



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://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:** *Front running* (uso de prática não equitativa (ICVM 8/79 art. II, “d”); falha de diligência (ICVM 497, art. 10, § único, I e II; art. 17, II); infrações à ICVM 505, art. 3º, II e §3º, I e II; art. 4º, §§ 1º a 4º; art. 13.

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

**Voto:** Diretor João Accioly

### MANIFESTAÇÃO DE VOTO

#### I. INTRODUÇÃO

1. Acompanho o voto do II. Relator quanto:

- a) à inocorrência de prescrição, por fundamentos parcialmente diversos;
- b) à prática de *front running*, por parte dos acusados Márcio e Márcia, e a consequente infração como prática não equitativa, sob a definição da ICVM 8/79.
- c) a falha nos controles internos da Gradual e sua tipificação nos dispositivos indicados na Acusação, por fundamentos parcialmente diversos.

2. Divirjo, porém, da dosimetria das penas aplicadas aos acusados Márcio e Márcia, pelo que voto pela aplicação das penas de duas vezes e meia o valor das vantagens indevidas que obtiveram, conforme precedentes do Colegiado.

#### II. PRESCRIÇÃO

3. O acusado Gabriel sustenta, em memoriais, a ocorrência de prescrição. Em suma, diz:

- a) Apenas os eventos mencionados no art. 2º da Lei 9.873 são aptos a interromper a contagem da prescrição da pretensão punitiva administrativa;
- b) O último ato interruptivo teria sido o protocolo da defesa de Gabriel Júnior, em 4.1.2019;
- c) As redistribuições de relator, ocorridas em 9/3/2021, 9/9/2021 e 11/1/2022 não interromperiam a contagem;



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

d) O despacho de 25.05.2022, em que o Relator indeferiu pedido de provas de um dos acusados, não interrompeu o prazo, por não ter caráter apuratório de fatos.

4. Embora concorde com as teses acima, há nos autos eventos interruptivos de prescrição ocorridos menos de três anos atrás, quais sejam, tentativas de celebração de termo de compromisso.

5. Entendo que a defesa tem razão em todos os demais argumentos, como tem sido reconhecido pelo Judiciário. Como entendo que não houve interrupção, não irei alongar temas sobre que já me manifestei, e apenas remeto a julgados em que o fiz<sup>1</sup>, mas em uma frase o resumo é: apenas interrompe o decurso do prazo prescricional o que está no art. 2º da Lei 9.873.

6. Apenas tenho entendimento distinto, ao menos até este momento, quanto ao alcance da interrupção do prazo prescricional pela tentativa de solução do processo pela via consensual, do art. 2º, IV, da Lei 9.873. O Acusado argumenta que não propôs termo de compromisso. Só outros acusados o fizeram, de modo que só para eles poderia ter sido interrompida a prescrição.

7. O dispositivo legal não se refere ao alcance subjetivo da interrupção causada pela tentativa de solução do processo de maneira expressa, nem para um lado, nem para outro. É simples imaginar outras redações possíveis, como: “tentativa de solução conciliatória, interrompendo-se o prazo apenas para os proponentes”; “tentativa de solução conciliatória, interrompendo-se o prazo para todos os acusados, independentemente de quem a propôs”.

8. Mas o que temos é uma previsão ampla. Não me parece implausível sustentar que o alcance desse dispositivo seja restrito. Em brevíssimo exercício de livre conjectura, alguns fundamentos razoáveis podem ser cogitados:

- (i) A prescrição ao menos em certos casos é subjetiva. Destaco o exemplo da prescrição pelo prazo penal, quando a conduta também configura crime (Lei 9.873, art. 1º, §2º). O Colegiado da CVM já travou tal discussão, no mínimo, nos processos (19957.000) 6657/2020-61, 4791/2020-28 e 7344/2019-97.
- (ii) Exceções deve ser lidas restritivamente. A interrupção da prescrição pode ser percebida como uma exceção, especialmente quando se tem em conta que a Lei 9.873 foi criada com o objetivo de alterar o sistema então vigente, de absoluta imprescritibilidade, em favor dos particulares e da segurança jurídica. Uma leitura teleológica deveria buscar essa finalidade, conforme explicitada na Declaração de Motivos, e isso apontaria no sentido de restringir o alcance da norma que prevê a exceção à ocorrência de prescrição.

