

**AO CONSELHO DE SUPERVISÃO DA BM&FBOVESPA SUPERVISÃO DE  
MERCADOS - BSM****Processo Administrativo Ordinário nº 40/2016**

**GRADUAL CORRETORA DE CÂMBIO, TÍTULOS E VALORES  
MOBILIÁRIOS S.A.**, inscrita no CNPJ/MF sob o nº 33.918.160/0001-73, com sede  
na Cidade de São Paulo, Estado de São Paulo, na [REDACTED]

[REDACTED]  
[REDACTED] (“Gradual CCTVM”, “Corretora” ou “Gradual”) e **GIZELE VICENTE MORA**,  
brasileira, inscrita no CPF/MF sob o nº [REDACTED] residente e domiciliada na

[REDACTED] (“Diretora” ou “Gizele”, e quando em  
conjunto com Gradual, “Defendentes”), vêm à presença dessa D. BM&FBovespa  
Supervisão de Mercados – BSM (“BSM”), por meio do procurador infra assinado,  
apresentar

**DEFESA ADMINISTRATIVA**



com fulcro no artigo 3º do Regulamento Processual da BSM, bem como nos fundamentos de fato e de direito que a seguir expõe:

**(i)**

**DA TEMPESTIVIDADE E**  
**CONSIDERAÇÕES INICIAIS**

**i.1 TEMPESTIVIDADE**

1. A intimação para apresentação desta Defesa Administrativa (“Defesa”) no âmbito do Processo Administrativo Ordinário nº 40/2016 (“Processo Administrativo nº 40/2016”) foi recebida pelos Defendentes em 08 de fevereiro de 2017, data a partir da qual começou a correr o prazo de 30 dias de que trata o art. 3º do Regulamento Processual da BSM, com vencimento em 10 de março de 2017.

2. Outrossim, em 02 de março de 2017 foi protocolizado pedido de dilação de prazo de 30 (trinta) dias junto à D. BM&FBovespa Supervisão de Mercados – BSM (“BSM”), que foi deferido mediante o Ofício PF/BSM/SJUR/PAD-0099/2017, de modo que o prazo final é 13 de abril de 2017.

**i.2 DA TRAJETÓRIA BEM SUCEDIDA DA GRADUAL**

3. Primeiramente, é importante pontuar que a Gradual tem mais de 25 (vinte e cinco) anos de funcionamento como uma corretora “*fullservice*”, sendo reconhecida durante todo esse período pela sua atuação consistente no mercado, e com a qualidade atestada por diversas certificações obtidas junto a renomadas instituições de mercado.

4. Atualmente, a Gradual atua junto a mais de 6006 clientes ativos, contemplando um total de 6.230.748 operações por ano, que representam a movimentação de

quantias estimadas em R\$ 29.290.655.336,76 bilhões, com média mensal de 519.229 operações e volume de negócios de R\$ 2.440.887.944,73 bilhões.

5. Tal quadro positivo é fruto de um *track record* que conjuga, no exercício das atividades, a atenção às peculiaridades e objetivos de cada cliente, dentro dos limites regulatórios e autorregulatórios, bem como os cuidados que todo "homem" probo e diligente tem com seus próprios negócios, a fim de preservar e cultivar a relação fiduciária existente entre a Gradual e seus clientes.

6. Nesse contexto, a Gradual tem sua atuação pautada no acompanhamento das atividades dos seus clientes e operações por ela intermediadas, com vistas à observância dos parâmetros legais e infralegais pertinentes ao mercado.

7. Para fins de cumprimento de sua obrigação fiduciária com sucesso, a Gradual adota elevados padrões internos de diligência que buscam garantir a segurança na oferta de seus produtos e serviços, dedicando a devida atenção para as operações nas operações nas quais figura como intermediária.

8. Esta atuação diligente foi devidamente evidenciada ao longo do Processo Administrativo nº 40/2016 e será agora retomada ao longo desta Defesa, de modo a certificar a regularidade das condutas da Gradual, que justificará o subsequente arquivamento do Processo em questão.

**(ii)**

**BREVE RESUMO DOS FATOS**

9. O Processo Administrativo Ordinário nº 40/2016 foi instaurado tendo por base o Parecer da Superintendência de Acompanhamento de Mercado nº 38/2014 (Ref. BSM 0716/2014), que alegou terem ocorrido supostas irregularidades envolvendo a negociação de estratégia de volatilidade de IBOVESPA ("VOI") pela Corretora e alguns de seus operadores, em nome do cliente Sr. [REDACTED].





