



## 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](http://www.cvm.gov.br)

### PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM N° 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.

Marcia 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.

**Relator:** Diretor Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo.

### RELATÓRIO

#### I. OBJETO E ORIGEM

1. Trata-se de Processo Administrativo Sancionador (“PAS”) instaurado pela Superintendência de Processos Sancionadores (“SPS”) e pela Procuradoria Federal Especializada (“PFE” e, em conjunto à SPS, “Acusação” ou “Área Técnica”) para apurar eventual responsabilidade de:

(i) Márcio Campos Chouin Varejão (“Márcio Varejão”) e Márcia Andréia Soares Pereira Coelho (“Márcia Coelho”) por suposta prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, em infração ao disposto nos incisos I e II, alínea “d”, da



## 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](http://www.cvm.gov.br)

Instrução CVM nº 08/1979, então vigente<sup>1</sup>.

- (ii) Massa Falida da Gradual Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S/A (“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 vigente<sup>2</sup>; 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 investimento que atuavam em seu nome, em infração ao disposto no art. 17, inciso II, da Instrução CVM nº 497/2011, então vigente<sup>3</sup>.
- (iii) Gabriel Paulo Gouvêa Júnior (“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

<sup>1</sup> A Instrução CVM nº 08/1979 foi revogada pela Resolução CVM nº 62/2022.

<sup>2</sup> A Instrução CVM nº 505/2011 foi revogada pela Resolução CVM nº 35/2021.

<sup>3</sup> 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, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

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) Gizele Vicente Mora (“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) Evandro Soeiro Campos (“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.

2. O presente PAS originou-se do Inquérito Administrativo CVM nº 19957.002595/2017-13, instaurado em 27.03.2017 pela Superintendência Geral (“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&FBovespa S.A. - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (“BM&FBovespa”), intermediadas pela corretora I.B.C. e pela Gradual no período de 02.01.2013 a 28.02.2014<sup>4</sup>.

3. Após diligências e encerrada a instrução do inquérito administrativo, a SPS e a PFE apresentaram seu Relatório (“Peça Acusatória”) em 20.06.2018<sup>5</sup>.

## II. DA ACUSAÇÃO

4. O presente processo tem por objeto central a análise de eventual infração ao disposto nos incisos I e II, alínea “d” da, então vigente, Instrução CVM nº 08/1979 por

<sup>4</sup> Doc. 0248860.

<sup>5</sup> Doc. 0535952.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

prática não equitativa, de espécie *front running*<sup>6</sup>.

5. Em 23.10.2013, a corretora I.B.C. protocolou carta a esta Autarquia<sup>7</sup> relatando determinadas gravações de diálogos realizados em 24.05.2013 pelo agente autônomo de investimento M.R. que, à época, trabalhava com a referida corretora<sup>8</sup>. Tais áudios indicariam que M.R. informava a alguns de seus clientes sobre operações com lotes grandes a serem realizadas por outros clientes.

6. Em 26.02.2014 o processo foi encaminhado para a Gerência de Acompanhamento de Mercado 2 (“GMA-2”)<sup>9</sup>, que solicitou à BM&FBovespa Supervisão de Mercados (“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/Nº015/14<sup>10</sup>. 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.

7. Em sua análise preliminar das informações recebidas, consubstanciada no Relatório de Análise GMA-2 nº 006/15<sup>11</sup>, 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

---

<sup>6</sup> “A prática não equitativa no mercado de valores mobiliários é aquela de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, um tratamento para qualquer das partes, em negociação com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação (...) 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, antecipar-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. 229-230.

<sup>7</sup> Doc. 0259261.

<sup>8</sup> Doc. 0259669.

<sup>9</sup> Doc. 0260509.

<sup>10</sup> Doc. 0260513.

<sup>11</sup> 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](http://www.cvm.gov.br)

R\$1.000,00. Dessa forma, a GMA-2 identificou as seguintes operações como suspeitas:

Data	Código	Conta	Nome	Quantidades		Volumes		Ganho		
				Compra	Venda	Compra	Venda			
02/02/2013	NATU3	991000			50,00		2.941.242,00	-15.339,00		
		999500		3,200	3,200	199.100,00	199.440,00	133,00		
03/02/2013	PETR4	991000		1881100		30.852.250,00		411.290,00		
		999500		50,000	50,000	1.000.500,00	1.001.800,00	50,00		
07/02/2013	CESP6	9902300			100,00		1.987.202,00	-8148,00		
		999500		3,400	3,400	63.002,00	64.375,00	1.373,00		
11/02/2013	CMIG4	991000			268.400		5.843.086,00	-79.006,00		
		999500		283,000	283,000	620.845,00	643.084,00	22.239,00		
21/02/2013	OGXP3	991000		6.970,00		20.749.277,00		2.112.813,00		
		999500		144,000	144,000	463.583,00	475.640,00	12.057,00		
27/02/2013	LREN3	991000		20,000		14.311.166,00		148.884,00		
		999500		4,700	4,700	347.001,00	349.680,00	2.679,00		
08/03/2013	CMIG4	9902300			120,000		3.019.472,00	-22.649,00		
		999500		10,700	10,700	265.473,00	269.327,00	3.854,00		
28/03/2013	GOLL4	991000			227,000		2.721.255,00	26.615,00		
		999500		64,000	64,000	778.822,00	798.912,00	2.090,00		
05/04/2013	LIGT3	9902300			977,000		7.445.781,00	-55.477,00		
		999500		50,000		961.780,00		-10.750,00		
16/04/2013	BBDC4	991000		10,000	10,000	185.700,00	197.027,00	1.327,00		
		999500		18,000	18,000	380.101,00	388.826,00	8.825,00		
18/04/2013	ITUB4	991000			900,000		28.777.707,00	-40.707,00		
		999500		97,100	97,100	3.097.264,00	3.196.000,00	95.736,00		
24/05/2013	GGBR4	991000		12,200	12,200	4.881.871,00	4.878.607,00	-16.78,00		
		999500		10,400	10,400	331.760,00	331.760,00	0		
18/04/2013	ITUB4	991000			900,000		28.423.077,00	-2.077,00		
		999500		50,000	50,000	1.040.000,00	1.050.543,00	10.543,00		
24/05/2013	GGBR4	991000			176,000		5.596.454,00			
		999500		10,000	10,000	130.000,00	130.000,00	0		
24/05/2013	TIMP3	991000			20,000		285.600,00	268.000,00	-400,00	
		999500		999,000	999,000	1.322.469,00	1.324.427,00	1859,00		
03/06/2013	BBDC4	991000			1.933,000		11.653.729,00	8.543.010,00		
		999500		80,000				-455.410,00		
03/06/2013	BBDC4	991000			157,400	157,400	3.110.707,00	1.921.242,00	-8.428,00	
		999500			900,000		16.840.405,00	-44.555,00		
03/06/2013	BBDC4	991000			15,000	15,000	488.150,00	499.500,00	1150,00	
		999500			8,000	8,000	220.270,00	220.836,00	56,00	
03/06/2013	GGBR4	991000			620,000		6.336.444,00	6.336.444,00		
		999500		10,000	10,000	393.430,00	401.010,00	1682,00		
14/06/2013	PETR4	9902300				2.000,000	96.610.937,00	480.287,00		
		999500		10,200	10,200	549.692,00	4.171.682,00	10.000,00		
14/06/2013	PETR4	991000			44,000	44,000	917.540,00	961.000,00	47.560,00	
		999500			122,000	122,000	2.220.948,00	2.231.205,00	2859,00	
14/06/2013	VALE3	9902300				1.616,000	48.826.567,00	-646.147,00		
		999500			20,000		572.879,00		-12.279,00	
14/06/2013	VALE3	991000				30,000	30,000	948.833,00	880.337,00	-1504,00

