Técnica baseou a sua análise em informações e documentos fornecidos pela Gradual em resposta a ofícios e no colhimento de prova testemunhal, contexto em que foram ouvidos inclusive os acusados.

43. A Acusação primeiro aborda o tema da ausência de gravação de ordens de negócios suspeitos, depois trata das falhas de controles internos da Gradual e, por fim, faz análise minuciosa da atuação dos diretores responsáveis pela implementação dos controles internos, cruzando as informações disponíveis para entender o papel de cada uma das pessoas envolvidas na narrativa. Foram empregados quase 50 parágrafos nessa seção.

44. Mais do que isso, a Acusação baseia-se em declarações da própria acusada, que mencionou em seu depoimento que Gabriel Júnior era responsável pela unidade da Gradual no Rio de Janeiro e que ele é quem fazia o controle das pessoas com papel de gerenciamento ali e viajava semanalmente para a cidade²⁷ – atuação esperada da diretora responsável nos termos da Instrução CVM nº 505/2011. Uma agente autônoma, ao ser perguntada sobre quem resolvia problemas com operadores e agentes autônomos naquela unidade, respondeu que “*era tudo direto com o Gabriel*”²⁸ e que caso alguma regra da corretora viesse a ser alterada, era Gabriel Júnior que viria ao Rio de Janeiro para falar sobre o assunto²⁹. Também a acusação de que Gizele Mora usurpou as funções de Evandro Campos é embasada no relato de ambos³⁰.

²⁷ Doc. 0324326 (05min40seg, 16min42seg e 21min30seg).

²⁸ Doc. 0346720 (05min53seg).

²⁹ Doc. 0346720 (49min5seg).

³⁰ Doc. 0324326 (16min42seg e 21min30seg) e Doc. 0324335 (02min32seg).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

45. Dessa forma, afasto também essa preliminar ao mérito.

IV. MÉRITO

IV.1. Da suposta prática de *front running*

Considerações preliminares

46. Em observância ao princípio da objetividade, adianto minha concordância com a tese acusatória de que Márcio Varejão e Márcia Coelho incorreram na prática de *front running*. Antes passar à análise do caso concreto, farei uma breve exposição sobre o ilícito em questão.

47. O *front running* é uma das espécies mais típicas do ilícito de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, cuja definição é disposta no inciso II, alínea “d”, da Instrução CVM nº 08/1979, vigente à época dos fatos³¹:

[C]onceitua-se como 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 do mercado.

48. Assim, em linha com os precedentes desta Autarquia³², depreende-se do comando legal que a caracterização do ilícito depende da constatação de **(i)** ocorrência de negociação com valores mobiliários; **(ii)** posição de desequilíbrio ou desigualdade para qualquer das partes, direta ou indiretamente, efetiva ou potencial; **(iii)** que o desequilíbrio ou desigualdade seja

³¹ A atual Resolução CVM nº 62/22 dispõe nos seguintes termos em seu art. 2º, inciso IV: “prática não equitativa: 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.”

³² Cf. PAS CVM nº 19957.011657/2019-40, Rel. Dir. Marina Copola, j. em 27.08.2024; PAS CVM nº 19957.003549/2018-12, de minha relatoria, j. em 31.10.2023; PAS CVM nº 19957.005174/2019-14, Rel. Pres. João Pedro Nascimento, j. em 11.10.2022. PAS CVM nº 19957.006130/2017-31, Rel. Dir. Flávia Perlingeiro, j. em 06.07.2021; PAS CVM nº 19957.001813/2020-06, Rel. Dir. Flávia Perlingeiro, j. em 22.09.2020; PAS CVM nº 10/2012, Rel. Dir. Henrique Machado, j. em 13.11.2018; PAS CVM nº 04/2010, Rel. Dir. Ana Novaes, j. em 23.11.2014.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

ilícito; e **(iv)** conduta dolosa – elemento subjetivo exigido em todos os ilícitos disciplinados pela Instrução CVM nº 08/1979, substituída pela Resolução CVM nº 62/2022³³.

49. Veja-se que não basta que haja desequilíbrio entre agentes de mercado para a caracterização do ilícito. O equilíbrio perfeito é impossível, seja de capacidade econômica, de interesses dos negociadores ou de acesso a informações úteis para a busca de lucros no mercado³⁴. Além disso, como bem pontuou o Diretor Henrique Machado no voto condutor do PAS CVM nº 10/2010³⁵, nem todo desequilíbrio é indesejável, uma vez que desequilíbrios podem advir da *expertise* e da análise técnica de determinados negociadores sobre determinado ativo³⁶. Assim, cabe ao intérprete definir, com base na lei e à regulação, quais desequilíbrios se enquadrariam enquanto juridicamente indesejáveis.

50. No caso do *front running*, o desequilíbrio ilegal é decorrente da quebra de dever de sigilo, geralmente por pessoa responsável por transmitir ou executar ordens. Trata-se de prática na qual um participante do mercado recebe informação privilegiada sobre a iminente realização de ordens em volume considerável (com potencial de impactar a precificação de ativos no mercado) e, em posse dessa informação, se adianta para realizar negócios vantajosos antes que

³³ 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”.

³⁴ Nas palavras de Friedrich Hayek, em um dos mais célebres textos da literatura econômica do século XX: “The peculiar character of the problem of a rational economic order is determined precisely by the fact that the knowledge of the circumstances which we must use never exists in concentrated or integrated form but solely as the dispersed bits of incomplete and frequently contradictory knowledge which separate individuals possess” (HAYEK, F. A. *The Use of Knowledge in Society*. Menlo Park: Institute for Humane Studies, 1977, p. 5).

³⁵ Nesse sentido: “é impossível imaginar uma situação em que duas partes estejam em situação absolutamente igual em uma negociação, seja em relação ao nível informacional, seja em relação ao interesse em realizar o negócio jurídico” (PAS CVM nº 10/2012, Rel. Dir. Henrique Machado, j. em 13.11.2018, p. 4).

³⁶ Por exemplo, um analista de investimentos especializado em mineração, em geral, terá maiores informações e conhecimento sobre esse mercado do que um profissional de marcenaria.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

seja concluída a operação “principal”, de modo a aproveitar as condições de mercado anteriores ao impacto esperado³⁷⁻³⁸.

51. Uma vez demonstrada essa sequência de fatos, estarão preenchidos os elementos objetivos do ilícito de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários. Como fartamente notado nos precedentes, o tipo prescinde de demonstração de quaisquer danos causados³⁹.

52. Seguir-se-á, então, a discussão sobre o elemento do dolo de auferir vantagem ilícita por meio do expediente, o que é especialmente importante no caso de acusados que sejam portadores secundários da informação privilegiada. É dizer: parece bastante razoável presumir que um operador que negocia ativos em momento especialmente oportuno, logo antes das ordens de seus clientes, tem o dolo específico de lucrar com a conduta; mais complicado é o caso de terceiros que negociam com base em informação recebida do operador, que podem ter diferentes níveis de consciência do ilícito em curso.

53. Como já tive oportunidade de expressar no âmbito do PAS CVM nº 19957.003549/2018-12, é de se esperar que existam poucos casos em que há provas claras acerca do uso de práticas não equitativas, na medida em que os agentes envolvidos envidam

³⁷ “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. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 553). Também: “Típico exemplo e práticas não equitativas são as operações conhecidas como *front running*, nas quais o agente, com conhecimento prévio de um determinado investidor – em geral, determinados investidores institucionais, tais como entidades fechadas de previdência complementar – irá adquirir certos papéis, antecipa-se ‘corre na frente’ e adquire aqueles ativos, para, em seguida, revendê-los por um preço maior, com certeza de lucro” (WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Infrações administrativas e crimes contra o mercado de capitais. In: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Direito do mercado de valores mobiliários. 2ª ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2022, pp. 229 e 230).