---

<sup>1</sup> (19957) 4478/2018-75. Rel. F. Perlingeiro, j. 21.6.2023; e 6858/2019-25, Rel. J. P. Nascimento, j. 15.10.2024.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

(iii) A segurança jurídica deveria impedir que atos processuais de uns acusados possam afetar a esfera particular de outros. Observando-se a prescrição como uma consequência da conduta processual, não seria correto que a parte responsável pela acusação ficasse isenta do trabalho relativo a outros acusados apenas pelo que só um deles faz; voltando os olhos ao acusado que não propõe termo de compromisso, não seria correto que um processo completamente parado em relação a ele fosse beneficiado pela inocorrência de prescrição.

9. De todo modo, neste momento meu entendimento é o de que a interrupção do prazo pela tentativa de solução conciliatória alcança todos os acusados. Em comparação com outros dispositivos da Lei 9.873, a única interrupção com referência a cada acusado é a do inciso I do art. 2º, que fala da notificação ou citação do acusado. Faz sentido que as demais sejam amplas, como a apuração do fato e ainda mais o julgamento, que evidentemente é feito a todos. E quando se desce aos critérios usados, ao menos no âmbito da CVM, para soluções conciliatórias – como é o caso do termo de compromisso – pode-se perceber que os fatos dos outros acusados também são levados em conta, não apenas os dos proponentes. Isso se dá porque, ao avaliar a conveniência e a oportunidade de celebração do termo de compromisso, avalia-se a economia processual e a viabilidade da continuidade do processo apenas contra determinados acusados.

10. Pela mecânica observada para negociação, também, o processo precisa ficar parado por inteiro para se tentar chegar a uma solução conciliatória. Isto por si só não é determinante para impedir a prescrição, pois se a regra fosse clara no sentido de só interromper para os proponentes, a Administração teria que se organizar de modo a impedir que os processos fossem prejudicados por isso. Mas não sendo clara, é também razoável que se entenda que a interrupção é geral. Com isso, tem-se um equilíbrio entre a economia processual que se pode obter com termos de compromisso e a necessidade de manter uma duração razoável, o que a prática da CVM é capaz de atingir com os prazos internos de negociação de termos de compromisso.

11. Assim, em conclusão, entendo que as tentativas de solução conciliatória verificadas nos autos são aptas e interromper a prescrição para todos os acusados e voto por rejeitar o argumento da defesa do acusado Gabriel.

12. Por fim, registro brevemente divergência sobre o entendimento do II. Relator para afastar a prescrição quinquenal. A aplicação do prazo de prescrição criminal somente poderia alcançar condutas de acusados por alguma infração administrativa que correspondesse a algum crime. Embora o *front running* seja, economicamente, equivalente à prática de *insider trading*, não me parece que pelo princípio de tipicidade estrita se poderia equiparar a infração administrativa a crime neste caso. Além disso, a conduta atribuída a Gabriel nem mesmo poderia teria essa proximidade, já que foi acusado apenas de infrações não equiparáveis, até onde me parece, a algum crime em tese.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

### III – DOSIMETRIA PARA O *FRONT RUNNING*

13. Antes de tratar da dosimetria, registro, em respeito à Defesa de Márcia Coelho, que em meu entendimento a tese jurídica sustentada seria procedente se a acusada não tivesse recebido a informação. Com efeito, se o operador tivesse apenas recomendado a negociação, sem explicar as razões de sua recomendação, como na descrição resumida do diálogo havido entre a Acusada e o operador da corretora, a infração seria praticada apenas por quem usou a informação, ainda que em benefício apenas alheio. Mas pelos diálogos transcritos no voto de relatoria, parece-me que a Acusada não fez uma descrição correta dos fatos e acompanho o entendimento do Relator.