### GRADUAL

Data	Código	Conta	Nome	Quantidades		Volumes		Ganho	
				Compra	Venda	Compra	Venda		
12/09/2013	EMER3	34557			202.512		5.429.036,03	33.058,03	
		44186			35.777		687.507,14	4.161,44	
		34521			4.611		89.632,85	587,73	
		52733			30.000,00	-30.000	575.400,00	5.204,00	
01/10/2013	CIEL3	52782			50,000		3.375.000,00	14.000,00	
		32720			6,000	6,000	404.653,00	405.834,00	1181,00
		3999300			800	800	40.620,00	40.826,00	0
		32720			10,000		6.630.200,00		-8.200,00
13/12/2013	DASA3	32782			5,000	5,000	321.750,00	291.508,00	-1756,00
		52733			40,000		165.981,00		-28.798,00
		32720			10,000	10,000	122.889,00	126.776,00	2.700,00
		3999300			43,700	100	575.731,00	113,00	11300,00
02/06/2014	HGTX3	34557			31,700		836.478,07	-4.727,20	
		44186			2,296		100.182,10		-373,59
		34521			201		5.071,50		-10,00
		32720			13,200	13,200	392.000,00	392.016,00	16,00
		32951			13,300	13,300	381.732,00	380.830,00	1198,00
		3999300			100		2.347,00		-6



## 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](http://www.cvm.gov.br)

8. 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.

9. Com a adoção desses procedimentos, 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, e, portanto, as informações repassadas nas situações suspeitas seriam sigilosas.

10. Identificado o escopo das operações suspeitas, a Acusação passou à descrição dos atos que indicariam a prática de *front running* no curso das mencionadas operações.

### **Dos atos suspeitos de front running – Márcio Varejão**

11. Com relação aos atos praticados por Márcio Varejão, a Acusação identificou indícios da realização de *front-running* no conteúdo de diálogos travados com o agente autônomo de investimento M.R., relacionando-os com o contexto operacional.

12. A primeira operação suspeita com participação de Márcio Varejão seria a realizada em 05.04.2013, quando foi travado o seguinte diálogo:

**Márcio Varejão:** alô  
[REDACTED] Varejô?  
**Márcio Varejão:** Fale  
[REDACTED] Lote gigante pra vender de ligt viu cara, quinhentas mil... tá participando do OTD mas não tá com lote não... tá em 75.700 por enquanto.  
**Márcio Varejão:** belê  
[REDACTED] tá, cara?  
**Márcio Varejão:** pô, mas é a única que disputou que tá caindo 3%... é por isso né  
[REDACTED] 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?  
[REDACTED] Opa. Boto como?  
**Márcio Varejão:** é, 25 do volume. 40 mil, 40 mil... não põe 10... cé vai vender a venda dele não vai?  
[REDACTED] Vou.  
**Márcio Varejão:** Então põe 40 mil, é... 10% do volume, tá?  
[REDACTED] Tá bom.

13. Em conjunto ao conteúdo do diálogo, a Acusação apontou que a execução da ordem teria se dado em momento suspeitamente propício, pois o fundo B.P.E.H., do qual Márcio Varejão era gestor, teria vendido 50.000 (cinquenta mil) ações LIGT3 antes que a maior



## 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](http://www.cvm.gov.br)

parte do lote do outro cliente tivesse sido executada, conforme se poderia depreender da 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 anteriores<sup>12</sup>:

[REDACTED]		377.900		- 11:05:29 / 16:39:18	10:19:37; 11:48:16
		134.000		- 11:05:29 / 12:17:25	-
		13.300		- 12:18:25 / 12:29:25	-
		66.000		- 12:30:25 / 13:12:12	-
		164.600		- 14:10:59 / 16:39:18	-
[REDACTED]		50.000		- 12:18:25 / 15:45:56	12:15:03

14. Dessa forma, no entender da Acusação, a conjugação do diálogo com o *timming* das ordens executadas por Márcio Varejão evidenciou que ele teria obtido conhecimento de informações sigilosas por meio de M.R. sobre a operação de venda em grande volume realizada pelo outro cliente de M.R. e que teria utilizado esse conhecimento para operar no mercado de valores mobiliários.

15. A segunda operação colocada sob suspeita foi realizada em 14.06.2013, quando dois elementos indicariam à Acusação a possibilidade de *front running*. Em primeiro lugar, o fundo B.P.E.H. teria executado uma ordem de venda de 100.000 (cem mil) ações PETR4 às 14h39min19seg, apenas 54 segundos antes do cliente B.M. de M.R. ter executado a ordem de 1.000.000 (um milhão) de ações PETR4, como mostra a seguinte tabela, na qual as operações do cliente com lote principal estão nas linhas primeira a quinta, e as operações do B.P.E.H. estão nas linhas sexta a oitava<sup>13</sup>:

[REDACTED]		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	-
[REDACTED]	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	-

<sup>12</sup> Com relação à leitura da tabela, 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.

<sup>13</sup> Com relação à leitura da tabela, 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, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

16. A Acusação explicou que, a despeito da venda total ter sido de 230.200 (duzentas e trinta mil e duzentas) ações, só forma considerados os dois primeiros lotes de 100.000 (cem mil) ações como suspeitos, visto que o último lote, de 30.200 (trinta mil e duzentas) ações, teria sido operado em momento que não levantou suspeita.

17. O segundo elemento apontado é o seguinte diálogo, gravado acidentalmente às 14h54min37seg entre Márcio Varejão e M.R.:

[REDACTED] : bate lá Varejo, vai cara!  
**Márcio Varejão:** espera... cê já tá vendendo, já?  
[REDACTED] : tô  
**Márcio Varejão:** vende quanto?  
[REDACTED] : um milhão de ações

18. Em seguida a essa conversa, às 14h56min02seg, a B.P.E.H. teria executado o segundo lote de venda de 100.000 (cem mil) ações PTR4.

19. No entanto, conforme a própria Acusação, aparentemente Márcio Varejão não teria aproveitado a informação “da melhor forma”, pois ela lhe teria sido passada, originalmente, às 10h20min<sup>14</sup>, de forma que só teria se utilizado da informação horas após a sua obtenção.

20. A terceira operação analisada foi a realizada em 18.04.2013, na qual 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 J.G.R., cliente de M.R., como se depreende da tabela abaixo, na qual as operações realizadas pela B.P.E.H. se encontram desde a quinta linha até a última e as operações realizadas por J.G.R. nas primeiras linhas<sup>15</sup>:

[REDACTED]		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
[REDACTED]	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

<sup>14</sup> Doc. 0291905.