³⁸ Essa definição é corroborada pelos precedentes citados na nota 28, acima.

³⁹ Por todos, cito o voto do Relator Diretor Pablo Renteria no PAS CVM nº RJ2012/13605, j. em 23.08.2016: “Note-se, a propósito, que a produção de dano não é elemento do tipo administrativo em apreço, como amplamente reconhecido por este Colegiado. Assim, no *front running*, que talvez seja o exemplo mais emblemático de prática não equitativa, não se exige a comprovação do prejuízo sofrido pelo cliente do intermediário. Requer-se, antes disso, a demonstração de que o intermediário tomou conhecimento da intenção do cliente em montar posição relevante em certo papel e, antecipando-se ao movimento de alta que assim seria produzido, adquiriu o mesmo ativo, com o intuito de revendê-lo por preço superior. O exame da prática não equitativa centra-se, portanto, na conduta do agente e da vantagem por ele alcançada. Pode até ocorrer de o agente, após a integral realização do tipo, provocar algum dano, exaurindo, assim, o ilícito. Mas cuida-se, nessa hipótese, de consequência posterior à consumação do delito e, por isso mesmo, irrelevante para a sua configuração”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

grandes esforços para ocultar rastros de tal grave infração e, assim, eximir-se das consequências legais decorrentes. Nesse contexto, ganha importância a análise de indícios e contra indícios que constam nos autos.

54. No presente caso, a Acusação dividiu as operações suspeitas entre aquelas que possuíam registro das ordens, ocasião em que é mais fácil evidenciar a relação entre a realização de operações suspeitas e o recebimento de informação privilegiada pelos acusados, e aquelas que não possuíam registro das ordens, o que torna a constatação a avaliação muito mais sutil.

55. Consoante dispõe o art. 239 do Código de Processo Penal, “[c]onsidera-se indício a circunstância conhecida e provada, que, tendo relação com o fato, autorize, por indução, concluir-se a existência de outra ou outras circunstâncias”. No entanto, indícios, de forma isolada, não autorizam a condenação dos acusados, mas sim a prova indiciária, consistente em indícios convergentes e robustos aptos a permitir uma conclusão acerca dos fatos a serem provados, conforme jurisprudência pacífica desta Autarquia⁴⁰.

56. Feitas essas considerações iniciais, passo à análise do caso concreto.

Da atuação de Márcio Varejão

57. A Acusação identificou que Márcio Varejão, na qualidade de gestor do fundo B.P.E.H., teria realizado movimentações oportunas em antecipação a movimentos de outros clientes de M.R. em 4 ocasiões.

58. A primeira operação suspeita teria ocorrido **em 05.04.2013**, quando houve o seguinte diálogo:

⁴⁰ Neste sentido, importante transcrever excerto do voto do Diretor Otavio Yazbek, proferido no julgamento do PAS CVM nº 13/2009, j. em 13.12.2011: “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”. No âmbito do PAS CVM nº SP2021/374, j. em 19.07.2016, o Diretor Gustavo Tavares Borba, assinalou que “[...] amplamente aceita pela jurisprudência da CVM, a prova indiciária, ou seja, a existência de indícios múltiplos, veementes, convergentes e graves, que autoriz[em] uma conclusão robusta e fundada acerca do fato que se quer provado é válida para o convencimento do julgador.” No mesmo sentido: PAS CVM nº 19957.011140/2018-70, Rel. Dir. Gustavo Gonzalez, j. em 09.02.2021; PAS CVM nº 19957.011659/2019-39, Rel. Dir. Henrique Machado, j. em 15.06.2021; PAS CVM nº 19957.003480/2021-22, Rel. Dir. Fernando Galdi, j. em 14.10.2021.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

Márcio Varejão: *alô*

██████████ *Varejô?*

Márcio Varejão: *Fale*

██████████ *Lote gigante pra vender de ligrt viu cara, quinhentas mil... tá participando do OTD mas não tá com lote não... tá em 75.700 por enquanto.*

Márcio Varejão: *belê*

██████████ *tá, cara?*

Márcio Varejão: *pô, mas é a única que disputou que tá caindo 3%... é por isso né*

██████████ *pois é cara, tá só é vendendo né cara, não tem lote... o cara...*

Márcio Varejão: *tá, pode... vende aí pra mim então... cinquenta milzinho, tá?*

██████████ *Opa. Boto como?*

Márcio Varejão: *é, 25 do volume. 40 mil, 40 mil... não põe 10... cê vai vender a venda dele não vai?*

██████████ *Vou.*

Márcio Varejão: *Então põe 40 mil, é... 10% do volume, tá?*

██████████ *Tá bom.*

59. Trata-se da única conversa que mostra com mais clareza que (i) M.R. avisou Márcio sobre a venda fracionada de um grande lote em curso, (ii) Márcio manifesta que já tinha se dado conta de que o papel estava em queda e constata que se devia ao fato informado, (iii) Márcio decide vender 50.000 (cinquenta mil) ações, (iv) os interlocutores combinam a velocidade de venda a 10% do volume de negociações e (v) no meio tempo, Márcio confirma com M.R. se era ele próprio que executaria a venda do grande lote.

60. A ordem de venda de Márcio Varejão foi inserida no livro quando pouco mais de um terço do lote principal já havia sido negociado. Em razão da velocidade de venda combinada, a ordem do acusado foi totalmente exaurida apenas três horas e meia depois de inserida. Como demonstrado na tabela abaixo, na qual as ordens de Márcio Varejão estão listadas na última linha e as ordens do cliente com o lote principal estão apresentadas nas linhas anteriores⁴¹:

██████████		2.000.000	-	10:18 / 14:49	10:18:34; 11:02:08
		103.200	-	10:18 / 10:34:13	-
		596.800	-	10:35 / 11:02	-
		300.000	-	12:12 / 12:37	-
		1.000.000	-	14:40 / 14:49	-
██████████	30.200	230.200	-2.406,60[71]	14:39 / 16:41	10:20:12; 14:54:37
		230.200	-	14:39 / 15:19	-
	30.200		-	16:41:00	-

⁴¹ Com relação à leitura dessa tabela e das demais que refiram a negociações de ações, a primeira coluna se trata dos nomes dos operadores, a segunda coluna aponta a quantidade de ações compradas, a terceira a quantidade de ações vendidas, a quarta o resultado de eventual *day-trade*, a quinta o intervalo de cada operação, e a sexta o momento em que a ordem ou informação teria sido recebido. A primeira linha de cada operador corresponde ao somatório de todas as suas operações.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

61. Em sua defesa, Márcio Varejão argumentou que as operações questionadas estavam em linha com a estratégia do fundo, que contava com exposição de venda relevante em razão do pessimismo que possuíam em relação ao Brasil, e que os valores envolvidos, irrisórios em comparação à rentabilidade do fundo, demonstrariam que a Acusação não faz sentido.

62. Especificamente em relação à operação de 05.04.2013, afirmou que o diálogo com M.R. revela uma estratégia de calibragem da velocidade de execução da ordem que seria incompatível com a prática de *front running*, que precisaria ser rápida para aproveitar o cenário de mercado antes do impacto da ordem principal. No mesmo sentido, argumenta que a sua ordem não teria sido inteiramente executada apenas quando 56% do lote principal já havia sido vendido.

63. Argumenta ainda que a prática de informar fluxos de outros clientes seria comum no mercado brasileiro (aprofundo o tema a partir do item 93, abaixo) e que não houve *day-trade*, que seria mais comum *front running*. Ademais, argumenta que no momento da transmissão da informação do fluxo a I.B.C. já era destaque na venda de LIGT3 no dia, informação pública, de forma que não se poderia falar em transmissão de informação privilegiada.

64. Considero suficientemente clara a caracterização de *front running* nesta primeira ocasião, apesar de o procedimento adotado pelo acusado em posse da informação privilegiada tenha resultado em ganho irrisório.