14. Pois bem. No que tange à dosimetria, o Il. Relator entendeu configurada a infração e votou pela aplicação de multa pecuniária com pena-base em R\$ 400 mil pois o benefício econômico auferido pelos acusados teria sido “ínfimo”.

136. Uma vez que o benefício econômico auferido por Márcio Varejão e Márcia Coelho apontado pela Acusação foi *ínfimo*, entendo razoável a fixação da pena-base em valores absolutos, em linha com os precedentes desta Autarquia. Desse modo, fixo o da pena-base em R\$ 400.000,00 (quatrocentos mil reais). (grifei) (notas omitidas)

15. Conforme informa o voto do relator, Márcio Varejão alcançou um resultado positivo de pouco mais de R\$ 8 mil em duas operações. Márcia obteve resultado positivo de R\$ 8,5 mil.

16. A lógica do direito punitivo é que a infração de potencial ofensivo reduzido, como o furto de pequenas montas (para tratar de infração que em última análise tem o mesmo bem jurídico no núcleo, i.e., o patrimônio), tem reprovabilidade menor a ponto de a pena ser substituída por algo menos grave. O Relator propõe solução em sentido diametralmente inverso: já que foi o benefício foi ínfimo, a pena tem que ser muito mais grave.

17. No fim das contas, o que o §136 do il. voto de relatoria me parece dizer é: como seguir o critério aplicado para todos resulta num valor baixo de condenação, é preciso encontrar outro critério para aumentar a pena. Não me parece adequada a um processo punitivo num Estado de Direito essa forma de decidir, em que o julgador busca outro padrão decisório por deparar-se com um resultado do padrão consolidado que entende insatisfatório, quando em detrimento dos acusados. Em última análise, trata-se da retroatividade de entendimento mais gravoso.

18. Discordo também por alguns ângulos mais específicos.

19. Primeiramente, observo um ponto sobre a classificação dos benefícios como ínfimos. São poucos milhares de reais, mas não vêm “do nada”, nem “do mercado” indistintamente. Em última análise, são subtraídos do resultado que deveria ter sido alocado especificamente para o cliente “à frente” de quem os partícipes “correram” no *front running*. Ou seja, é grave. Mas pagar duas vezes e meio o benefício indevido, só em multas, sem prejuízo do dever de indenizar, também é grave. E tem sido considerado uma reprimenda justa pelo próprio Colegiado.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

20. Discordo da pena proposta por isonomia. Veja-se, p.ex., no julgamento do PAS 19957.003798/2017-27 (rel. Dir. Gustavo Gonzalez, 9.6.2020), prática de manipulação de preços, também vedada pela ICVM 8 como o *front running*, ganhos ilícitos de R\$ 116.813,58, R\$ 128.077,08 e R\$ 175.316,27 foram punidos com multas de, respectivamente, R\$ 292.033,96, R\$ 256.154,16 e R\$ 350.632,53. E neste autos se propõe punir quem obteve vantagens mais de 15 vezes menores com uma pena consideravelmente maior.

21. Também discordo quando examino os incentivos: a equivalência acima descrita mostra que quem está disposto a lesar terceiros em alguma medida não tem um desincentivo significativo a reduzir o volume de sua operação irregular. Por um lado, reconheço que se pode descrever o incentivo adequado, já que qualquer mínima violação geraria penas muito graves.

22. Mas essa seria uma análise incompleta do ponto de vista econômico, ao não computar o incentivo daqueles agentes que estarão dispostos a incorrer no risco de punição dessa ordem de grandeza. Para estes, a mensagem é: para quem for incorrer no risco de detecção, é zero o valor esperado da punição pelos benefícios indevidos adicionais, até o limite de dois quintos da multa de valor fixo aplicada para casos de benefícios não expressivos.

23. Usando como exemplo o valor proposto para pena-base, de R\$ 400 mil, tanto faz lesar em R\$ 8 mil, quanto lesar em R\$ 80 mil, ou, por hipótese, R\$ 160 mil. É outra forma de dizer que para quem obteve vantagem indevida lesando terceiros em R\$ 8 mil, causar mais R\$ 152 mil de prejuízo não tem qualquer punição.