<sup>15</sup> Com relação à leitura da tabela, 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* e a quinta o intervalo de cada operação. A primeira linha de cada operador corresponde ao somatório de todas as suas operações no dia.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

21. Somado à suposta execução oportuna da ordem de venda, a Acusação destacou dois elementos. Primeiro, que M.R. teria recebido a ordem de venda da J.G.R. às 15h57min enquanto a ordem da B.P.E.H. se deu às 16h04min. Em segundo lugar, que no único registro fornecido pela corretora acerca do pregão daquele dia não constataria qualquer ordem dada para a referida operação, havendo apenas o seguinte diálogo entre Márcio Varejão e M.R. às 16h07min como se a ordem tivesse sido dada por meios de comunicação não detectáveis pela corretora:

**16:07:41** [REDACTED] : Update

BBDC4 V 32.200@31,9807

MPLU3 V 70.000@32,2714

OGXP3 C 500.000@1,2500

**16:09:32** [REDACTED] : Update

BBDC4 V 53.200@31,9705

MPLU3 V 70.000@32,2714

OGXP3 C 500.000@1,2500

**16:11:07** [REDACTED] : Update

BBDC4 V 68.000@31,9680

MPLU3 V 70.000@32,2714

OGXP3 C 500.000@1,2500

**16:11:50** [REDACTED] : Update

BBDC4 V 75.400@31,9636

MPLU3 V 70.000@32,2714

OGXP3 C 500.000@1,2500

**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] : irmão

**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



## 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](http://www.cvm.gov.br)

22. A Área Técnica argumentou que a operação de venda não teria sido realizada à revelia de Márcio Varejão, uma vez que ele próprio comentou sobre o volume financeiro operado na venda após sua execução. Ademais, M.R. passaria ao gestor a informação do montante ainda a ser executado pela J.G.R., conforme destacado no trecho amarelado, influenciando, assim a decisão de Márcio Varejão que teria, então, alterado sua estratégia, passando a comprar, e não a vender, um total de 50.000 (cinquenta mil) unidades de BBDC4.

23. A Acusação salientou, também, que M.R. teria 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 qualquer menção à ordem de venda na comunicação transcrita poderia ser explicada pelo uso indevido do celular para a comunicação entre Márcio Varejão e M.R.<sup>16</sup>.

24. O quarto grupo de eventos avaliado ocorreu em 24.05.2013. De acordo com a Área Técnica, nesse caso também teria havido uma movimentação oportuna por parte da B.P.E.H. em antecipação à movimentação de outros clientes de M.R., como se depreenderia da análise da seguinte tabela, na qual as operações realizadas pela B.P.E.H. estão apresentadas nas sexta, sétima e oitava linhas<sup>17</sup>:

[REDACTED]		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
[REDACTED]	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
[REDACTED]	20.000	20.000	400	12:42:27 / 15:33:35	
		20.000		-	12:42:27
	20.000			-	15:33:18 / 15:33:35
[REDACTED]	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

<sup>16</sup> Tal assunto será relatado em mais detalhes em seção posterior deste Relatório, nos itens 44 e 45.

<sup>17</sup> Com relação à leitura da tabela, 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. A primeira linha de cada operador corresponde ao somatório de todas as suas operações no dia.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

25. Com essas evidências a Área Técnica concluiu pela responsabilização de Márcio Varejão pela prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, em espécie *front running*, em infração ao disposto nos incisos I e II, alínea “d” da, então vigente<sup>18</sup>, Instrução CVM nº 08/1979.

### **Dos atos suspeitos de front running – Márcia Coelho**

26. Com relação aos atos praticados por Márcia Coelho, a Acusação identificou um total de quatro situações que indicariam possível exercício de *front running*.

27. Em primeiro lugar, a Acusação trata das operações realizadas no dia 01.11.2013, quando M.R. teria informado a Márcia Coelho sobre uma operação de venda relevante de PTR4 a ser realizada, tendo-lhe sugerido a venda de PETR4, conforme se depreenderia do seguinte diálogo:

**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

28. Em sequência à venda das referidas ações, na quantidade de 50.000 (cinquenta mil), Márcia Coelho teria comprado, vinte minutos depois, o mesmo papel, na mesma quantidade, auferindo um lucro de mais de R\$8.000,00 (oito mil reais)<sup>19</sup>.

29. Da conjunção entre as informações, a Área Técnica entendeu que Márcia Coelho teria informação privilegiada fornecida por M.R., e, com base nisso, operado anteriormente à operação principal, que seria aquela à qual o agente autônomo de investimentos se refere em “to com venda grde”.

30. A Acusação também destacou a operação realizada com ações CIEL3 que teria

<sup>18</sup> A Instrução CVM nº 08/1979 foi revogada pela Resolução CVM nº 62/2022.

<sup>19</sup> 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](http://www.cvm.gov.br)

sido realizada em momento oportuno no mesmo dia, conforme a tabela abaixo<sup>20</sup>:

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

31. Ademais, a realização de *front running* estaria indicada pelo diálogo entre Márcia Coelho e M.R., transscrito abaixo:

**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  
**11:29:24** [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

<sup>20</sup> Com relação à leitura da tabela, 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, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

32. 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”.

33. O repasse de informações, no entender acusatório, teria fundamental importância nas decisões de operações de Márcia Coelho, como se verificaria nas operações realizadas no dia 14.11.2013.

34. Nessa segunda data, 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 investigadora 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 transcreto abaixo:

### PREGÃO de 14.11.2013 (Skype da corretora)

10:40:03 AM **Márcia Coelho:** Prejuizo 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



## 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](http://www.cvm.gov.br)

35. Nesse ponto, importa elucidar ao que Márcia Coelho e seu agente autônomo de investimento estariam se referindo com o termo “fluxo”.

36. Conforme as declarações realizadas pelo próprio M.R., a prática de repassar o fluxo seria comum em seu dia a dia, conforme declarou em depoimento:

[C]omo eu faço normalmente, eu tenho alguma, alguma operação de tamanho ou volume relevante eu passo pra todos os clientes, ‘ó, eu tenho lote de venda de Petrobras, eu tenho compra’ até pra tentar casar o fluxo, que é o que, que é o que...que é a prática diária; hoje em dia eu faço a mesma coisa<sup>21</sup>.

37. Essa prática de repassar o fluxo, ou “marketiar” no jargão dos agentes autônomos de investimentos, ainda que fosse corrente no mercado, no entanto, conhece alguns limites, conforme elucidou L.B.C., então diretor da I.B.C., em seu testemunho:

[E]le tá ‘marketiando’ o fluxo da corretora ou ele tá dando indicação demais..., porque uma coisa é você ter uma ordem de um milhão de Petrobras pra comprar, e você perguntar para um grande cara que você sabe que opera Petrobras já, ou que é um grande..., que você tem meios legais de saber se ele é um acionista grande, se ele é um *player* grande, e você perguntar: ‘eu tenho fluxo de Petrobras, você tem interesse em fazer alguma coisa?’ porque esse cara você já consegue ver, outra coisa é você pegar e passar isso para um fundo que não tem capacidade de casar uma ordem desse tamanho, ou um outro cara, uma pessoa física ou qualquer outra parte contraparte que não tem capacidade de ir contra essa ordem; o nosso objetivo é casar o fluxo, se eu tenho uma compra eu quero achar uma venda para eu dobrar o valor da minha ordem; é diferente, então ‘marketiar’ fluxo é uma coisa, dar informação é outra<sup>22</sup>.