65. Isso decorre do fato de que, como já dito, o tipo de prática não equitativa definido no inciso II, “d”, da Instrução CVM nº 08/1979 prescinde da aferição de efetiva vantagem econômica do acusado.

66. Assim sendo, resta claro que foi efetivada uma operação no mercado; que o acusado estava em posição de desequilíbrio ilícito em relação ao restante dos agentes de mercado, uma vez que, apesar de o ativo em questão já ter apresentado queda em razão da efetivação da venda de pouco mais de um terço do lote principal, não era público o fato de que a venda de um grande lote ainda estava em efetivação; o diálogo deixa claro que a decisão de venda de Márcio se deu em resposta à informação privilegiada recebida, demonstrando o interesse específico em tirar vantagem (ou evitar perda) naquela situação.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

67. A segunda operação colocada sob suspeita ante evidências mais robustas foi realizada em **14.06.2013**, quando foram realizadas as negociações que constam na tabela abaixo, na qual as operações do cliente com lote principal estão nas linhas primeira a quinta, e as operações realizadas por Márcio Varejão estão nas linhas sexta a oitava:

		2.000.000	-	10:18 / 14:49	10:18:34; 11:02:08
		103.200	-	10:18 / 10:34:13	-
		596.800	-	10:35 / 11:02	-
		300.000	-	12:12 / 12:37	-
		1.000.000	-	14:40 / 14:49	-
	30.200	230.200	-2.406,60[71]	14:39 / 16:41	10:20:12; 14:54:37
		230.200	-	14:39 / 15:19	-
	30.200		-	16:41:00	-

68. Dois elementos indicariam à Acusação a possibilidade de *front running*: em primeiro lugar, o fundo gerido por Márcio Varejão teria executado uma ordem de venda de 100.000 (cem mil) ações PETR4 às 14h39min19seg, apenas 54 segundos antes de outro cliente de M.R. ter executado a ordem de 1.000.000 (um milhão) de ações PETR4. Note-se que o lote principal era de 2.000.000 (dois milhões) de ações, ou seja, não foi inteiro adiantado. Porém entra aí o segundo elemento, uma ligação gravada acidentalmente (ao fundo da gravação de ordem feita a outro agente autônomo de investimentos) entre o acusado e M.R. às 14h54, onde Márcio é avisado de que ainda havia mais 1.000.000 (um milhão) de ações a serem vendidas:

██████████ *bate lá Varejo, vai cara!*

Márcio Varejão: *espera... cê já tá vendendo, já?*

██████████ *tô*

Márcio Varejão: *vende quanto?*

██████████ *um milhão de ações*

69. Aqui é importante notar que a Acusação reuniu uma série de evidências de que M.R. tinha o costume de utilizar excessivamente o telefone celular à mesa de operações, em desacordo às regras da corretora na qual trabalhava, de forma que a ausência de gravação completa da comunicação poderia ser explicada pelo uso indevido do celular, conforme exposto nos itens 44 e 45 do Relatório.

70. Com relação a essa operação, o acusado parece admitir que recebeu a informação privilegiada pela manhã, mas argumenta que apenas teria negociado 4 horas depois de recebê-la, quando a informação sobre a massiva venda do papel já era pública no mercado.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

71. Ocorre que a informação sobre o volume do lote principal e o momento de inserção da ordem de sua segunda metade não eram públicas e podem ser consideradas informação privilegiada – e o próprio diálogo transcrito acima deixa claro que Márcio não tinha acesso a ela anteriormente. Assim, considero que, muito embora o acusado não tenha adiantado todo o lote principal nessa ocasião, restou comprovado que ele negociou ativos com interesse específico de auferir vantagem da posição de desequilíbrio ilícito em relação aos demais agentes de mercado.

72. Assim, restou comprovada a segunda prática dolosa de *front running*.

73. A terceira operação ocorreu, cronologicamente, entre as duas anteriores, **em 18.04.2013**. Nela a Acusação destacou a venda em momento oportuno de 90.000 (noventa mil) ações BBDC4 anteriormente à ordem de venda de 300.000 (trezentas mil) unidades da mesma ação por outro cliente de M.R., como se depreende da tabela abaixo:

			900.000	-	12:06:46 / 17:04:54
			200.000	-	12:06:46 / 13:51:31
			280.000	-	13:52:31 / 15:58:12
			420.000	-	15:59:09 / 17:04:54
		90.000	90.000	5.350,00	16:04:53 / 17:40:11
			90.000	-	16:04:53 / 16:11:40
		50.000		-	17:04:54
		13.600		-	17:16:09 / 17:18:25
		26.400		-	17:20:27 / 17:40:11

74. Em adição à execução oportuna da ordem de venda que resultou em lucro no *day-trade*, a Acusação destacou que M.R. recebeu ordem de venda de 300.000 (trezentas mil) ações do outro cliente via mensageria às 15h57⁴², 7 minutos antes da ordem de Márcio Varejão, que não foi registrada por meios detectáveis. A única ordem de negociação do ativo em questão registrada pelo acusado naquele dia foi a seguinte:

⁴² Doc. 0291905.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

16:12:41 [REDACTED]: Update
BBDC4 V 90.000@31,9557
MPLU3 V 70.000@32,2714
OGXP3 C 500.000@1,2500
16:12:43 [REDACTED]: zerado
16:12:46 [REDACTED]: obg
16:25:58 **Márcio Varejão**: financeiro da bbdc4, pf
16:26:17 [REDACTED]: 2.876.011.00
(...)
17:03:47 [REDACTED]: irmao
17:04:00 [REDACTED]: faltam 100k de bbdc pra zerar
17:04:17 **Márcio Varejão**: casa 50k no .90
17:04:20 **Márcio Varejão**: pode ser?
17:04:23 [REDACTED]: pode
17:04:26 **Márcio Varejão**: chado
17:09:20 [REDACTED]: Update
BBDC4 C 50.000@31,9000
BBDC4 V 90.000@31,9557
MPLU3 V 70.000@32,2714
OGXP3 C 500.000@1,2500
17:12:38 [REDACTED]: obg

75. Pela coincidência temporal, fica claro que Márcio se aproveitou das últimas vendas do lote principal realizadas naquele dia para liquidar parte das operações de compra que ele fez para compensar as vendas realizadas mais cedo. Segundo a acusação, teríamos aqui mais um exemplo da possível utilização de telefone celular pelo agente autônomo de investimento.

76. Sobre essa operação, Márcio Varejão argumentou que (i) segundo sua memória, tratava-se de ordem condicionada a que ação chegasse ao preço de R\$ 35,00, de forma que o fator temporal era irrelevante para a operação, (ii) o papel já vinha sendo vendido desde o meio-dia, ao passo que a operação em suspeita ocorreu apenas após as 16h; (iii) dessa forma a informação de venda do referido papel era pública; (iv) quando Márcio Varejão iniciou sua operação, mais de metade da ordem do outro cliente já teria sido executada.

77. Uma vez que os três últimos argumentos já foram enfrentados em relação às operações já analisadas, me limito a registrar que a memória do acusado se mostrou falha neste tópico por dois motivos principais: porque, como já dito, a ordem para negociação dos ativos, seja das vendas ou das compras realizadas no dia, não foi registrada por meios detectáveis; e porque o ativo jamais foi negociado por ele ao preço de R\$ 35,00 naquele pregão⁴³.

⁴³ Veja-se o registro das operações que consta no item 21 do Relatório.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

78. Sendo dessa forma, e levando em consideração o expediente já bem delineado nas ocasiões anteriores, manifesto o meu entendimento de que também aqui houve a prática de *front running*.