24. Além disso, com base nos próprios precedentes trazidos pelo Relator, a dosimetria é contrária ao entendimento consolidado deste Colegiado. Como fundamentos para estabelecer a pena-base, o II. Relator referiu-se a dois precedentes: (i) PAS 19957.001813/2020-06, Rel. Dir. Flávia Perlingeiro, j. em 22.9.2020; e (ii) PAS 19957.005174/2019-14, Rel. Pres. João Pedro Nascimento, j. em 11.10.2022.

25. No PAS CVM nº 19957.001813/2020-06, a pena-base de multa de R\$ 500 mil foi aplicada a apenas um dos quatro acusados, cujo benefício econômico *não* foi auferido pela superintendência responsável. Além disso, foi esse acusado que exerceu a coordenação do esquema. Os demais, que não coordenaram o esquema, também não tiveram seus benefícios econômicos apurados em valores exatos. E *por isso* a Relatora votou pela aplicação de multa pecuniária com pena-base de R\$250 mil. A Diretora, na ocasião, ainda deixou claro que, *por não haver benefício econômico certo constatado*, a multa não seria aplicada com base em um múltiplo do valor atualizado da vantagem econômica indevidamente obtida:

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



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

96. No mesmo sentido (...) a própria Acusação reconheceu que não foi com relação à totalidade das operações de *day trade* que se pôde verificar uma antecipação aos clientes da Credit Suisse, entretanto **não discriminou os ganhos obtidos** apenas nas operações em que verificada a irregularidade. **Por essa razão, não cabe considerar a integralidade dos lucros auferidos como vantagem indevida** e, como não consta dos autos a informação sobre os lucros obtidos (...) a **multa não será aplicada com base em um múltiplo do valor** atualizado da vantagem econômica indevidamente obtida. (grifei) (notas de rodapé omitidas).

26. Já no PAS CVM nº 19957.005174/2019-14, o outro precedente referido pelo Relator, o Colegiado só aplicou pena-base de multa sem relação com valores obtidos a um entre seis acusados que, diferentemente dos demais, não fez negócios no mercado, não lhe sendo aplicável o critério de múltiplo. Os demais condenados tiveram os benefícios econômicos apurados no processo, e o Colegiado seguiu o entendimento do Relator de aplicar a multa equivalente a duas vezes e meia a vantagem econômica indevidamente obtida. Destaco aquele caso como precedente porque lá a Acusação constatou um benefício, também módico, de aproximadamente R\$ 13 mil, diante do que a multa, com o valor corrigido, alcançou pouco mais de R\$ 44 mil – mesma ordem de grandeza que no caso julgado nesta data (considerando a atualização monetária):

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

27. Aplicando-se idêntica parametrização a este caso, inclusive com a atualização pelo IPCA, chega-se aos seguintes valores, na mesma ordem de grandeza do caso acima citado:

*Márcio Varejão*

Vantagem econômica obtida com as operações irregulares	Data da última operação	Período para atualização	Índice de correção no período	Valor atualizado (IPCA)	Valor da multa (2,5 vezes o valor da operação irregular)
R\$ 8.000,00	24/5/2013	mai/2013 a set/2024	1,89490350	R\$ 15.159,23	R\$ 37.898,07

*Márcia Coelho*

Vantagem econômica obtida com as operações irregulares	Data da última operação	Período para atualização	Índice de correção no período	Valor atualizado (IPCA)	Valor da multa (2,5 vezes o valor da operação irregular)
R\$ 8.500,00	2/1/2014	jan/2014 a set/2024	1,83392760	15.588,38	R\$ 38.970,95



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

28. Dessa forma, em divergência ao Il. Relator, voto pela aplicação das penas-base de duas vezes e meia o valor de seus benefícios indicados na tabela acima. Acompanho a aplicação da atenuante de bons antecedentes, com redução de 15%, pelo que voto pela condenação dos acusados como a seguir:

- (i) Márcio Varejão: **multa de R\$ 32.213,35.**
- (ii) Márcia Coelho: **multa de R\$ 33.125,3.**