38. Nesse sentido, a Acusação entendeu que o repasse de informações entre Márcia Coelho e M.R. não estaria em conformidade com a prática corrente do mercado, pois as operações teriam sido realizadas na mesma direção que as operações principais, isso é, se a operação principal era de venda, a suspeita de irregularidade também seria de venda. Portanto, não haveria um casamento de ordens, mas, sim a prática de *front running*.

39. Feita essa breve elucidação, outras operações realizadas por Márcia Coelho também foram consideradas suspeitas, a começar por aquela realizada em 13.12.2013 com

<sup>21</sup> Doc. 0346742 (00h49min40seg).

<sup>22</sup> Doc. 0300840 (00h36min40seg).



## 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](http://www.cvm.gov.br)

ações DASA3<sup>23</sup>:

[REDACTED]	125.000		-	10:20:52 / 11:20:05
	100.000		-	10:20:52
	25.000		-	11:20:05
[REDACTED]	40.000		-	10:28 / 16:51
	32.000		-	10:28 / 11:23
	8.000		-	16:50 / 16:51
MARCIANDREIA SOARESPEREIRACOELHO	10.000	10.000	2.790,00	12:56 / 15:03
	10.000		-	12:56 / 12:58
		10.000	-	14:59 / 15:03
[REDACTED]	43.700	100	-	10:22:32 / 11:45:47

40. A Acusação nota, com relação a essa operação, que os registros de transmissão de ordens estão incompletos e que “as situações verificadas em 03.06.2013 (...) e em 13.12.2013, com a ação DASA3, também não correspondem ao que se espera de operações de *front running*”<sup>24</sup>.

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

[REDACTED]	31.793		-	10:38 / 15:18
[REDACTED]	3.396		-	10:38 / 15:18
[REDACTED]	201		-	10:39 / 14:51
MARCIANDREIA SOARESPEREIRACOELHO	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

42. 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.

<sup>23</sup> Com relação à leitura da tabela, 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* e a quinta o intervalo de cada operação. A primeira linha de cada operador corresponde ao somatório de todas as suas operações.

<sup>24</sup> Doc. 0535952, p. 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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### **Dos atos supostamente ofensivos à Instrução CVM nº 505/2011 e à Instrução CVM nº 497/2011 - Gradual**

43. Analisando o caso, a Acusação entendeu que as supostas práticas de *front running* só teriam sido possíveis em razão de deficiência nos mecanismos de controles internos da Gradual.

44. Nesse sentido, a Acusação ressaltou o já mencionado uso excessivo de aparelho celular por M.R., em infração às regras de *Compliance* da Gradual, sem que esta aplicasse punição alguma ao referido agente autônomo de investimentos, o que teria permitido que se comunicasse com seus clientes e passasse informações privilegiadas.

45. Sobre a ausência de efetividade dos mecanismos de controle interno, a Acusação ressaltou o depoimento do próprio M.R., segundo o qual a Gradual não era rígida no tocante ao uso de telefones celulares dentro da *trading desk*<sup>25</sup>. Além disso, segundo o depoimento de M.C., que havia trabalho próximo a M.R. na Gradual, embora uso de aparelho celular fosse proibido, não haveria efetiva fiscalização por parte da Gradual, de forma que, embora M.R. falasse com muita frequência ao telefone celular na mesa de operações, nunca fora advertido pela corretora<sup>26</sup>. No mesmo sentido, C.G. relatou que não havia ninguém responsável por monitorar o uso ou não de aparelho celular e que nunca vira ninguém ser repreendido na filial carioca por uso indevido de telefone celular<sup>27</sup>.

46. Para além de argumentar a ausência de mecanismos que coibisse o uso indevido de aparelhos celulares, a Acusação também argumentou que o sistema de acompanhamento de ordens implementado pela Gradual seria inadequado.

47. A Área Técnica apontou que cabia a R.R.P fazer a seleção, por amostragem, das ordens da matriz e filiais de modo a se apurar a forma de transmissão, os interlocutores e o teor dos diálogos das ordens. Segundo o depoimento de R.R.P., ele recolhia, diariamente uma amostra de duas a cinco ordens executadas no dia para analisá-las. Ao final do mês as

<sup>25</sup> Doc. 0346742. A esse respeito, M.R. afirmou que (i) recebia ordens pelo celular, mas pedia aos clientes para mandar uma mensagem pelo canal de mensageria oficial ou ligar para o telefone fixo da corretora (00h09min10seg); (ii) todos os agentes autônomos de investimentos utilizavam celulares (00h09min50seg, 00h10min25seg e 00h27min19seg); (iii) a Gradual não era rígida nesse aspecto (00h10min25seg); e (iv) não via como grave o uso de celulares e não via sentido na proibição (00h20min55seg).

<sup>26</sup> Doc. 0300853.

<sup>27</sup> Doc. 0346720.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

informações extraídas nesse processo seriam transformadas em um Relatório Mensal a ser submetido às áreas de *Compliance* e *Operacional*<sup>28</sup>.

48. A Acusação entendeu que o referido procedimento seria inadequado às necessidades e deveres de supervisão da Gradual, pois, considerando que a corretora possuía, à época dos fatos, quatro filiais, para além da matriz em São Paulo, a análise de duas a cinco ordens por dia mostrar-se-ia irrigária e pouco efetiva para fins de um monitoramento adequado.

49. Ademais, embora os depoimentos de Gabriel Júnior, Gizele Mora e R.R.P., todos corroboram a existência de um sistema de câmeras na filial do Rio de Janeiro, a Área Técnica considerou que ele, na prática, não teria tido eficácia alguma para verificar a adequação de atuação dos agentes autônomos de investimentos que operavam na Gradual<sup>29</sup>. Ainda sobre o sistema de câmeras R.R.P. explicou que o sistema não servia ao monitoramento em tempo real<sup>30</sup>.

50. Assim, a inadequação do sistema de acompanhamento de ordens somado à inabilidade da Gradual de coibir o uso indevido de aparelhos celulares teria resultado na sua incapacidade de registrar todas as ordens de seus clientes, em especial as ordens relacionadas à supracitada operação realizada em 20.01.2014 por Márcia Coelho com as ações da HGTX3.

51. Dessa forma, a Área Técnica entendeu que a Gradual teria apresentado falhas nos seus controles internos infringindo o disposto nos incisos I e II do art. 3º da Instrução CVM nº 505/2011 c/c art. 3º, §3º, inciso I da Instrução CVM nº 505/2011<sup>31</sup> e o art. 13 da Instrução CVM nº 505/2011<sup>32</sup> por: (i) não ter tomado providências para impedir o uso indevido de aparelhos celulares na mesa de operações na sua filial do Rio de Janeiro e (ii) por não ter

<sup>28</sup> Doc. 0324314 (03min36seg).

<sup>29</sup> Os depoimentos constam nos Docs. 0324343, 0324326 e 0324314, respectivamente.

<sup>30</sup> Doc. 0324313 (01h08min20seg).

<sup>31</sup> 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.

<sup>32</sup> 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.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

conseguido registrar todas as ordens de seus clientes.