79. Na última operação suspeita levantada pela Acusação consiste em operação de *day-trade* em momento oportuno por Márcio Varejão. O diferencial aqui é que não somente o acusado, mas também outros dois clientes de M.R. auferiram vantagem com a situação, como é possível ver na tabela, onde as negociações do fundo gerido por Márcio são apresentadas nas linhas sexta, sétima e oitava:

		1.176.900		-	12:24:42 / 16:35:42
		29.100		-	12:24:42 / 12:30:41
		45.800		-	12:31:39 / 12:41:41
		254.200		-	12:42:40 / 13:42:39
		847.800		-	13:43:41 / 16:35:42
	100.000	100.000		3.061,00	12:30:42 / 15:40:07
		100.000		-	12:30:42
	100.000			-	15:32:01 / 15:40:07
	20.000	20.000		400	12:42:27 / 15:33:35
		20.000		-	12:42:27
	20.000			-	15:33:18 / 15:33:35
	100.000	100.000		1.659,00	13:42:46 / 15:23:08
		100.000		-	13:42:46 / 13:55:15
	100.000			-	14:53:09 / 15:23:08

80. Nesse ponto, a defesa argumentou que a principal motivação de Márcio Varejão teria sido a perspectiva negativa que a gestora em que ele trabalhava adotava em relação ao mercado acionário brasileiro. Cita-se uma oferta muito grande de aço por parte da China no momento, que ensejaria a venda de qualquer maneira, a despeito de qualquer informação de fluxo.

81. Considero que a simples constatação de que Márcio Varejão realizou movimentação oportuna nesse dia não poderia ter o condão de ensejar qualquer condenação.

82. A despeito disso, o conjunto dos indícios convergentes colacionados nos autos do presente PAS permitem um olhar de maior desconfiança para a operação. Chama atenção, ainda, o fato de que outros clientes do mesmo agente autônomo de investimento também obtiveram vantagem com o fluxo naquela mesma ocasião.

83. Por fim, a defesa do acusado aprofunda a desconfiança: se a gestora em que trabalhava



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

o acusado tinha a postura de pessimismo em relação ao mercado brasileiro, por qual razão o papel foi recomprado horas depois? Se, de um lado, é difícil entender por que o gestor de um fundo bilionário praticaria *front running* para obter vantagem de pouco mais de R\$ 3.000,00, por outro lado parece ainda mais inverossímil que o gestor renuncie a sua tese de investimento apenas com vistas a alcançar um lucro nesse montante.

84. Sendo assim, considero que a Acusação logrou êxito de comprovar a realização de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários por Márcio Varejão.

Da atuação de Márcia Coelho

85. Também no caso de Márcia Coelho a Acusação identificou quatro situações que indicariam possível exercício de *front running*.

86. Na primeira operação suspeita, realizada em **01.11.2013**, a acusada teria vendido R\$ 50.000 (cinquenta mil) ações PETR4 em antecipação a outro cliente de M.R. e recomprado 20 minutos depois, com um lucro de mais de R\$ 8.000,00 (oito mil reais)⁴⁴. A operação foi precedida do seguinte diálogo, onde M.R. avisa sobre a venda iminente por mensagem:

10:15:06 [REDACTED] *vms vender petr4?*
10:15:15 [REDACTED] *to com venda grde*
10:15:47 Márcia Coelho: *Vamos*
10:15:59 Márcia Coelho: *50?*
10:16:07 [REDACTED] *sim*
10:16:45 Márcia Coelho: *Ok*
(...)
10:33:52 [REDACTED] *vamos comprar petr4 a 20.01?*
10:34:18 Márcia Coelho: *Vamos*

87. Em sua defesa, Márcia Coelho sustentou não poderia ser responsabilizada pois não teria agido com dolo, requisito para a configuração do ilícito de prática não equitativa na espécie de *front running*. Apontou, ainda, que a Área Técnica não teria identificado qual seria a operação principal desde a qual se derivaria a ação de *front running*. Dessa forma, não seria possível afirmar qual a informação privilegiada que M.R. teria passado a Márcia Coelho.

88. De fato, considero que houve uma lacuna da Acusação em relação a essa operação em específico, única em que se deixou de lado o procedimento de demonstrar pormenorizadamente

⁴⁴ Doc. 0303426.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

as negociações realizadas pela acusada em comparação com as ordens inseridas pelo cliente negociador do “lote principal”.

89. Essa operação, no entanto, serve de forte indício do dolo empregado por Márcia Coelho, na medida em que demonstra que ela realizou uma decisão de investimento impulsionada por informação sobre negócio de terceiros fornecida pelo agente autônomo de investimentos.

90. Como já explorado nas considerações gerais acima, é sempre delicado entender o nível de consciência que portadores secundários da informação privilegiada possuem a respeito do ilícito em curso. Entretanto o diálogo deixa evidente que a acusada não estava apenas recebendo uma “recomendação de investimentos” de M.R., mas sim informação privilegiada sobre negociação iminente (“*to com venda grde*”), da qual ele sugeria tomar proveito por meio do adiantamento de operação no mesmo sentido (“*vms vender petr4?*”).

91. **No mesmo dia**, o mesmo expediente foi adotado em negociações com ações CIEL3, conforme mostra a tabela abaixo:

Nome	Quantidades		Resultado (<i>day-trades</i>)	Intervalos
	Compra	Venda		
	50.000		-	10:41:27 / 10:58:45
MARCIA ANDREIA SOARES PEREIRA COELHO	6.000	6.000	1.181,00	11:37 / 12:28
	6.000		-	11:37 / 11:46
		6.000	-	12:02 / 12:28
	600	600	0	12:04 / 12:34
		600	-	12:04 / 12:14

92. A realização de *front running* estaria indicada pelo diálogo transcrito abaixo:



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

11:11:35 **Márcia Coelho:** *o que vc acha de ggbr?*
11:11:54 [REDACTED]: *nao tenho tido nada nela depois daquela venda*
11:12:17 [REDACTED]: *deixa eu te falar ,vamos no fluxo pls*
11:12:37 **Márcia Coelho:** *ok*
(...)
11:53:18 [REDACTED]: *a petr4 voltou toda*
11:53:32 **Márcia Coelho:** *hum*
11:53:52 **Márcia Coelho:** *ai tem lote nao?*
11:54:08 [REDACTED]: *vendi 1mm de acoes mais parei*
11:54:19 **Márcia Coelho:** *nossa*
11:54:46 [REDACTED]: *enetendeu agora*
11:54:52 **Márcia Coelho:** *ahan*
(...)
12:29:18 [REDACTED]: *CIEL3 C 6.000 67,4422*
CIEL3 V 6.000 67,6390
12:29:24 [REDACTED]: *zerado*
12:29:43 [REDACTED]: *da pra pagar um almoco*
12:29:59 **Márcia Coelho:** *Ô*
12:30:04 **Márcia Coelho:** *com sobremesa e tudo*
12:30:11 [REDACTED]: *kkkkk*
12:30:16 **Márcia Coelho:** *boa*
12:30:23 **Márcia Coelho:** *vc é 10*
12:30:42 [REDACTED]: *antes fosse*
12:30:56 **Márcia Coelho:** *claro que é*
12:31:27 [REDACTED]: *vms tentar recuperar tudo esse mês*
12:31:45 **Márcia Coelho:** *nossa, é tudo que eu quero*
12:32:02 **Márcia Coelho:** *ai , vc vai ser ainda mais o meu idolo*
12:32:05 **Márcia Coelho:** *ahahahah*
12:32:08 **Márcia Coelho:** *serio ta?*
12:34:37 [REDACTED]: *agente vai*
12:34:49 [REDACTED]: *mas vms no fluxo dai nao tem erro*
12:35:10 **Márcia Coelho:** *tem razão*

93. No entender da Acusação, a prática realizada pelo M.R. de informar o “fluxo” de ordens para os clientes deveria ser entendida como um efetivo repasse de informação privilegiada a ser utilizada para a execução de operações no mercado de valores mobiliários, haja vista a operação de compra de ações CIEL3. Corroborariam a importância da informação sobre o “fluxo” no processo de decisão o uso de expressões como “*vamos no fluxo pls*” e “*mas vms no fluxo dai não tem erro*”.