10. A investigação afirmou que no período entre 03.02.2014 e 27.03.2014 a Gradual teria internalizado ordens para negociação da estratégia de Volatilidade de IBOVESPA fora do ambiente de Bolsa. Segundo o parecer, a Corretora teria oferecido aos seus clientes ambiente de negociação paralelo, prática conhecida como “*call de mesa*”, e posteriormente registrado os negócios já previamente acordados na Bolsa via execução das operações componentes da estratégia nos mercados futuro e de opções de IBOVESPA.

11. Ato contínuo, em situações nas quais não teria sido possível a execução das operações na Bolsa nos preços apregoados no “*call de mesa*”, a Corretora, por meio de seus operadores, teria realizado negócios diretos intencionais simulados no mercado futuro de IBOVESPA. Segundo a investigação, teriam sido realizados 29 *day trades*, com o propósito de compensar a diferença entre os preços combinados no “*call de mesa*” e os valores que foram efetivamente executados nas operações na BM&FBovespa.

12. Em resposta ao Ofício de nº 0523/2014-DAR-GAM-BSM, a Corretora informou que não identificou indícios de irregularidades nas operações citadas pela D. BSM.

13. Não obstante, o Processo Administrativo foi instaurado, tendo a Gradual CCTVM sido acusada de descumprimento do disposto no art. 59 da ICVM 461, bem como do inciso I da Instrução CVM nº 8, de 08 de outubro de 1979 (“ICVM 08/79”), conforme conceito previsto no inciso II, alínea “a” da mesma norma.

14. Da mesma forma, a Diretora Gizele foi acusada de descumprimento do art. 32, inciso I da Instrução CVM 505, de 27 de setembro de 2011 (“ICVM 505/11”) por não ter, supostamente, zelado pelo regular funcionamento do mercado, ao não ter impedido a atuação dos operadores e da Corretora na execução dos fatos acima descritos.



**(iii)**

## **DO MÉRITO**

### **iii.1) DO DOLO NA CONDUTA DOS AGENTES**

15. Alegou esta D. BSM que a Gradual teria ofendido o item I da Instrução da ICVM 08/79 ao realizar *day trades* com o intuito de compensar os Participantes pela diferença entre o preço negociado em ambiente fora do mercado organizado e aquele negociado na BM&FBovespa. O referido inciso apresenta a seguinte redação:

*I - É vedada aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários, a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a manipulação de preço, a realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não eqüitativas.*

16. A mesma instrução traz a definição do que seriam condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários:

*II - Para os efeitos desta Instrução conceitua-se como:*

*a) condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários aquelas criadas em decorrência de negociações pelas quais seus participantes ou intermediários, por ação ou omissão dolosa provocarem, direta ou indiretamente, alterações no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários;*

(Grifou-se)

17. Pela definição apresentada, percebe-se que não merece prosperar a acusação feita por esta D. BSM. Em primeiro porque, conforme trecho em destaque da norma, é necessário que tenha havido dolo, a intenção de praticar ato lesivo e



ilícito que gerasse alterações nas condições do mercado, aliada a um prejuízo à terceiros que acarretasse em vantagem patrimonial ao infrator.

18. Isto é o que estabeleceu a Comissão de Valores Mobiliários, no Parecer/CVM/SJU/Nº 001, de 05 de janeiro de 1981, exarado pelo diretor Paulo Cezar Aragão:

*4.1 A responsabilidade pelo ilícito ocorre em virtude da culpabilidade, gênero onde a doutrina dominante classifica as espécies dolo e culpa, em sentido estrito.*

*O dolo distingue-se da culpa pelos elementos que o compõem: conhecimento do ilícito e vontade de praticá-lo para obtenção de um resultado.*

*E o processo administrativo disciplinar, visa, justamente, a determinar a ocorrência do ilícito e a responsabilidade dos infratores para cominar-lhes as sanções previstas em lei.*

19. Emprestando a definição do direito civil, Washington de Barros Monteiro definiu dolo como "o artifício ou expediente astucioso empregado para induzir alguém à prática de um ato, que o prejudica, e aproveita ao autor do dolo ou a terceiro"<sup>1</sup>.

20. Ora, o objetivo dos operadores ao realizar as operações de *day trade* questionadas pela D. BSM não foi outro que não o de operacionalizar a negociação solicitada pelo cliente. Não houve por parte destes qualquer intenção de prejudicar terceiros ou mesmo auferir qualquer vantagem pessoal. Tanto que estes não perceberam qualquer vantagem pecuniária com a realização das transações.