## II – ACUSADOS EVANDRO CAMPOS E GIZELE MORA

29. Respeitosamente, divirjo do il. Relator sobre as conclusões alcançadas sobre os acusados Evandro e Gizele.

30. Gizele sustenta ter realizado de diversos esforços voltados a evitar atuações como as verificadas no caso, que descreveu em sua defesa, como: elaboração e divulgação de códigos de ética e conduta da corretora; cobrança do cumprimento das regras dos códigos, indicando a realização de auditorias com duração de um a três meses por ano para verificar falha nos procedimentos; verificação de auditoria interna, treinamento de agentes para cumprimento das normas, verificação de que os operadores de mesa conheciam a proibição do uso de celulares, entre outras. Apresenta algumas provas nesse sentido, de que é exemplo a correspondência da BSM sobre a auditoria do programa de qualificação operacional, direcionada a sua pessoa, o que corrobora sua afirmação de que elaborou o programa. Apresenta e-mails com exemplos de sua atuação em controles. Também relata a importante circunstância de que no início de sua atuação, muitos agentes autônomos descumpriam a regra de uso de celular na mesa de operação, e que isso foi reduzido pela implementação de câmeras de vídeo, regra cujo cumprimento afirmou observar.

Também me chamou atenção o relato sobre a inspeção de rotina da própria CVM, realizada em setembro de 2013, em que foram determinadas 48 ordens, todas atendidas, e entre tal inspeção e sua saída da empresa em maio de 2014, não houve relatório da autarquia que indicasse qualquer falha de diligência por parte dessa acusada. Noto que a época dessa inspeção é coincidente com o período em que M.R. cometeu as irregularidades, o que mostra o que deveria ser mais óbvio no sentido de que não há controles internos infalíveis. Mesmo o cumprimento integral de recomendações da inspeção não foi capaz de impedir o cometimento de infrações. Isto não é de forma alguma crítica ao trabalho de inspeção, mas apenas à noção implícita à acusação de que, dada a insuficiência dos procedimentos, isso necessariamente representa falha de todos os que têm deveres de evitar certas práticas.

Algumas afirmações de Gizele não contam com prova documental, mas a circunstância de ter proferido sua própria defesa da tribuna permitiu-me formar convencimento suficiente da sinceridade e veracidade de suas afirmações. Acrescento que esse convencimento é bem mais que o mínimo suficiente para me gerar dúvidas que pesariam a favor do réu – até porque o relato



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

é corroborado por alguma prova documental que conseguiu produzir, mesmo já tendo se desligado da empresa anos antes.

Destaco também uma questão temporal meu ver de grande relevância. A acusada foi diretora de controles internos apenas durante o período de 22.5.2012 a 9.7.2012. Assim, durante o período apurado das infrações cometidas pelo agente autônomo M.R., com os acusados Márcio e Márcia, no período em que atuou na corretora (agosto de 2013 a fevereiro de 2014), Gizele não era responsável pelos controles internos. Além disso, a acusada desliga-se da corretora no início de maio de 2014, pouco depois do período em que M.R. atuou na empresa, sendo irrazoável e irrealista considerar como conduta diversa exigível que tivesse detectado as infrações em tão exíguo prazo.

É verdade que Gizele era diretora estatutária e isso lhe trazia responsabilidades. Mas a responsabilidade corresponde ao dever de agir para reduzir a chance de irregularidades. No fim das contas, a afirmação de que o dever de diligência dos *gatekeepers* é uma obrigação de meio, que tão facilmente se repete, vira apenas uma sequência de palavras repetida com alguma função de salvaguarda para que se decida exatamente como se a obrigação fosse de resultado

Acrescento que a convicção pela atuação correta da acusada não contraria minha condenação da pessoa jurídica, pois o fato é que, como bem demonstrado pelo II. Relator, alguns controles internos de alta relevância não eram observados. Mas é ônus da acusação demonstrar a conduta de cada acusado e a relação causal entre essa conduta e as situações irregulares e possíveis infrações. E nesse ponto trago alguns pontos sobre o funcionamento da Gradual à época e o acusado Gabriel Júnior.