94. Noto que, embora tanto as defesas de Márcio Varejão quanto de Márcia Coelho argumentem que é uma prática normal de mercado que o agente ou operador “repasse o fluxo” das operações que ele tem em mãos, é necessário fazer uma distinção importante: uma coisa é o agente autônomo de investimentos ter um cliente interessado em vender um grande lote de ações e sondar, dentro dos limites do sigilo profissional, se outros agentes de mercado relevantes têm interesse de dar liquidez à operação; outra, completamente diferente, é repassar informações sigilosas indicando expressamente a outros clientes que se antecipem à negociação para lucrar com o desequilíbrio informacional no mercado.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

95. Com isso, o agente não está casando ordens, mas induzindo a prática *front running*.
96. Tentando passar ao largo dessas menções ao “fluxo”, a defesa de Márcia Coelho argumenta que o diálogo acima refletiria tão somente uma atuação indevida de M.R. como consultor de investimentos da acusada. Mesmo se fosse esse o caso, poderíamos entrar em discussões mais aprofundadas sobre a “cegueira deliberada”. Entretanto, pelas razões já explicitadas, esse não é o caso, pelo que entendo que a alegação não deve prosperar.
97. Considero, portanto, que há indícios suficientes de que Márcia Coelho praticou *front running* dolosamente em ambas as operações realizadas em 01.11.2013.
98. De modo parecido, em 14.11.2013 Márcia Coelho teria se decidido pela compra de 10.000 (dez mil) ações de CIEL3, papel que M.R. operaria em grande quantidade para outro de seus clientes. No entender da Área Técnica o diálogo gravado entre a investidora e o agente autônomo de investimentos evidenciaria que a primeira teria tomado sua decisão com base em informações privilegiadas repassadas por meio de mensagens de *whatsapp*, como transcrito abaixo:

PREGÃO de 14.11.2013 (Skype da corretora)

10:40:03 AM **Márcia Coelho:** Prejuízo dsnado
10:40:22 AM [REDACTED]: vamo recuperar
10:42:35 AM **Márcia Coelho:** Temm que ser hj????
10:42:37 AM **Márcia Coelho:** Kkkk
10:42:47 AM [REDACTED]: ve seu wapp
10:43:07 AM **Márcia Coelho:** Acho q podemos comprar mais ta?
10:43:37 AM [REDACTED]: comprar o que?
10:45:01 AM **Márcia Coelho:** Ciel 10k 66.60
10:45:41 AM [REDACTED]: ok
(...)
11:24:15 AM [REDACTED]: Update
BVMF3 V 22.500 11,9000
CMIG4 C 20.000 19,2439
CMIG4 V 8.500 19,0713
HRTP3 C 400.000 0,8482
11:24:52 AM **Márcia Coelho:** Olha o wpp
11:26:59 AM **Márcia Coelho:** Ok
11:27:22 AM **Márcia Coelho:** Cope comprar aos poucos HRTP
11:27:35 AM **Márcia Coelho:** Le wpp
11:30:58 AM [REDACTED]: Update
BVMF3 V 22.500 11,9000
CMIG4 C 20.000 19,2439
CMIG4 V 8.500 19,0713
HRTP3 C 492.100 0,8466

99. Aqui volta ao centro da discussão o uso excessivo do telefone celular por M.R., que ensinaria os ilícitos analisados.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

100. A esse respeito, a defesa sustentou que quem ordenou a compra de ações CIEL3 foi a própria Márcia Coelho, o que impediria que ela tivesse recebido qualquer informação privilegiada. Tal alegação ignora a evidência robusta de que o diálogo acima não reflete uma decisão de investimentos autônoma de Márcia Coelho, uma vez que fica claro que os envolvidos estavam conversando paralelamente por *whatsapp* e as ordens apenas eram formalizadas por meio registrável.

101. Não cabe ao julgador especular o tom exato das conversas paralelas das quais não temos registro nos autos do presente PAS. A questão aqui é perceber que foram reunidos indícios convergentes que tornam bastante verossímil a conclusão de que, uma vez que (i) o agente autônomo detinha informação privilegiada, (ii) ele conversou paralelamente com a acusada e (iii) a acusada realizou operação no mercado de valores mobiliários em *timing* propício para auferir vantagem em face da negociação que M.R. estava prestes a fazer, então Márcia Coelho praticou *front running*.

102. Por fim, a última operação sob suspeita ordenada por Márcia Coelho foi a realizada em 02.01.2014, com ações HGTX3, conforme a tabela abaixo:

	31.793		-	10:38 / 15:18
	3.396		-	10:38 / 15:18
	201		-	10:39 / 14:51
MARCIA ANDREIA SOARES PEREIRA COELHO	13.300	13.300	15	10:32:49 / 15:06:11
	5.000		-	10:32:49 / 10:36:13
		5.200	-	12:53:47 / 13:01:08
	700		-	13:02:41 / 13:25:36
		500	-	13:30:45
	3.000		-	13:38:29 / 13:45:08
		1.600	-	14:10:19 / 14:11:13
	3.600		-	14:19:00 / 14:28:40
		6.000	-	14:51:08 / 15:02:36
	1.000		-	15:05:55 / 15:06:11

103. Com relação à operação, a Acusação notou que não foi apresentado nenhum registro de transmissão da ordem. Segundo a Gradual, o registro de transmissão da ordem não pôde ser resgatado em razão de falhas no sistema de mensageria que a referida corretora se utilizava à época dos fatos. A defesa, por sua vez, argumenta que a falta de registros impede a formação de opinião sobre a prática ou não de *front running*.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

104. Concordo que nesta ocasião não há como formar juízo sobre a prática de *front running*. A operação serve apenas para evidenciar que por mais uma vez Márcia Coelho fez movimentação especialmente conveniente em que obteve vantagem por negociar anteriormente a um outro cliente de M.R.

IV.2. Das supostas falhas em regras, procedimentos e controles internos da Gradual

105. Após reunir indícios e evidências acerca da prática de *front running*, a Acusação entendeu que as infrações só teriam sido possíveis em razão de deficiências nos mecanismos de controles internos da Gradual.

106. A Acusação voltou especial atenção a esse aspecto em razão do importante papel que desempenham os intermediários na regulação do mercado de capitais, como expresso pelo Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa no voto condutor do PAS CVM nº 02/02, j. em 17.01.2007:

[O]s intermediários existem, justamente, para dar confiança e solidez ao mercado. Os intermediários atuam como auxiliares do regulador. São, por isso, chamados na literatura de gatekeepers. Assim, se é apenas reprovável que os intermediários descumpram suas obrigações, quando se trata de questões de mercado, é inadmissível que eles sejam meios necessários para, conscientemente, realizar no mercado operações ilegítimas [...].

107. Como já dito acima, a Área Técnica notou o uso excessivo de aparelho celular por M.R., em infração às regras de *Compliance* da Gradual, sem que a corretora aplicasse punição alguma ao referido agente autônomo de investimentos. Isso teria possibilitado que ele se comunicasse com seus clientes e passasse informações privilegiadas.

108. Segundo informações e depoimentos colhidos pela Área Técnica, a corretora não era rígida no tocante ao uso de celulares e nem fiscalizava a prática, não havendo qualquer responsável por essa atividade⁴⁵, em infração ao disposto no art. 17, inciso II, da Instrução CVM nº 497/2011. Além disso, embora os depoimentos de Gabriel Júnior, Gizele Mora e R.R.P., corroborem a existência de um sistema de câmeras na filial do Rio de Janeiro, a Área Técnica

⁴⁵ Docs. 0300853 e 0346720.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

considerou que ele, na prática, não teria tido eficácia alguma para verificar a adequação de atuação dos agentes autônomos de investimentos que operavam na Gradual⁴⁶.