<sup>1</sup> MONTEIRO, Washington de Barros. Curso de Direito Civil, v.1. Parte Geral. 41 ed. rev. e atual. por Ana Cristina de Barros Monteiro França Pinto. São Paulo: Saraiva, 2007.p. 236

21. Não é possível a configuração do ilícito em questão sem a presença do dolo. E o dolo, para os fins da norma, não pode ser eventual. Ele deve ter sido a razão precípua da realização do ato ilícito, conforme leciona Silvio de Salvo Venosa:<sup>2</sup>

*O dolo há de ser essencial, isto é, mola propulsora da vontade do declarante. Deve, em outro conceito, estar na base do negócio jurídico. Caso contrário, será dolo acidental e não terá potência para viciar o ato.*

22. Conforme já afirmado, não há que se falar em dolo por parte dos operadores, uma vez que estes estavam, no seu entender, agindo no melhor interesse de seus clientes e em cumprimento de seu dever. A acusação não demonstra, em qualquer momento, o dolo de criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários por parte destes. Não há qualquer diálogo ou indício que demonstre que os operadores agiram tendo como “mola propulsora” a performance do ato ilícito, conforme definido pela ICVM 08/79. Este ônus, conforme afirma Arnold Wald, cabe exclusivamente a quem alega, ao prejudicado ou, *in casu*, à entidade fiscalizatória<sup>3</sup>:

*O dolo não se presume, devendo ser provado pelo prejudicado. O direito anterior admitia um caso de dolo presumido que era a lesão enormíssima. Ocorria, quando havia um desequilíbrio entre as prestações das partes de tal ordem que uma delas tinha um valor inferior à metade da outra. A lesão enormíssima equiparava-se ao dolo, mas foi excluída pelo Código Civil de 1916, atendendo à sua índole liberal.*

23. Some-se a este fato a já alegada ausência de vantagem na realização das transações, bem como a total inexistência de prejuízos à terceiros, que demonstra cabalmente a inexistência de dolo na prática da atividade ilícita descrita pela norma.

<sup>2</sup> VENOSA, Silvio de Salvo. Direito civil: parte geral. V.1 8 ed. São Paulo: Atlas, 2008. p.395

<sup>3</sup> Wald, Arnoldo. Direito Civil. Introdução e Parte Geral. 11. ed. reformulada. São Paulo: Saraiva, 2009. p.248



### iii.2) DA IMPOSSIBILIDADE DE RESPONSABILIZAÇÃO DA CORRETORA POR ATOS PRATICADOS POR SEUS OPERADORES

24. Um ponto crucial para a análise da imputação à Corretora da infração de que trata o inciso I da ICVM 08/79 é a análise da natureza do tipo ali descrito. Conforme visto, para a caracterização do ilícito, a lei exigiu o dolo, seja na ação, seja da omissão. Conclui-se, assim, a instrução tipificou uma infração de natureza **subjetiva**. Estivéssemos diante de um ilícito de natureza objetiva, o *animus*, o intuito do agente, não seria inserido como requisito para a caracterização.

25. Conforme se sabe, a pessoa jurídica é uma ficção legal. Uma vez que não possui existência social real, possui personalidade concedida por meio da técnica jurídica. São, portanto, incapazes de ação em sentido natural. É o que afirma o mestre italiano Giuseppe Bettiol<sup>4</sup>:

*sujeito capaz de ação é apenas o homem, entendido como entidade psico-física, como entidade que pode cumprir uma ação animada por um processo psicológico finalístico, ainda que não passível de reprovação.*

26. É por essa exata razão que a pessoa jurídica deve ser sempre apresentada por uma pessoa física, a quem compete expressar para o mundo exterior a vontade e as atitudes da pessoa jurídica. Estabelece-se, portanto, uma relação de representação.

27. Ora, ficção legal que é, a pessoa jurídica é incapaz de possuir, ela própria, o *animus*, a intenção em praticar ou deixar de praticar determinada ação. Nas palavras de Winfried Hassemer<sup>5</sup> “o dolo e a culpa são os dois elementos de uma conduta humana, dos quais resulta positivamente a possibilidade de imputação subjetiva.”

<sup>4</sup> Giuseppe Bettiol, Direito Penal, Vol. I, São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1966, tradução de Paulo José da Costa Júnior e Alberto Silva Franco.