52. Outro aspecto analisado pela Acusação trata do registro supostamente errôneo dos Diretores estatutários da Gradual no Cadastro CVM, o que violaria o §1º do art. 4º da Instrução CVM nº 505/2011. Segundo as cópias das Atas das Assembleias Gerais Extraordinárias realizadas pela Gradual, o seu quadro de diretores no período analisado por este PAS era o seguinte:

NOME	FUNÇÃO	INÍCIO DO MANDATO	FIM DO MANDATO
[REDACTED]	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	-

53. 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	-
[REDACTED]	-	-	desde 30.1.2014

54. Dessa forma, discrepância entre as tabelas evidenciaria o descumprimento ao disposto no §1º do art. 4º da Instrução CVM nº 505/2011<sup>33</sup>.

55. Em seguida, a Acusação apontou a violação aos incisos I e II do art. 4º da Instrução CVM nº 505/2011, que dispõem:

Art. 4º O intermediário deve indicar:

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

<sup>33</sup> § 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](http://www.cvm.gov.br)

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

56. Isso porque, segundo as informações constantes do cadastro da Gradual na CVM, a diretora responsável pela efetivação do inciso I, no período em análise, seria Gizele Mora, mas, conforme depoimento da mesma<sup>34</sup>, o responsável efetivo pela aplicação da norma na filial do Rio de Janeiro, onde M.R. trabalhava, seria Gabriel Júnior, que ia semanalmente para a filial carioca vistoriar as operações.

57. O depoimento de Gizele Mora seria corroborado pelo de R.R.P.<sup>35</sup>, prestador de serviços da área de *Compliance* da corretora, de C.G.<sup>36</sup>, 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 Júnior<sup>37</sup>.

58. Segundo as informações prestadas por Gabriel Júnior, ele teria se tornado diretor de operações estatutário da Gradual em 2013, sendo responsável por estabelecer as relações entre a Gradual e a BM&FBovespa, BSM e o Banco Central. Além disso, por meio da área de *Back Office*, atuaria em conjunto à área de *Compliance* e Risco, para impor os limites aos clientes pessoas físicas e jurídicas que não fossem instituições financeiras. Em conjunto a essas atribuições, era também o responsável por ficar na mesa de operações e acompanhar o dia a dia da corretora.

59. Em razão desses fatos, a Acusação entendeu que a Gradual teria descumprido o disposto no art. 1º, inciso I c/c art. 4º, inciso I, ambos da Instrução CVM nº 505/2011 ao ter permitido que, na prática, Gabriel Júnior exercesse, no período de 02.01.2013 a 28.02.2014, na filial do Rio de Janeiro, as atividades que eram atribuídas a Gizele Mora, tornando parcialmente falsas as informações cadastrais prestadas à CVM.

60. Ainda com relação às atribuições dos diretores estatutários, a Área Técnica apontou que, à época dos fatos, o responsável pela supervisão dos procedimentos e controles internos (art. 4º, inciso II da Instrução CVM nº 505/2011) seria Evandro Campos.

---

<sup>34</sup> Doc. 0324326.

<sup>35</sup> Doc. 0324314.

<sup>36</sup> Doc. 0346720.

<sup>37</sup> Doc. 0324343.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

61. Contudo, quando questionado acerca de suas responsabilidades, Evandro Campos teria dito que dividia as responsabilidades de área de Controles Internos com Gizele Mora, e que o responsável por supervisionar os procedimentos de controles internos na filial do Rio de Janeiro era Gabriel Júnior<sup>38</sup>, o que seria corroborado pelo relato de C.G., segundo a qual o acompanhamento das atividades dos agentes autônomos de investimento na filial do Rio de Janeiro era realizado por Gabriel Júnior<sup>39</sup>.

62. O depoimento de Evandro Campos seria parcialmente corroborado pelo de Gizele Mora ao dizer que fora 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 responsável<sup>40</sup>.

63. 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 497/2011<sup>41</sup>.

64. Ademais, como Gabriel Júnior, segundo seu próprio relato<sup>42</sup>, 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 505/2011<sup>43</sup>.

---

<sup>38</sup> Doc. 0324335 (24min16seg).

<sup>39</sup> Doc. 0346720 (05min14seg).

<sup>40</sup> Doc. 0324326 (05min40seg).

<sup>41</sup> 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.

<sup>42</sup> Doc. 0324343.

<sup>43</sup> § 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](http://www.cvm.gov.br)

### **Dos atos supostamente ofensivos à Instrução CVM nº 505/2011 e à Instrução CVM nº 497/2011 - Gabriel Júnior**

65. Em decorrência dos atos realizados, ou omitidos, pela Gradual, a Acusação entendeu que, em consequência, Gabriel Júnior também teria incorrido em algumas das mesmas infrações atribuídas à Gradual.

66. Conforme descrito anteriormente pelos relatos colhidos no curso das investigações, apesar da Diretora estatutariamente responsável pelo cumprimento do disposto no art. 4º, inciso I, da Instrução CVM nº 505/2011 ser Gizele Mora, e do Diretor estatutariamente responsável pelo cumprimento do disposto nos art. 4º, inciso II, e art. 3º, inciso II, ambos da Instrução CVM nº 505/2011 ser Evandro Campos, na prática Gabriel Júnior teria exercido as funções que seriam de atribuição de Gizele Mora e Evandro Campos, ao menos no que tocasse à administração da filial carioca da Gradual.

67. Em razão da suposta usurpação prática de função, Gabriel Júnior teria exercido concomitantemente as funções de responsável pela implementação tanto do disposto no inciso I, quanto do disposto no inciso II do art. 4º, *caput* da Instrução CVM nº 505/2011, em infração ao §2º do art. 4º da Instrução CVM nº 505/2011.

68. Ainda no que tange às funções exercidas por Gabriel Júnior, conforme relatado previamente, ele também teria exercido, enquanto Diretor de Operações da Gradual, funções relacionadas à mesa de operações da corretora. Dessa forma, a Acusação entendeu que Gabriel Júnior teria infringido ao disposto no art. 4º, §3º da Instrução CVM nº 505/2011, visto que exercearia, na prática, funções relacionadas à supervisão dos procedimentos e controles internos, como relatado no item 63, acima.

69. Com relação à sua atuação prática de responsável pela supervisão dos procedimentos e mecanismos de controles internos, a Acusação, em função da suposta inabilidade, relatada nos itens 56 a 61, da Gradual em fazer cumprir seus mecanismos de controles internos, entendeu que Gabriel Júnior teria de ser responsabilizado pelo disposto no art. 3º, §3º, inciso I, da Instrução CVM nº 505/2011.

70. Em consequência, e sob os mesmos fundamentos, a Acusação entendeu que Gabriel Júnior teria falhado em fiscalizar as atividades dos agentes autônomos de investimento que atuavam em nome da Gradual, infringindo assim, ao disposto no art. 17,



## 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](http://www.cvm.gov.br)

incisos I e II da Instrução CVM nº 497/2011<sup>44</sup>.

71. Considerando a referida atuação prática de Gabriel Júnior, a Acusação entendeu que lhe caberia a responsabilidade de fazer arquivar a totalidade dos registros das ordens transmitidas pelos clientes da Gradual, de forma que teria infringido o disposto no art. 13 da Instrução CVM nº 505/2011.

72. Em razão do conjunto da atuação supostamente inadequada, a Acusação entendeu que Gabriel Júnior não teria agido com probidade, boa fé e ética profissional, em infração ao disposto no art. 4º, §4º da Instrução CVM nº 505/2011<sup>45</sup>.