109. Além disso, a Acusação argumentou que o sistema de acompanhamento de ordens implementado pela Gradual seria inadequado, a começar pelo fato de que houve ausência ou parcialidade no registro das ordens de algumas das operações discutidas acima. No âmbito deste PAS, a Área Técnica requereu a apresentação de 22 registros de ordem pela Gradual, que entretanto não detinha 8 deles, mais de um terço, portanto⁴⁷.

110. O funcionário responsável por essa área fazia a seleção, por amostragem, de duas a cinco ordens por dia para apurar a forma de transmissão, os interlocutores e o teor dos diálogos. Ao final do mês as informações extraídas nesse processo seriam transformadas em um Relatório Mensal a ser submetido às áreas de *Compliance* e Operacional⁴⁸, o que, na visão da Área Técnica, seria insuficiente para cancelar os processos adotados pela Gradual, que intermediava centenas de operações diárias, em infração ao art. 3º, §3º, inciso I, e ao art. 13 da Instrução CVM nº 505/2011⁴⁹.

111. Outro aspecto analisado pela Acusação é o registro supostamente errôneo dos diretores estatutários da Gradual no Cadastro CVM, o que violaria o §1º do art. 4º da Instrução CVM nº 505/2011⁵⁰. Segundo as cópias das Atas das Assembleias Gerais Extraordinárias realizadas pela Gradual, o quadro de diretores no período analisado por este PAS era o seguinte:

⁴⁶ Os depoimentos constam nos Docs. 0324343, 0324326 e 0324314, respectivamente.

⁴⁷ Doc. 0301807.

⁴⁸ Veja-se o item 47 do Relatório.

⁴⁹ Art. 3º O intermediário deve adotar e implementar:

I – regras adequadas e eficazes para o cumprimento do disposto na presente Instrução; e

II – procedimentos e controles internos com o objetivo de verificar a implementação, aplicação e eficácia das regras mencionadas no inciso I.

§ 3º São evidências de implementação inadequada das regras, procedimentos e controle internos:

I – a reiterada ocorrência de falhas; e

II – a ausência de registro da aplicação da metodologia, de forma consistente e passível de verificação.

Art. 13. O intermediário deve arquivar os registros das ordens transmitidas pelos clientes e as condições em que foram executadas, independentemente de sua forma de transmissão.

⁵⁰ § 1º A nomeação ou a substituição dos diretores estatutários a que se referem os incisos I e II deve ser informada à CVM e às entidades administradoras dos mercados organizados em que o intermediário seja autorizado a operar, se for o caso, no prazo de 7 (sete) dias úteis.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

NOME	FUNÇÃO	INÍCIO DO MANDATO	FIM DO MANDATO
	Diretora sem designação específica	30.4.2012 (reeleição)	-
Evandro Soeiro Campos	Diretor sem designação específica	21.5.2012	30.1.2014* (renúncia)
Gizele Vicente Mora	Diretora sem designação específica	22.5.2012	2.5.2014
Gabriel Paulo Gouvêa de Freitas Júnior	Diretor sem designação específica	8.3.2013	-

112. Todavia, os diretores indicados no Cadastro da CVM para os assuntos de que trata o presente Inquérito Administrativo eram:

Nome	ICVM Nº 497/2011	ICVM Nº 505/2011	Controles Internos
Evandro Soeiro Campos	10.7.2012 a 29.1.2014	-	10.7.2012 a 29.1.2014
Gizele Vicente Mora	-	10.7.2012 a 13.7.2014	22.5.2012 a 9.7.2012
Gabriel Paulo G. de F. Júnior	desde 30.1.2014	desde 14.7.2014	-
	-	-	desde 30.1.2014

113. Além da discrepância entre as tabelas, foram colhidos diversos depoimentos ao longo do Inquérito Administrativo que apontaram para a possível violação aos incisos I e II do art. 4º da Instrução CVM nº 505/2011⁵¹.

114. Isso porque a diretora responsável pela efetivação do inciso I perante a CVM no período em análise seria Gizele Mora, mas o responsável efetivo pela aplicação da norma na filial do Rio de Janeiro, onde M.R. trabalhava, seria Gabriel Júnior. Essa tese é corroborada pelos depoimentos de Gizele Mora⁵², de R.R.P.⁵³, prestador de serviços da área de *Compliance* da corretora, de C.G.⁵⁴, agente autônoma de investimentos que trabalhava na filial carioca da Gradual à época dos fatos como espécie de supervisora, mas sem as funções ou atribuições de gerência, e pelo depoimento do próprio Gabriel Júnior⁵⁵.

⁵¹ Art. 4º O intermediário deve indicar:

I – um diretor estatutário responsável pelo cumprimento das normas estabelecidas por esta Instrução; e

II – um diretor estatutário responsável pela supervisão dos procedimentos e controles internos previsto no inciso II do caput do art. 3º.

⁵² Doc. 0324326.

⁵³ Doc. 0324314.

⁵⁴ Doc. 0346720.

⁵⁵ Doc. 0324343.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

115. Ainda com relação às atribuições dos diretores estatutários, à época dos fatos o responsável pela supervisão dos procedimentos e controles internos seria Evandro Campos, contudo, quando questionado, ele teria dito que dividia as responsabilidades de sua área com Gizele Mora, e que o responsável por supervisionar os procedimentos de controles internos na filial do Rio de Janeiro era Gabriel Júnior⁵⁶, o que foi corroborado pelo relato de C.G.⁵⁷.

116. O depoimento de Evandro Campos foi parcialmente corroborado pelo de Gizele Mora, que disse ter sido responsável pela área de Controles Internos da Gradual nos dois últimos anos em que trabalhou na corretora, mas que as atividades de controles internos estavam, na realidade, subordinadas à área de *BackOffice* que tinha Gabriel Júnior como responsável⁵⁸.

117. Considerando as referidas evidências, a Área Técnica entendeu que a Gradual teria permitido que, na prática, Gabriel Júnior, em relação à filial do Rio de Janeiro, e Gizele Mora, em relação às demais instalações da Gradual, exercessem, à época dos fatos, atividades que eram de atribuição de Evandro Campos, tornando parcialmente falsas as informações cadastrais prestadas à CVM, em infração ao art. 1º, inciso I, c/c art. 4º, inciso II, ambos da Instrução CVM nº 505/2011, assim como o art. 17, inciso VII, da Instrução CVM nº 497/2011⁵⁹.

118. Ademais, como Gabriel Júnior, segundo seu próprio relato⁶⁰, era o único responsável pela filial no Rio de Janeiro, teria acumulado as funções de supervisão dos procedimentos e controles internos, as relacionadas à mesa de operações da corretora e as de responsável pelo cumprimento das normas estabelecidas na Instrução CVM nº 505/2011, infringindo assim o art. 4º, §§ 2º e 3º, da Instrução CVM nº 505/2011⁶¹.

⁵⁶ Doc. 0324335 (24min16seg).

⁵⁷ Doc. 0346720 (05min14seg).

⁵⁸ Doc. 0324326 (05min40seg).

⁵⁹ Art. 17. A instituição integrante do sistema de distribuição deve:

VII - nomear um diretor responsável pela implementação e cumprimento dos incisos I a VI, bem como identificá-lo e fornecer seus dados de contato em sua página na rede mundial de computadores.

⁶⁰ Doc. 0324343.

⁶¹ § 2º As funções a que se referem os incisos I e II do caput não podem ser desempenhadas pelo mesmo diretor estatutário.