<sup>5</sup> Winfred Hassemer, Introdução aos Fundamentos do Direito Penal, Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris Editor, 2005, tradução de Pablo Rodrigo Alfien da Silva.



**28.** Impossível, portanto, imputar à pessoa jurídica a prática de infração para a qual a caracterização exige dolo ou culpa. Quisesse a lei permitir a responsabilização da pessoa jurídica nesta hipótese, teria estabelecido uma tipificação cuja responsabilidade fosse objetiva e, portanto, imputável às empresas, associações e etc., como é o caso das infrações administrativas ambientais. Conclui-se, assim, que o enquadramento de eventual conduta da Corretora no fato típico descrito no inciso I da ICVM 08/79 é atécnico e juridicamente inviável.

**29.** Ainda que assim não fosse, a responsabilização da Corretora pelos feitos de seus operadores em ilícitos de natureza subjetiva – e que, portanto, exigem o dolo – se mostra indevida por uma segunda razão. Conforme analisado acima, a relação entre a pessoa jurídica e as pessoas físicas que a apresentam é uma relação de representação. Nos termos do art. 149 Código Civil:

O dolo do representante legal de uma das partes só obriga o representado a responder civilmente até a importância do proveito que teve; se, porém, o dolo for do representante convencional, o representado responderá solidariamente com ele por perdas e danos.

**30.** Em esclarecimentos ao conteúdo dessa regra, Arnold Wald lecionou o seguinte<sup>6</sup>:

Se houver dolo do representante de uma das partes, a representada só será responsável pelos danos causados à medida que tiver proveito com a operação (art. 149 do CC). A ideia dominante é a irresponsabilidade do representado pelo ato ilícito do representante, salvo se com ele tiver alguma vantagem, caso em que responde pelo prejuízo do terceiro até o limite da vantagem auferida, a fim de ser evitado o enriquecimento sem causa.

**31.** Percebe-se, assim: 1) a inviabilidade de se imputar à Corretora a infração de que trata o inciso I, da ICVM 08/79 por tratar-se de ilícito de natureza subjetiva; 2) ainda que assim não fosse, qualquer responsabilização deveria ser limitada ao proveito que esta tenha obtido com a operação, uma vez que atuação dolosa, na

<sup>6</sup> Wald, Arnoldo. Direito Civil. op. cit. p.249

hipótese de ter ocorrido, o que somente se admite a título de argumentação, foi realizada por seu representante.

### **iii.3) DA RESPONSABILIZAÇÃO DA DIRETORA PELO DESCUMPRIMENTO DO ART. 32, INC. I DA ICVM 505/11**

**32.** Preliminarmente, antes de adentrarmos na discussão específica a respeito da conduta esperada da Diretora, cabe destacar uma impropriedade na tipificação da conduta de Gizele.

**33.** O art. 32, I, da ICVM 505/11 indicado, trata de obrigações imputáveis ao intermediário e não aos seus representantes ou diretores. Tanto o é, que a infração está inserida no capítulo, "Dos Deveres dos Intermediários". Aos diretores e representantes do intermediário cabe a obrigação de fazer cumprir as normas a que a instituição está sujeita, conforme preleciona o art. 4º da ICVM 505/11. Esta instrução estabelece ainda que devem os diretores "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".

**34.** São estas a obrigações que são descumpridas pelos Diretores em hipóteses de não conformidade, pela Corretora, com alguma norma (obrigações de diligência, probidade, boa-fé e ética) e não aquelas descritas no art. 32, I, uma vez que estas, como dito, só podem ser imputadas ao próprio intermediário, enquanto pessoa jurídica.

**35.** De qualquer forma, cabe analisar a atuação da Diretora no cumprimento de seus deveres de zelar pelo cumprimento das normas às quais a Corretora está sujeita.

**36.** Semelhante ao que estabelece o art. 153 da Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976 ("Lei da Sociedade por Ações"), ao disciplinar o dever de diligência dos



administradores de sociedades anônimas abertas, o §4º do art. 4º da ICVM 505/11 trouxe o dever do diretor indicado pelo intermediário como responsável pelo cumprimento das normas previstas na referida instrução de empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência esperados de um profissional em sua posição.

**37.** Sem embargo desta questão, importa reconhecer a dificuldade de se extrair, no caso concreto, o comportamento que se poderia esperar dos administradores ou dos diretores em cada hipótese. Isto porque o termo “diligência” não possui um conceito definido pela legislação e nem mesmo é uniformemente interpretado em todas as situações, devendo ser avaliado em cada caso.