### **Dos atos ofensivos à Instrução CVM nº 505/2011 – Gizele Mora e Evandro Campos**

73. Observados os fatos relatados anteriormente, e considerando as funções estatutariamente atribuídas a Gizele Mora, a dizer, que ela seria responsável por fazer cumprir o disposto no inciso I do art. 4º, da Instrução CVM nº 505/2011, a Acusação entendeu que ela teria infringido ao disposto no art. 4º, §2º c/c art. 1º, inciso I, ambos da Instrução CVM nº 505/2011 por, supostamente, ter alimentado o Cadastro da CVM com informações incorretas no que diz respeito aos seus diretores.

74. Ademais, a Acusação concluiu que Gizele deveria ser responsabilizada por infração ao dever de agir com probidade, boa fé e ética profissional e de empregar, no exercício de suas funções todo cuidado e diligência esperados de um profissional de sua posição, na forma do art. 4º, §4º da Instrução CVM nº 505/2011. Isso porque, a despeito de ter consentido com sua indicação como diretora estatutária da Gradual, na prática não exercearia suas funções com relação à filial da corretora no Rio de Janeiro, sendo seu exercício responsabilidade de Gabriel Júnior.

75. No mesmo sentido, a Acusação entendeu que Evandro Campos teria infringido ao art. 4º, §4º da Instrução CVM nº 505/2011, pois, a despeito de ter consentido em ser diretor

---

<sup>44</sup> Art. 17. A instituição integrante do sistema de distribuição deve:  
I - estender aos agentes autônomos de investimento por ela contratados, diretamente ou por meio de pessoa jurídica, na forma do art. 2º, a aplicação das regras, procedimentos e controles internos por ela adotados;  
II - fiscalizar as atividades dos agentes autônomos de investimento que atuarem em seu nome de modo a garantir o cumprimento do disposto nesta Instrução e nas regras e procedimentos estabelecidos nos termos do inciso I.

<sup>45</sup> § 4º Os diretores referidos nos incisos I e II devem agir com probidade, boa fé e ética profissional, empregando, no exercício de suas funções, todo cuidado e diligência esperados de um profissional em sua posição.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

estatutário da Gradual, na prática não exerceria suas funções com relação à filial da corretora no Rio de Janeiro, sendo seu exercício responsabilidade de Gabriel Júnior.

### III. RAZÕES DE DEFESA

76. Devidamente citados, os Acusados, à exceção da Gradual, apresentaram, tempestivamente, suas defesas<sup>46</sup>.

#### Das Razões de Defesa de Márcio Varejão

77. Márcio Varejão apresentou defesa em nome próprio e iniciou buscando contextualizar o conjunto das operações sob suspeita. Nesse sentido, Márcio Varejão descreve que o posicionamento estratégico da gestora na qual trabalhava era de pessimismo com relação ao mercado acionário brasileiro, de forma que estariam com exposição de *short* relevante, e que o principal veículo para a aplicação dessa estratégia seria o fundo B.P.E.H., que possuiria, à época, patrimônio em torno de 2 bilhões de reais. Assim, arrazoou que não faria sentido a realização de operações de *front running* no volume sugerido pela Acusação, posto que cada uma resultaria em ganhos na ordem de 5 mil reais, o que não representaria nem 0.0005% da rentabilidade do fundo<sup>47</sup>.

78. Em função desse posicionamento tomado pela gestora, não seria coincidência, portanto, que todas as operações realizadas por Márcio Varejão fossem de venda (*short*), que todas as operações sob suspeita fossem confinadas ao segundo trimestre de 2013 e que nenhuma operação no período tenha sido realizada inicialmente na compra, mesmo que fluxos nesse sentido tivessem sido comunicados por M.R., como teria apontado a Área Técnica, pois agir de modo diverso teria sido contrário à estratégia da gestora.

79. Com relação à operação de 05.04.2013 sustenta que o diálogo travado entre ele e M.R., no qual as afirmações “*vai vender a venda dele não vai?*” e “*Então põe 40 mil e... 10% do volume, tá?*” teriam servido para calibrar a velocidade de execução da operação. Segundo a defesa, seria prática comum e corrente no mercado limitar a velocidade de execução de uma ordem em função do volume negociado, a fim de reduzir o impacto da própria atuação, minimizando possíveis distorções no preço final da ordem, e que o diálogo travado apenas teria como fim ajustar a aplicação dessa estratégia. Ajunta ainda que uma

<sup>46</sup> Doc. 0669605.

<sup>47</sup> Sobre esses valores conferir as tabelas entre páginas 8 e 10 deste 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](http://www.cvm.gov.br)

ordem a 10% do volume seria considerada lenta, de forma que a operação não teria as características do *front running*, que, por sua natureza, demandaria uma operação veloz a fim de se aproveitar da informação privilegiada.

80. Além disso, aponta que os dados utilizados pela Área Técnica<sup>48</sup> seriam contraditórios à tese acusatória. Segundo a tese de acusação, o fundo B.P.E.H. teria vendido todas as suas ações antes que a maior parte do lote do cliente principal fosse vendido. No entanto, a defesa argumenta que às 12h17m25s, o cliente principal já teria vendido 35% do volume total e que a ordem de venda de Márcio Varejão, em que pese ter começado às 12h18m25s, seria concluída, ao ritmo de 10% do volume, às 15h45m56s, de forma que às 13h12m12s o cliente principal já teria realizado mais de 56% das vendas de seus papéis.

81. 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. A defesa ainda considera que informar os fluxos seria uma prática comum no mercado brasileiro de valores mobiliários.

82. Ainda com relação à operação de 05.04.2013, sustenta em último lugar que não houve *day trade*, prática comum em operações de *front running*.

83. Sobre a operação suspeita consistente da venda de 90 mil BBC4, realizada em 18.04.2013, Márcio Varejão argumentou: (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) a I.B.C. já vendia o papel 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.

84. Sobre a operação realizada em 24.05.2013, a defesa argumentou que sua principal motivação teria sido a perspectiva negativa que a gestora possuía para o mercado acionário brasileiro. No que tocasse à GGBR4, haveria uma oferta muito grande de aço por parte da China, de forma que, a despeito de qualquer informação de fluxo, a venda se realizaria de qualquer maneira.

---

<sup>48</sup> Ver a tabela na página 6 deste 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](http://www.cvm.gov.br)

85. Com relação à operação de 14.06.2013 com ações PTR4, expõe que, conforme aponta a Acusação, a informação teria sido recebida de manhã, mas que a operação apenas teria se realizado quatro horas após a sua obtenção, quando todos os participantes do mercado já poderiam ter acesso ao fato de que a I.B.C. era vendedora de destaque do papel naquele dia.

### **Das Razões de Defesa de Márcia Coelho**

86. De início, a defesa de Márcia Coelho levanta preliminar, entendendo que a acusação da Área Técnica seria genérica, posto que a peça acusatória não teria identificado pormenorizadamente (i) a conduta de Márcia Coelho, (ii) as informações que lhe teriam sido transmitidas e (iii) o inequívoco conhecimento de que essas informações se tratariam de vantagens indevidas. Assim, não restaria estabelecida a conduta imputada, prejudicando a possibilidade de defesa, o que violaria os princípios constitucionais do devido processo legal, da ampla defesa e do contraditório.