§ 3º A função a que se refere o inciso II do caput não pode ser desempenhada em conjunto com funções relacionadas à mesa de operações do intermediário.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

119. Como já explorado no âmbito das preliminares acima, considero que, embora realmente pudesse exercer o papel de responsável na prática, a Gradual tinha responsáveis apontados pela CVM – os quais não acumulavam os cargos indevidamente. Dessa forma, já afasto de pronto tais acusações.

120. No mais, tendo em vista que a Gradual não apresentou defesa, o mérito das acusações formuladas contra ela será analisado em conjunto com as acusações a Gabriel Júnior, Gizele Mora e Evandro Campos.

121. Nesse sentido, importa notar que a defesa de Gabriel Júnior argumentou que um dos elementos indispensáveis para a configuração do ilícito disposto no art. 3º da Instrução CVM nº 505/2011 seria a reiterada ocorrência de falhas nos controles internos⁶², o que não se verificaria no presente caso, haja visto o reduzido espaço amostral das operações analisadas pela Área Técnica em relação ao volume total de operações executadas pela corretora. Uma vez que a obrigação de zelo é de meio e não de fim, assim, a existência de um erro ou falha não implicaria necessariamente em responsabilização.

122. A esse respeito, entendo que a Acusação, de fato, não fez o esforço de demonstrar pormenorizadamente a existência de reiterada ocorrência de falhas. Porém questão aqui é outra: localizadas falhas graves, que ensejaram o cometimento de ilícitos contra o mercado, a Autarquia pediu informações e documentos da Gradual que pudessem comprovar a diligência e implementação de sistemas e controles internos suficientes para evitar casos parecidos e o resultado foi o colhimento de relatos convergentes de que esse expediente não era adotado.

123. Gabriel Júnior argumentou ainda que a Gradual possuía, à época, diversos manuais e procedimentos escritos cujo cumprimento era sempre verificado pela área de *Compliance*, porém não juntou qualquer evidência disso, enquanto os relatos expostos no item 108, acima, apontam para um acompanhamento frouxo dos procedimentos. O próprio agente autônomo de investimentos M.R. afirmou em depoimento que a filial do Rio de Janeiro não tinha compliance, que essa área ficava apenas em São Paulo⁶³.

⁶² 3º São evidências de implementação inadequada das regras, procedimentos e controle internos: I – a reiterada ocorrência de falhas.

⁶³ Doc. 0346742 (24min37seg).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

124. O único exemplo de diligência oferecido foi a aplicação de advertências a três agentes autônomos de investimento no ano de 2013. Apesar disso, não há qualquer evidência de acompanhamento sobre o uso de celular pelos agentes.

125. Gabriel Júnior sustentou, por fim, que os ganhos auferidos com as supostas práticas de *front running* não chegariam a mais de R\$ 15.000,00 (quinze mil reais), e, portanto, com base no princípio da insignificância, os danos não seriam suficientemente relevantes para ensejarem o dispêndio de recursos por parte da Autarquia no curso deste PAS.

126. Noto, porém, que a significância do presente PAS não decorre dos lucros auferidos pelos envolvidos, mas da seriedade dos temas discutidos para a higidez do funcionamento do mercado e o seu prestígio perante o público investidor.

127. Sendo dessa forma, as alegações de Defesa de Gabriel Júnior não têm o condão de afastar as acusações que pesam contra a Gradual em relação a falha na implementação de controles internos, falha no registro de ordens e falha na supervisão dos agentes autônomos de investimento.

Da atuação de Gizele Mora

128. Em primeiro lugar, Gizele Mora alegou que, com base no art. 1º c/c Anexo I, inciso XV da Instrução CVM nº 510/2011, a pessoa responsável pela inclusão de dados no Cadastro seria o presidente e CEO da Gradual F.F.B.L. por meio do departamento jurídico da empresa, e não Gizele Mora.

129. Nesse tocante, a defesa confunde a responsabilidade pelo Formulário Cadastral, obrigação informacional de periodicidade mínima anual exigida por esta CVM aos regulados, com o cumprimento das obrigações previstas na Instrução CVM nº 505/2011, que era de sua responsabilidade.

130. De todo modo, em linha com o julgamento preliminar, considero que não houve qualquer erro no preenchimento dos formulários, i.e., a eleição de determinados diretores para exercer responsabilidades previstas na Instrução CVM nº 497/2011 e na Instrução CVM nº 505/2011 foi devidamente comunicada a esta Autarquia.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

131. Em seguida, a defesa sustentou que Gizele Mora não teria exercido concomitantemente as funções de Diretora responsável pelo cumprimento da Instrução CVM nº 505/2011 e de Diretora de Controles Internos, conforme a tabela apresentada pela própria Acusação. Argumentou que o responsável pela área de Controles Internos no período analisado eram Gabriel Júnior, em especial no que tocasse a filial do Rio de Janeiro, e Evandro Campos.

132. A argumentação da acusada esbarra na própria natureza da Acusação, que consiste justamente na constatação, por meio de relatos convergentes colhidos nos depoimentos – inclusive da própria Gizele Mora, de que a realidade operacional da Gradual não refletia os cargos e funções apontados no Cadastro da CVM.

133. É importante aclarar que a imputação por não ter agido com probidade, boa-fé e ética profissional, em infração ao disposto no art. 4º, §4º, da Instrução CVM nº 505/2011, tem como base exatamente o fato de que a acusada, enquanto diretora responsável pelo cumprimento normativo, eximiu-se de sua responsabilidade em relação à filial do Rio de Janeiro. O diretor responsável apontado perante a CVM deve atuar diligentemente para promover o compliance regulatório de toda a sociedade por ele administrada e não apenas de uma filial.

134. Tanto Gizele Mora não demonstrou entender esse ponto que por diversas vezes reafirmou que Gabriel Júnior era o verdadeiro responsável pela filial do Rio de Janeiro em sua defesa. Resta incontroversa, portanto, a Acusação, pelo que voto pela condenação de Gizele Mora por ter sido omissa quanto à sua função como diretora responsável da Gradual.

Da atuação de Evandro Campos

135. Evandro Campos sustentou que apesar de ser estatutariamente diretor não possuía real autonomia para o exercício de suas funções. Nesse sentido, argumentou que a decisão de concentrar as responsabilidades de gestão da filial do Rio de Janeiro em Gabriel Júnior foi da então presidente da Gradual, de forma que, por respeito à hierarquia e ao bom funcionamento da empresa, teria acatado a decisão.

136. Aqui vale o mesmo raciocínio aludido há pouco: é incompatível com a ética profissional requerida e esperada do diretor responsável que ele aceite ser mero coadjuvante na sociedade administrada. O raciocínio aplicado pelo acusado acaba por perverter totalmente a



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

lógica regulatória, fazendo a função de diretor de controles internos farsa e contribuindo para o efetivo descumprimento das normas legais e regulatórias.

137. A pessoa que aceita ser diretor responsável ou de controles internos de qualquer sociedade regulada pela CVM deve estar ciente, desde a sua posse, que será responsabilizada nas hipóteses de desídia, descaso ou omissão, sendo inaceitável a justificativa de que sua conduta foi pautada por um terceiro. Se a autonomia parecer um horizonte impossível, o cargo deve ser negado por todos aos quais ele for oferecido. Se, por outro lado, o controlador de uma sociedade regulada não aceita que um terceiro exerça de forma independente a função de diretores internos, então ele deve eleger-se para o cargo – e responsabilizar-se perante a CVM por isso.

138. Vale notar que Evandro Campos também alegou que em 2013 a Gradual foi auditada pela BSM, tendo mantido o Selo de Qualificação Operacional da BM&FBovespa, com resultado satisfatório no item “execução”. Em 2013 também teriam mantido os selos “execution broker”, “retail broker”, “home broker” e a concessão do selo “agro broker”. No mesmo sentido, afirmou que a Gradual teria sido inspecionada pela CVM, sem que nada lhe fosse relatado sobre irregularidades na filial do Rio de Janeiro.