**38.** Por esta razão, os doutrinadores promoveram um “desmembramento didático” das condutas razoavelmente esperadas daqueles que exercem cargos de administração em companhias, identificando ao menos cinco aspectos relacionados ao bom cumprimento desse dever: (i) qualificar-se, (ii) bem administrar, (iii) informar-se, (iv) investigar e (v) vigiar.

Feitas essas considerações, é importante destacar por seu turno, que a obrigação do diretor de diligência é de meio e não de fim. Em outras palavras, o diretor obriga-se apenas a adotar o comportamento apropriado, com a devida diligência, mas não pela efetiva obtenção de resultado. Assim, em tese, o diretor não poderá ser pessoalmente responsabilizado pelo resultado de sua gestão quando agir de forma diligente, bem informada, refletida e desinteressada, sem desvio de conduta ou omissão no exercício de suas atividades.

**39.** A diligência da Diretora acusada pode ser comprovada por meio das políticas e procedimentos de *compliance* adotados pela Corretora, por meio da atuação de seus diretores.

**40.** A Corretora sempre pautou sua atuação pelos mais elevados padrões de ética e de atendimento à normas de governança corporativa às quais está sujeita.

41. Além de adotar um Código de Conduta Ética, a Corretora sempre se preocupou em dar ampla publicidade interna sobre as diretrizes presentes nesse código, tomando todas as medidas para se certificar que seus representantes e Operadores tivessem conhecimento e se comprometessem a cumprir estas regras constantes nesse documento.

42. Ao ingressarem na Corretora, os operadores assinam um termo de responsabilidade, no qual aderem ao Código de Conduta Ética e demais normas internas da Gradual. Adicionalmente, as operações realizadas são objeto de constante fiscalização tanto pela área de *compliance*, quanto pelos órgãos reguladores aos quais a Corretora está sujeita. As gravações das operações são diariamente monitoradas por um profissional de *compliance* da Gradual.

43. Fica claro, assim, que os Diretores da Gradual, no cumprimento de seu dever, criaram políticas e práticas que visavam coibir e identificar eventuais desvios de conduta ou descumprimento de normas dentro da Corretora. Ocorre que, em razão do volume diário de operações, como é feito em qualquer outra empresa de atividade semelhante, a fiscalização e a escuta de operações é realizada por amostragem, de forma que é materialmente inviável a verificação de todas as gravações e transações realizadas por todos os operadores em um único dia. Demonstra-se, assim, que não faltou por parte dos Diretores da Gradual, a diligência esperada de um homem médio.

44. A Corretora possui uma atuante área de *compliance*, cuja principal função é assegurar o correto cumprimento das normas e disposições legais, estabelecendo procedimentos alinhados às exigências dos órgãos reguladores competentes e às estratégias da organização. De acordo com a divisão de competências internas da Corretora, a área de *compliance* tem como principais funções:

- a) A manutenção de um rígido sistema de controles internos;



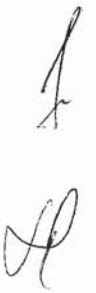
- b) A constante vigilância do mercado e o acompanhamento de informação sobre os fatos e os agentes econômicos que permitem identificar operações que fogem aos padrões de normalidade;
- c) A prevenção e combate às operações de lavagem de dinheiro e às situações de conflito de interesses.

**45.** Cabe destacar que aqueles que descumprirem quaisquer das normas de conduta ética da Corretora, estarão sujeitos à aplicação das sanções previstas no Código de Conduta Ética, que podem chegar à suspensão das atividades do profissional por um período determinado ou até mesmo ao desligamento do colaborador do quadro de pessoal da Corretora.

**46.** De se destacar, ainda, que a Gradual é submetida periodicamente a auditorias internas, realizadas por empresas de renome contratadas pela Corretora, bem como externas, realizadas pelos órgãos reguladores do mercado como CVM e BSM, por exemplo. Os relatórios e resultados decorrentes de tais auditorias atestam a conformidade, correção e diligência com as quais a Gradual atua.

**47.** Neste ponto é importante esclarecer o conteúdo da comunicação assinada pela Diretora, na qual afirmou que não identificou indícios de irregularidades nas operações citadas no Ofício. Conforme dito, a Corretora sempre foi submetida a auditorias e fiscalizações dos órgãos reguladores aos quais está sujeita, dentre eles a própria BM&FBovespa. Até aquele momento, não havia qualquer manifestação ou posicionamento da Bolsa indicando a irregularidade de tais operações, de modo que o questionamento surgiu em virtude de uma nova orientação da instituição, à qual a Corretora prontamente se preocupou em atender. A partir daquela data, a Corretora fortaleceu seus sistemas de fiscalização, de modo a coibir a reiteração de tal prática.