31. Entendo que as situações tanto de Gizele Mora quanto de Evandro Campos são significativamente afetadas pelos fatos atribuídos a Gabriel. Apesar de ter acompanhado a conclusão do Relator sobre este último não poder ser condenado, por não ocupar formalmente a função a que cabiam os deveres cuja violação lhe foi imputada, isto não afasta a constatação fática de que concretamente tinha um papel relevante na Gradual. Como diz a defesa de Gizele, *“todos os depoentes são consonantes quanto a quem era o diretor responsável pela filial do Rio de Janeiro [...]. [O] diretor Gabriel ia semanalmente [...] monitorar e administrar a filial [do Rio de Janeiro].”*

32. Assim, a meu ver não há elementos probatórios para estabelecer com clareza suficiente qual era o papel que cabia a cada um diante da realidade em que o acusado Gabriel efetivamente tinha funções que não correspondiam à sua assunção de responsabilidade formal.

33. Em conclusão, as imperfeições no funcionamento da Gradual, e especialmente o cometimento de infrações que dependem de deliberada violação de normas por um agente autônomo, não foram causadas por qualquer omissão de Gizele Mora, que a meu ver demonstrou ter agido como lhe seria exigível, pelo que voto por sua absolvição.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

34. Sobre Evandro Campos, o acusado alega que não abriu mão do cargo, tendo apenas seguido ordens como funcionário e sido impedido de exercer sua função e levou a sua demissão. Reconhece não ter provas, mas seu depoimento faz parte do conjunto probatório. A prova do depoimento pessoal não pode ser considerada como definitiva, mas se não posso, por óbvio, atestar a veracidade do que o acusado afirma pelo livre convencimento entendo que tem verossimilhança suficiente para me fazer crer no que afirma.

35. Evandro reconhece o erro de ter aceitado o cargo sem noção das responsabilidades. Entendo que os erros são proporcionais a uma reprimenda que leve em conta as circunstâncias, de que certas situações lhe foram determinadas por superiores, e não ser viável recusar ordens como funcionário. Isto não afasta de todo sua responsabilidade – a ponto de o acusado reconhecê-la – mas a meu ver a mitiga, pois se a pedra de toque a punição é a exigibilidade de conduta diversa, quanto maior a dificuldade de praticá-la, menos grave é a infração. Ademais, como afirmei no §31 acima, a realidade da governança da Gradual também dificulta a aferição do que em que medida seria possível que Evandro fizesse. Entendo, portanto, que há elementos para sua condenação, mas suficientes apenas para constatar uma gravidade reduzida.

36. Acrescento, por fim, que o acusado mencionou sua condição financeira como justificativa do apelo de que eventual multa lhe fosse imposta em um valor que lhe permitisse pagá-la. Ocorre que a capacidade econômica do infrator é um fator que a Lei 6.385, a partir da alteração pela 13.506, determina que deve compor a fundamentação. Diz o art. 11, §1º que “*a multa deverá observar, para fins de dosimetria, os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, a capacidade econômica do infrator e os motivos que justifiquem sua imposição (...)*”. Em que pese a dificuldade prática de obedecer a lei, trata-se de requisito objetivo de qualquer fundamentação de dosimetria, e dado que o acusado em questão fez expressa menção a esse fator, com declarações verossímeis, entendo que sua capacidade econômica deveria, nos termos cristalinos da lei, ser considerada a fim de encontrar uma dosimetria justa – exercício que me abstenho de fazer por entender apropriada a pena de advertência.

37. Em conclusão, pelo exposto neste tópico, voto:

- Pela absolvição de Gizele Mora da acusação de não ter agido com probidade, boa fé e ética profissional (infração ao art. 4º, §4º, da Instrução CVM 505).
- Pela condenação de Evandro Campos à pena de advertência por infração ao art. 4º, §4º, da Instrução CVM 505.

Rio de Janeiro, 10 de dezembro de 2024.

**João Accioly**

Diretor