139. A esse respeito, pontuo que auditorias e inspeções são tão somente uma fotografia, que pode ser boa, mas não refletir com precisão a realidade operacional dos jurisdicionados. Embora sejam importantes mecanismos de incentivo à adequação regulatória (e, quando empregados voluntariamente, demonstrem diligência por parte dos acusados), esses mecanismos não têm o condão de limitar a atuação sancionadora da CVM em caso de averiguação de ilicitudes.

V. CONCLUSÃO E DOSIMETRIA

140. Por todo o exposto, concluo que os acusados Márcio Varejão e Márcia Coelho devem ser responsabilizados pelo descumprimento ao disposto incisos I e II, alínea “d” da Instrução CVM nº 08/1979, vigente à época dos fatos.

141. Também a Gradual e seus diretores Gizele Mora e Evandro Campos por infrações ao disposto nos art. 10, parágrafo único, incisos I e II e art. 17, ambos da Instrução CVM nº



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

497/2011, então vigente, e ao disposto nos art. 3º, inciso II, e §3º, e art. 13 todos da Instrução CVM nº 505/2011, então vigente.

142. Por outro lado, **voto pela absolvição:**

(i) de **Gabriel Júnior** por todas as acusações contra ele formuladas, em razão da acolhida de preliminar de mérito;

(ii) Da **Gradual**, pelas acusações de ter alimentado o Cadastro CVM com informações incorretas acerca de seus diretores, em infração ao disposto no art. 4º, §1º da Instrução CVM nº 505/2011; de ter tido diretor exercendo, concomitantemente, funções de responsável tanto pelo cumprimento das normas estabelecidas na Instrução CVM nº 505/2011, quanto pela supervisão dos procedimentos e controles internos previstos no art. 3º, inciso II, da mesma instrução; e de ter tido diretor que exerceu, concomitantemente, tanto funções relacionadas à mesa de operações da corretora, quanto de supervisão dos procedimentos e controles internos estabelecidos pelo art. 3º, inciso II, da Instrução CVM nº 505/2011; e

(iii) de **Gizele Mora** pela acusação de ter fornecido informações incorretas ao Cadastro CVM com relação aos diretores da Gradual, em infração ao disposto no art. 1º, inciso I, e art. 4º, §2º, ambos da Instrução CVM nº 505/2011.

143. Assim, passo a calcular a dosimetria da pena, avaliando a pena base e as eventuais agravantes e atenuantes, nessa ordem, em conformidade ao disposto no art. 62 da Resolução CVM nº 45/21⁶⁴.

144. Consoante disposto no inciso III da Instrução CVM nº 08/1979, as infrações de *front running* são consideradas graves para efeito do disposto no art. 11, §3º, da Lei nº 6.385/1976.

145. Uma vez que o benefício econômico auferido por Márcio Varejão e Márcia Coelho

⁶⁴ Art. 62. Na dosimetria da pena, salvo se aplicada a penalidade de advertência, o Colegiado deve fixar inicialmente a pena-base, aplicando na sequência as circunstâncias agravantes e atenuantes, bem como a causa de redução da pena, nessa ordem.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

apontado pela Acusação foi ínfimo⁶⁵, entendendo razoável a fixação da pena-base em valores absolutos, em linha com os precedentes desta Autarquia⁶⁶. Desse modo, fixo o da pena-base em R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais).

146. Considero, ainda, os bons antecedentes dos acusados, aplicando redução de 15% no valor final da multa.

147. Em relação à Gradual, Gizele Mora e Evandro Campos, me atento aos princípios da proporcionalidade e da razoabilidade para fixação das penalidades, assim como os motivos que justifiquem sua imposição. Em cada caso, cabe, portanto, avaliar a gravidade do ilícito e as condutas, observadas eventuais circunstâncias agravantes ou atenuantes, à luz da legislação de regência da matéria.

148. Consoante disposto art. 38 da Instrução CVM nº 505/2011, as infrações aqui analisadas são consideradas graves para efeito do disposto no art. 11, §3º, da Lei nº 6.385/1976.

149. Em linha com precedentes deste Colegiado que tratam de falhas no cumprimento das normas aqui discutidas⁶⁷, inclusive envolvendo os mesmos acusados, fixo a pena-base da pessoa jurídica em R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais) e das pessoas físicas em R\$ 100.000,00 (cem mil reais).

150. Não foram averiguados quaisquer agravantes. Após ouvir as sustentações orais das pessoas físicas, entendo que deve ser aplicada a elas a atenuante de boa-fé no curso da apuração dos fatos aqui julgados, nos termos do art. 66, IV, da Resolução CVM nº 45/2021, aplicando redução de 15% no valor final da multa.

151. Diante do exposto, com fundamento no art. 11, II, da Lei nº 6.385/1976, voto:

(i) Pela condenação de Márcio Campos Chouin Varejão à penalidade de **multa**

⁶⁵ Márcio Varejão teria movimentado mais de R\$ 4 milhões para alcançar um resultado positivo de pouco mais de R\$ 8 mil em duas operações, enquanto Márcia Coelho teria movimentado pouco mais de R\$ 1 milhão em uma operação que rendeu resultado positivo de R\$ 8,5 mil.

⁶⁶ Vide: (i) PAS CVM nº 19957.001813/2020-06, Rel. Dir. Flávia Perlingeiro, j. em 22/09/2020; e (ii) PAS CVM nº 19957.005174/2019-14, Pres. Rel. João Pedro Nascimento, j. em 11/10/2022.

⁶⁷ PAS CVM nº 19957.009663/2017-75, de minha relatoria, j. em 11.07.2023; e PAS CVM nº 19957.009366/2017-20, Rel. Dir. Alexandre Rangel, j. em 12.04.2022.



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

www.cvm.gov.br

pecuniária no valor de R\$ 425.000,00 (quatrocentos e vinte e cinco mil reais) por prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, em infração ao disposto nos incisos I e II, alínea “d”, da Instrução CVM nº 08/1979;

- (ii) Pela condenação de Márcia Andréia Soares Pereira Coelho à penalidade de **multa pecuniária no valor de R\$ 425.000,00 (quatrocentos e vinte e cinco mil reais)** por prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, em infração ao disposto nos incisos I e II, alínea “d”, da Instrução CVM nº 08/1979;
- (iii) Pela condenação da Massa Falida da Gradual Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S/A à penalidade de **multa pecuniária no valor de R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais)** por, nos termos dispostos no art. 3º, §3º, inciso I, da Instrução CVM nº 505/2011, ter implementado inadequadamente as regras, procedimentos e controles internos; e por não ter fiscalizado as atividades dos agentes autônomos de investimento que atuavam em seu nome, em infração ao disposto no art. 17, inciso II, da Instrução CVM nº 497/2011;
- (iv) Pela condenação de Gizele Vicente Mora à penalidade de **multa pecuniária no valor de R\$ 85.000,00 (oitenta e cinco mil reais)** por não ter agido com probidade, inteira boa-fé e ética profissional, em infração ao disposto no art. 4º, §4º, da Instrução CVM nº 505/2011; e
- (v) Pela condenação de Evandro Soeiro Campos à penalidade de **multa pecuniária no valor de R\$ 85.000,00 (oitenta e cinco mil reais)** por não ter agido com probidade, inteira boa-fé e ética profissional, em infração ao disposto no art. 4º, §4º, da Instrução CVM nº 505/2011.

152. Como os fatos analisados neste processo apresentam indícios de crimes de ação penal pública, proponho, ainda, a comunicação do resultado deste julgamento ao Ministério Público Federal do Estado do Rio de Janeiro, nos termos do art. 9º da Lei Complementar nº 105/2001 e do art. 12 da Lei nº 6.385/1976.

É como voto.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

Rio de Janeiro, 10 de dezembro de 2024.

Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo

Diretor Relator