**48.** Adicionalmente, a Corretora buscou reforçar internamente a cultura a respeito da proibição de realização de operações fora do mercado de balcão organizado de valores mobiliários nele admitidos, as chamadas operações de "call de mesa".



49. A Corretora é, ainda, instituição certificada e vinculada aos códigos de conduta da Anbima, o que demonstra seu comprometimento com o atendimento não só da regulamentação aplicável, mas também das melhores práticas de governança do mercado brasileiro.

50. Evidencia-se, assim, a diligência da Corretora - pela qual a Diretora é responsável - no desenvolvimento das suas atividades e no cumprimento das normas e regulamentos aos quais está sujeita. Demonstrada a diligência da Corretora, também se demonstra o cumprimento da Diretora do seu dever de zelar para que a Corretora observe todas as normas a que ela está sujeita. Por essa razão, a acusação de descumprimento do dever de zelo e diligência por parte da Diretora não merece prosperar.

### iii.4) DA AUSÊNCIA DE MATERIALIDADE E DA AUSÊNCIA DE VANTAGENS AUFERIDAS PELA GRADUAL

51. Sem prejuízo dos argumentos supra, os quais por si só já atestam as práticas zelosas da Gradual para com a integridade do mercado, é imperioso observar o impacto das operações em tela e aplicação do princípio da insignificância em tais casos.

52. Sobre a aplicação deste princípio às operações de mercado, cumpre destacar que este foi por diversas vezes aplicado pela CVM em suas decisões colegiadas. Neste sentido, colacionamos trecho do voto da Diretora da CVM Norma Parente, na sessão de julgamento do Inquérito Administrativo CVM TARJ2003/4953:

Por outro lado, não se pode perder de vista que a CVM, ao exercer pretensão punitiva, deve sempre adotar como parâmetro determinados princípios que norteiam a correta interpretação e aplicação do direito, sendo interessante destacar, neste caso, os princípios da razoabilidade e da proporcionalidade, que se encontram previstos no artigo 2º da Lei nº 9.784/1993.



Os princípios da razoabilidade e da proporcionalidade, em última análise, traduzem a idéia de um senso-comum de justiça, de valorização da razão, de equilíbrio e moderação frente ao caso concreto. Refletem, também, um posicionamento de harmonia e equivalência entre o bem jurídico violado e a punição que se pretende impor ao autor da irregularidade.

De modo semelhante, mostra-se o princípio da insignificância, que busca assegurar, nos dizeres do professor Cezar Roberto Bitencourt, "uma efetiva proporcionalidade entre a gravidade da conduta que se pretende punir e a drasticidade da intervenção estatal". E acrescenta ensinando que "freqüentemente, condutas que se amoldam a determinado tipo penal sob o ponto de vista formal, não apresentam nenhuma relevância material".

(Destacou-se.)

**53.** Mais adiante, prosseguiu a diretora:

Cabe considerar, ainda, que a CVM, além da função punitiva, possui as funções educativa e orientadora, devendo recorrer àquela apenas quando esgotadas as possibilidades de correção pelas vias administrativas normais, dado o caráter exemplificativo de que se reveste esse procedimento.

**54.** Ora, conforme dados trazidos nos próprios autos do Processo Administrativo nº 40/2016, as operações questionadas envolveram um valor total de apenas R\$ 320.100,00 (trezentos e vinte mil e cem reais), quantia evidentemente irrelevante se considerado o volume total de estratégia de VOI operado em um só dia na BM&FBovespa na época.

**55.** Assim, em atenção aos princípios da razoabilidade e da proporcionalidade nos processos administrativos, previstos na Lei nº 9.784/99<sup>7</sup> e amplamente reconhecidos pela jurisprudência e doutrina, é forçoso concluir que não é razoável a aplicação de sanções severas para punir a suposta prática de ilícito de baixíssimo (ou nenhum) potencial lesivo.

**56.** Ainda, e não menos importante, deve ser considerado o fato de que as operações não representaram auferimento de nenhuma vantagem econômica pela Gradual ou para a Diretora, tampouco prejuízo direto a terceiros.