87. No que toca ao mérito, a defesa sustentou que Márcia Coelho 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*.

88. Em seguida, a defesa analisou cada uma das operações suspeitas de Márcia Coelho. Com relação à operação de PETR4 em 01.11.2013, a defesa apontou que a Acusação não teria identificado qual seria a operação principal desde a qual se derivaria a ação de *front running*. Dessa forma, sem a indicação de qual seria a operação principal, não seria possível afirmar qual a informação privilegiada que M.R. teria passado a Márcia Coelho.

89. Sobre a operação com ações CIEL3 em 01.11.2013 a defesa sustenta que o seguinte diálogo travado entre Márcia Coelho e M.R. indica apenas a sugestão da segunda pessoa para que se operasse com CIEL3, não havendo transmissão de informação indevida, mas, quando muito, uma atividade de consultoria de valores mobiliários praticada por M.R.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

"11/01/13 11:33:47 AM Skype:marcia.coelho001 poxa... e eu vou ficar  
aqui sem fazer nada?  
11/01/13 11:33:50 AM Skype:marcia.coelho001 brincando  
11/01/13 11:33:53 AM Skype:marcia.coelho001 nao briga  
11/01/13 11:34:28 AM [REDACTED]  
nunkinha eu adoro vc  
11/01/13 11:34:40 AM Skype:marcia.coelho001 ahahahaha  
11/01/13 11:34:43 AM [REDACTED] mas  
fico triste qdo agente perde  
11/01/13 11:34:46 AM Skype:marcia.coelho001 eu sei  
11/01/13 11:36:14 AM [REDACTED] vms  
comprar ciel3  
11/01/13 11:36:25 AM Skype:marcia.coelho001 BORA  
11/01/13 11:36:40 AM [REDACTED] 5k?  
11/01/13 11:36:43 AM Skype:marcia.coelho001 SO?  
11/01/13 11:36:46 AM Skype:marcia.coelho001 10  
11/01/13 11:36:50 AM [REDACTED] o  
papel eh caro.  
1/01/13 11:37:03 AM [REDACTED] ta  
11/01/13 11:37:04 AM Skype:marcia.coelho001 PRA CARREGAR?  
11/01/13 11:37:31 AM [REDACTED]  
comprei lote hj no 67.52  
11/01/13 11:37:40 AM Skype:marcia.coelho001 compra  
11/01/13 11:37:45 AM [REDACTED] ok  
11/01/13 11:38:18 AM [REDACTED] 900  
@ 67,41  
11/01/13 11:38:24 AM Skype:marcia.coelho001 ok  
11/01/13 11:41:39 AM [REDACTED] CIEL3  
C 2.300 67,4204  
11/01/13 11:42:57 AM [REDACTED] CIEL3  
C 3.000 67,4180  
11/01/13 11:45:18 AM Skype:marcia.coelho001 ok  
11/01/13 11:47:06 AM [REDACTED] CIEL3  
C 6.000 67,4422  
11/01/13 11:47:21 AM Skype:marcia.coelho001 ok  
11/01/13 11:47:59 AM Skype:marcia.coelho001 total de 6?  
11/01/13 11:49:13 AM [REDACTED]  
sim" (pasta 034 – 0292116 - grifou-se)

90. A defesa ainda aduz que não seria possível haver, ao mesmo tempo, *front running* por parte de Márcia Coelho e o exercício da atividade de consultoria de valores mobiliários por parte de M.R.

91. No que toca à operação com ações CIEL3 em 14.11.2013, 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. Também apontou que o próprio termo de acusação afastaria a ocorrência de *front running* nesse caso.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

92. Sobre a operação de 13.12.2013 com ações DASA3, a defesa uma vez mais apontou que Márcia Coelho não teria obtido vantagem indevida, visto que teria sido ela quem teria ordenado a realização da operação, o que se provaria pelo diálogo seguinte:

"12/13/13 12:48:59 PM Skype:marcia.coelho001 dasa  
12/13/13 12:49:06 PM [REDACTED] sim  
12/13/13 12:52:52 PM Skype:marcia.coelho001 vamos deixar uma  
ordem na minima do dia  
12/13/13 12:52:58 PM Skype:marcia.coelho001 o que vc acha?  
12/13/13 12:53:05 PM Skype:marcia.coelho001 10k  
12/13/13 12:54:08 PM [REDACTED] y  
12/13/13 12:55:02 PM [REDACTED] 8.200  
@ 13.30  
12/13/13 1:00:21 PM [REDACTED] Update  
BBSE3 C 5.000 24,0994  
DASA3 C 10.000 13,2989  
NATU3 C 14.100 40,5389  
NATU3 V 4.100 40,4854  
12/13/13 1:03:41 PM Skype:marcia.coelho001 ok"

93. Ademais, também apontaram que a Peça Acusatória não teria identificado se Márcia Coelho teria atuado com vantagem indevida na referida operação.

94. Por último, a defesa aborda a operação em 02.01.2014 com ações HGTX3, sobre a qual argumentou inexistiriam registros de que M.R. tenha se comunicado com Márcia Coelho a respeito da operação, de forma que não é possível se falar em *front running*.

### **Das razões de defesa de Gabriel Júnior**

95. Em primeiro lugar, a defesa arguiu preliminar de mérito por ilegitimidade passiva do defendant, pois Gabriel Júnior não exerceia, à época dos fatos, a função de Diretor responsável da Gradual, perante a CVM, para fins do cumprimento das disposições das Instrução CVM nº 497/2011 e Instrução CVM nº 505/2011.

96. Nesse sentido, defendeu a impossibilidade de que Gabriel Júnior seja responsabilizado pelo não cumprimento do disposto na Instrução CVM nº 497/2011 e na Instrução CVM nº 505/2011, porque ele teria meramente cooperado com o bom funcionamento da corretora ao auxiliar os agentes autônomos de investimento e os operadores na filial do Rio de Janeiro.

97. A defesa adicionou que não considerar a existência de outros Diretores responsáveis levaria à insegurança jurídica, pois desconsideraria os centros de imputação



## 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](http://www.cvm.gov.br)

das obrigações dispostas pelas Instruções da CVM.

98. Com relação ao mérito, argumentou, em primeiro lugar, 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 internos<sup>49</sup>, 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.

99. Acrescentou ainda 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. Nesse sentido, a defesa argumenta que a Acusação em momento algum demonstrou quais os atos negligentes praticados por Gabriel Júnior que ensejariam sua responsabilização, pois, não se poderia responsabilizar um Diretor em função das más condutas praticadas por apenas um funcionário.

100. A defesa pontou que a Gradual possuía, à época, diversos manuais e procedimentos escritos cujo cumprimento era sempre verificado pela área de *Compliance*. Ademais, afirmou que a Gradual era instituição certificada e vinculada aos códigos de conduta da ANBIMA e da, então, BM&FBovespa. A título de exemplo, a defesa mencionou o caso de três agentes autônomos de investimento cuja atenção foi chamada no ano de 2013.

101. A defesa alegou, também, haver, por parte da Acusação, um superdimensionamento dos fatos, pois, das vinte operações apontadas como suspeitas pela Área Técnica apenas cinco foram realizadas por meio da Gradual, com as demais operações tendo ocorrido no ambiente da I.B.C. Face ao volume absoluta e proporcionalmente pequeno de operações suspeitas, a defesa argumentou que não se poderia falar em reiteradas falhas de controle na Gradual e, consequentemente, não se concluir que teria havido falta de diligência da parte de seus Diretores.