<sup>7</sup> "Art. 2º A Administração Pública obedecerá, dentre outros, aos princípios da legalidade, finalidade, motivação, razoabilidade, proporcionalidade, moralidade, ampla defesa, contraditório, segurança jurídica, interesse público e eficiência."

**57. Com isso, com base no princípio da insignificância, razoabilidade e proporcionalidade, espera-se desta BSM a não punição dos Defendentes, levando-se em conta ainda a ausência de vantagens econômicas auferidas pelos Defendentes.**

### **iii.5) DO APERFEIÇOAMENTO DOS CONTROLES INTERNOS**

**58.** Não obstante tudo o quanto foi esclarecido, de forma a demonstrar a ausência de cometimento de qualquer das infrações apontadas por parte da Corretora e da Diretora, cumpre apresentar, na ocasião, as medidas adotadas pela Corretora para evitar que situações que possam infringir as normas e perturbar o regular funcionamento do mercado ocorram.

**59.** Conforme já afirmado dito, a Corretora sempre foi submetida a auditorias e fiscalizações de órgãos reguladores, dentre eles a própria BM&FBovespa. Até o momento da emissão do ofício questionando as operações, não havia qualquer manifestação ou posicionamento da Bolsa indicando a irregularidade de tais práticas, de modo que o que ocorreu foi um novo posicionamento da instituição, ao qual a Corretora prontamente buscou se adaptar. A partir daquela data, a Corretora fortaleceu seus sistemas de fiscalização, de modo a coibir a reiteração de tal prática.

**60.** Adicionalmente, a Corretora buscou reforçar internamente a cultura a respeito da proibição de realização de operações fora do mercado de balcão organizado de valores mobiliários nele admitidos, as chamadas operações de "call de mesa".

**61.** Posteriormente, tal prática além de cessada, se tornou inviável, pela seguinte razão: Em 24 de setembro de 2015, em razão de problemas na liquidação diária, a Gradual perdeu o selos do Programa de Qualificação Operacional ("PQO") da BM&FBovespa. Isso fez com que a Corretora perdesse a capacidade de operar com



clientes institucionais, focando sua atuação atualmente apenas no segmento de pessoas físicas. Em razão dessa mudança de perfil de investidores, uma grande mudança nos segmentos internos da Corretora também ocorreu. A mesa de clientes institucionais deixou de existir dentro da Corretora. Por essa razão, não existem operações de monta e complexidade que justifiquem eventual "call de mesa", transações típicas de clientes institucionais. De qualquer forma, os operadores responsáveis pelas operações questionadas já não integram os quadros da Corretora, em razão das mudanças estruturais apontadas acima.

(iv)

## PROPOSTA DE CELEBRAÇÃO DE TERMO DE COMPROMISSO

62. Sem prejuízo dos argumentos acima aduzidos, e conforme indicado no item 123 do Termo de Acusação, e em que pesem todas as evidências da atuação diligente dos Defendentes a demonstrar o descabimento das acusações, com fulcro no art. 3 do Regulamento Processual da BSM, os Defendentes manifestam a intenção de celebrar Termo de Compromisso, nos termos propostos a seguir.

63. A assinatura do Termo de Compromisso junto aos Defendentes, no âmbito do Processo Administrativo nº 40/2016, mostra-se oportuna e conveniente, na medida em que operações tais quais aquelas em análise poderão ser coibidas no futuro, mediante a implementação de ações de supervisão específicas das operações intermediadas pela Gradual, isso sem falar nas contribuições financeiras dos Defendentes que poderão ser destinadas ao aprimoramento e desenvolvimento do mercado de capitais e de sua supervisão, tudo a critério da BSM.

64. O conteúdo da proposta de Termo de Compromisso contempla as seguintes ações, com a inclusão dos respectivos prazos para suas implementações:

65. A Corretora informa que em 24 de setembro de 2015, em razão de problemas na liquidação diária, a Gradual perdeu o selos do Programa de Qualificação Operacional ("PQO") da BM&FBovespa. Isso fez com que a Corretora perdesse a capacidade de operar com clientes institucionais, focando sua atuação atualmente apenas no segmento de pessoas físicas. Em razão dessa mudança de perfil de investidores, uma grande mudança nos segmentos internos da Corretora também ocorreu. A mesa de clientes institucionais deixou de existir dentro da Corretora. Atualmente a Gradual recebe ordens em sua grande maioria oriundas de DMA, feitas por pessoas físicas no Home Broker. Os operadores que ainda estão na Corretora, atuam de forma reativa, voltados para a mera execução de ordens e não mais como profissionais de iniciativa, que realizam a indicação de operações vantajosas para seus clientes. Não existem, ainda, operações de monta e complexidade que justifiquem eventual "call de mesa", transações típicas de clientes institucionais. De qualquer forma, os Operadores responsáveis pelas operações questionadas já não integram os quadros da Corretora, em razão das mudanças estruturais apontadas acima.