102. Por último, sustentou-se 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.

---

<sup>49</sup> 3º São evidências de implementação inadequada das regras, procedimentos e controle internos: I – a reiterada ocorrência de falhas.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

### **Das razões de defesa de Gizele Mora**

103. De início, a defesa alegou preliminarmente que a Peça Acusatória não indicaria como Gizele Mora teria conhecimento de que Gabriel Júnior tivesse usurpado suas funções ou que ela tivesse usurpado as funções de Evandro Campos. Para além disso, sustentou que a Acusação não teria indicado os papéis assumidos por Gabriel na filial do Rio de Janeiro, não sendo assim possível estabelecer qualquer nexo causal entre a atuação deste e a pretensa usurpação de função. Dessa forma, a alegada imprecisão das acusações que teria impedido Gizele Mora de exercer plenamente o seu direito de defesa.

104. No que tange ao mérito, a defesa alegou que, com base no art. 1º da Instrução CVM nº 510/2011 c/c Anexo I, inciso XV<sup>50</sup> da mesma instrução normativa, 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.

105. Assim, Gizele Mora, em que pese fosse diretora estatutária não seria responsável por alimentar o Cadastro CVM, e, portanto, não teria violado o art. 4º, §2º da Instrução CVM nº 505/2011 c/c art. 1º, inciso I, da Instrução CVM nº 505/2011.

106. 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:

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

107. Assim, Gizele Mora teria sido Diretora de Controles internos durante o período de

<sup>50</sup> Art. 1º Os participantes indicados no Anexo 1 devem, por meio de sistema disponível na página da CVM na rede mundial de computadores:

Anexo I:

I - administrador de carteira - pessoa jurídica; II - administrador de carteira - pessoa natural; III - administrador de fundo de investimento em direitos creditórios - FIDC; IV - administrador de fundo de investimento imobiliário - FII; VII - auditor independente - pessoa jurídica; VIII - auditor independente- pessoa natural; IX - banco de investimento; X - banco múltiplo com carteira de investimento; XI - caixas econômicas; XII - consultor - pessoa jurídica; XIII - consultor - pessoa natural; XIV - cooperativas de crédito; XV – corretoras; (...).



## 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](http://www.cvm.gov.br)

22/05/2012 a 09/07/2012, ao passo que o período em análise por este PAS teria se dado entre 2013 e 2014.

108. Em consequência, 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.

109. A defesa afirmou ainda que, quando atou como Diretora de Controles Internos, teria atuado na divulgação dos Códigos de Ética e da Conduta da empresa, tendo cobrado o cumprimento dos mesmos, informando aos funcionários sobre atualizações das disposições dos referidos regramentos; alegou também a existência de auditorias externas anuais, treinamentos para os funcionários, que a Gradual teria aplicado advertências internas a seus funcionários no período analisado por estes PAS e que verificava as auditorias internas realizadas pela Gradual.

110. Com relação à atuação de Gizele Mora, a acusada defendeu que o uso de câmeras de vídeo nas filiais não só servia para coibir o uso de telefone nas mesas de operação como, de fato, teria servido a flagrar e identificar atuações irregulares dos agentes autônomos, aplicando-lhes sanções.

111. A defesa sustentou que não prosperaria a imputação de reiterada ocorrência de falhas, porque ao longo do período avaliado neste processo não teria havido outras falhas de igual ou parecida natureza às imputadas aos Acusados neste processo detectadas em outros agentes autônomos de investimento.

112. Com base no conjunto dos argumentos expostos a defesa pediu, também, pela absolvição de Gizele Mora por, supostamente, não ter agido com probidade, boa fé e ética profissional nos termos do art. 4º, §4º da Instrução CVM nº 505/2011.

### **Das razões de defesa de Evandro Campos**

113. Evandro Campos apresentou defesa em nome próprio, pois encontrar-se-ia desempregado e sem recursos para constituir advogado para o presente processo.

114. 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



## 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](http://www.cvm.gov.br)

presidente da Gradual, de forma que, por respeito à hierarquia e ao bom funcionamento da empresa, teria acatado a decisão.

115. Argumentou ainda que mantinham um monitoramento diário das gravações, com um funcionário dedicado a esta operação; que elaboraram e implementaram guias e normas para o exercício do controle interno; e que as falhas eram identificadas e prontamente solucionadas, com a aplicação das devidas sanções.

116. Destacou 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.

### IV. PROPOSTAS DE TERMOS DE COMPROMISSO

117. Em 03.09.2018 Márcia Coelho apresentou proposta de Termo de Compromisso, propondo o compromisso de pagar o valor de R\$17.000,00 (dezessete mil reais)<sup>51</sup>.

118. Em 30.11.2018 L.A.Q.O. e R.G. apresentaram proposta conjunta de Termo de Compromisso, propondo o compromisso de pagar o valor de R\$24.723,00 (vinte e quatro mil setecentos e vinte e três reais) cada um, totalizando um montante de R\$ 49.446,00 (quarenta e nove mil quatrocentos e quarenta e seis reais)<sup>52</sup>.

119. Em 03.12.2018 M.R. apresentou proposta de Termo de Compromisso, propondo o compromisso de pagar o valor de R\$ 35.000,00 (trinta e cinco mil reais) e a suspensão do ato declaratório de seu credenciamento como agente autônomo de investimento pelo prazo de 90 (noventa) dias<sup>53</sup>.

120. Em 04.12.2018 I.B.C., L.B.C., apresentaram proposta conjunta de Termo de Compromisso, propondo o compromisso de pagar o valor de R\$ 40.000,00 (quarenta mil

---

<sup>51</sup> Doc. 0591722.

<sup>52</sup> Doc. 0647087.

<sup>53</sup> Doc. 0646850.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

reais), sendo R\$ 30.000,00 (trinta mil reais) da parte de I.B.C. e R\$10.000,00 (dez mil reais) da parte de L.B.C<sup>54</sup>.

121. Em 20.08.2019 o Comitê de Termo de Compromisso apresentou parecer<sup>55</sup> no qual manifestou entendimento pela aceitação de todas as propostas de Termo de Compromisso à exceção da proposta de Márcia Coelho, visto que ela não teria aderido à negociação proposta pelo Comitê.

122. Na Reunião de Colegiado nº 31/19 ocorrida em 20.08.2019, o Colegiado da CVM, por unanimidade, acompanhou o parecer do Comitê, aceitando as propostas de termo de compromisso apresentadas por I.B.C., L.B.C., M.R., L.A.Q.O. R.G. e rejeitando a proposta de Termo de Compromisso de Márcia Coelho<sup>56</sup>.

### V. DISTRIBUIÇÃO DO PROCESSO E PAUTA DE JULGAMENTO

123. O processo foi distribuído à minha relatoria, em 06.10.2023<sup>57</sup>.

124. Em 13.11.2024, foi publicada pauta de julgamento no Diário Eletrônico da CVM, em cumprimento ao disposto no art. 49 da Resolução CVM nº 45/2021<sup>58</sup>.

É o relatório.

Rio de Janeiro, 09 de dezembro de 2024.

**Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo**

Diretor Relator

---

<sup>54</sup> Doc. 0646819.

<sup>55</sup> Doc. 0823005.

<sup>56</sup> Doc. 0844049.

<sup>57</sup> Doc. 1896573.

<sup>58</sup> Doc. 2198004.