66. Por essa razão, entendemos que o risco de reincidência das atividades apontadas no Termo de Acusação encontra-se extremamente mitigado, ou mesmo nulo.

67. A Corretora sugere a contribuição financeira no valor de R\$ 40.000,00 (quarenta mil reais) em razão dos atos imputados à Gradual e de R\$ 20.000,00 (vinte mil) em razão dos atos imputados à Diretora, a serem utilizadas para o aprimoramento e desenvolvimento do mercado de capitais, a exclusivo critério e conveniência da BSM.

68. Os valores sugeridos tem como base a média levantada em precedentes semelhantes, considerando-se o enquadramento do ilícito, o benefício financeiro auferido (no caso, irrisório), bem como a relação entre o valor da operação questionada e o valor proposto para o Termo de Compromisso.



69. Na oportunidade, os Defendentes destacam que não consta do Processo Administrativo nº 40/2016 ou do Parecer SAM nº 38/2014 qualquer denúncia de cometimento de infração a normas de combate a prevenção e à "lavagem de dinheiro", razão pela qual não se aplica, *in casu*, a restrição prevista no parágrafo segundo, do art. 4º do Regulamento Processual da BSM.

(v)

### DA CONCLUSÃO E DOS PEDIDOS

70. Pelo princípio da eventualidade, é impositivo ressaltar que os Defendentes são primários e sempre fulcraram seus atos de gestão no princípio da boa-fé e em respeito às regras de supervisão de mercado.

71. Por tudo quanto aqui exposto, não há dúvidas de que:

(i) A Corretora e a Diretora em momento algum faltaram com diligência necessária no cumprimento de sua obrigação de zelo com a integridade e regular funcionamento do mercado;

(ii) Não houve dolo de criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, bem como é inviável a tipificação desta conduta em relação à Corretora;

(iii) Os Defendentes agiram diligentemente desde o recebimento dos Ofícios nºs 0523/2014 e 1955/2015 e tiveram suas atuações pautadas na probidade, boa fé e ética profissional, conforme mandamentos da ICVM 505/11;

72. Outrossim, os defendentes manifestam a intenção de celebrar o Termo de Compromisso e esperam o deferimento da sua proposta pela d. BSM, seja nos termos acima apresentados na presente Defesa, seja conforme negociado e ajustado junto ao Pleno do Conselho de Supervisão.

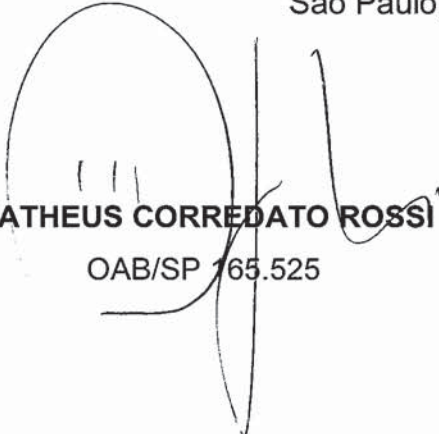
73. Caso não seja aceita a proposta de Termo de Compromisso, diante dos fatos acima elucidados, requerem os Defendentes que sejam acolhidos e processados os argumentos trazidos na Defesa, com o conseqüente arquivamento do Processo Administrativo nº 40/2016.

74. Pelo Princípio da Eventualidade, caso não seja este o entendimento desta BSM, requerem os Defendentes que sejam consideradas como circunstâncias atenuantes (i) a insignificância dos valores envolvidos nas operações objeto do Processo Administrativo; (ii) a cessão das atividades questionadas no Processo pela Gradual; (iii) a não obtenção de nenhuma vantagem econômica pelos Defendentes; e (iv) a inexistência de prejuízo direto a terceiros em razão das operações.

75. Na oportunidade, os Defendentes protestam provar o alegado por qualquer meio de prova em direito admitido.

Termos no quais,  
Pede e Espera Deferimento.

São Paulo, 05 de abril de 2016.



**MATHEUS CORREDATO ROSSI**  
OAB/SP 165.525



**LUNA MIRANDA DE OLIVEIRA GUIMARÃES**  
OAB/SP 345.339