



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

PARECER DO COMITÊ DE TERMO DE COMPROMISSO

PARECER DO COMITÊ DE TERMO DE COMPROMISSO

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM 19957.018693/2024-00

SUMÁRIO

PROPONENTES:

FRANCISCO GIFFONI MEIRELLES DE ANDRADE

MICHEL SHIROZONO

ACUSAÇÃO:

Infração, em tese, ao art. 2º, inciso II, e ao art. 3º da Resolução CVM nº 62/2022^[1] ("RCVM 62"), na qualidade de gestores de Fundo de Investimento em Ações, pela suposta prática de manipulação de preços.

PROPOSTA:

Pagar à CVM, em parcela única, o montante de **R\$ 1.440.000,00** (um milhão e quatrocentos e quarenta mil reais), sendo R\$ 720.000,00 (setecentos e vinte mil reais) para cada um dos proponentes.

ÓBICE JURÍDICO:

NÃO

PARECER DO COMITÊ:

ACEITAÇÃO

PARECER DO COMITÊ DE TERMO DE COMPROMISSO

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM 19957.018693/2024-00

PARECER TÉCNICO

1. Trata-se de proposta de Termo de Compromisso ("TC") apresentada por **FRANCISCO GIFFONI MEIRELLES DE ANDRADE** ("FRANCISCO GIFFONI") e **MICHEL SHIROZONO**, em conjunto "PROPONENTES", na qualidade de gestores de **FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES** ("FIA"), após a instauração de **Processo Administrativo Sancionador** ("PAS") pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários ("SMI"), no qual **não há** outro investigado.

DA ORIGEM^[2]

2. O Termo de Acusação teve origem em denúncia protocolada nesta CVM em maio de 2023 acerca de suposta criação de condições artificiais de oferta e demanda, e manipulação de preços, em negociações em bolsa de valores envolvendo ações emitidas por companhias abertas, em especial as comumente denominadas *small caps* ^[3].

DOS FATOS

3. A SMI teria identificado, após aprofundar a análise, e corroborando parte do conteúdo da denúncia e dos seus complementos, a prática de manipulação de preços pelo FIA, por meio de negócios com a ação A ^[4], viabilizados mediante o aluguel de ações, em seis pregões no mês de março de 2023, e com as ações B e C, em um pregão do mês de novembro do mesmo ano.

4. Os negócios com as ações mencionadas, em especial as vendas, teriam se concentrado em períodos específicos, representando percentuais relevantes dos volumes negociados – sobretudo nos leilões de fechamento, a preços inferiores aos praticados anteriormente, o que resultou em condições menos favoráveis do que aquelas que poderiam ter sido obtidas ao longo do pregão.

5. Eventualmente, as ordens de venda eram colocadas em aberto, o que significava aceitar qualquer preço até atender todo o lote, tendo-se chegado, em algumas situações, a mais de 70% (setenta por cento) das vendas do leilão de fechamento. Tal estratégia aumentava significativamente a pressão negativa, causando impacto no preço de fechamento do ativo.

6. A concentração das ordens de venda no leilão de fechamento teria resultado em um preço de encerramento inferior à média do dia ou ao verificado nos negócios finais do pregão regular.

DA MANIFESTAÇÃO DA ÁREA TÉCNICA

7. De acordo com a SMI:

- a) a atuação do FIA ao longo dos pregões não corresponderia à conduta esperada de um investidor que buscasse mitigar o impacto negativo no preço do ativo a ser alienado, de modo a obter melhores resultados, o que reforçaria a ocorrência de atuação direcional com vistas a conduzir o preço de forma intencional;
- b) tal conduta seria mais grave quando considerado que o FIA teria recorrido, eventualmente, ao aluguel de ações para realizar as operações;
- c) os gestores do FIA, deliberadamente, optaram por vender, de forma agressiva, as ações no *call* de encerramento, com significativo impacto na sua cotação, em vez de optarem por pregão regular, com, em tese, melhor preço, mesmo que houvesse liquidez suficiente para atender a quantidade

negociada, com o objetivo de, supostamente, diminuir-se a cotação e, assim, obter-se lucro com a queda;

- d) o FIA teria auferido lucro de R\$ 138.460,00 (cento e trinta e oito mil e quatrocentos e sessenta reais), caso a posição vendida com o ativo A fosse encerrada no dia 27.03.2023;
- e) as operações realizadas com os ativos B e C, em novembro de 2023, deixaram evidente a finalidade de pressionar negativamente seus preços, em razão do relevante impacto e da ausência de fundamento econômico nas negociações;
- f) o voto condutor, acompanhado por unanimidade, no julgamento do PAS CVM nº RJ-2013-5194, orienta qual seria a conduta na manipulação de preço:

*Nos casos de manipulação de preços são utilizadas manobras artificiais para elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário com a finalidade de induzir terceiros a adquirir papéis sobrevalorizados ou alienar papéis subvalorizados. **Caracteriza-se a manipulação de preços se restar comprovado que a elevação dos preços de determinada ação não resultou das forças normais de mercado, mas da atuação de certos investidores.***

O tipo não exige a comprovação de um resultado material efetivo. Trata-se de ilícito administrativo formal ou de perigo abstrato. Contudo, para que seja aplicada a penalidade é necessário demonstrar o nexo causal entre o artifício e o resultado, a efetiva produção de cotações enganosas.

- g) no referido voto ressalta-se ainda que devem ser observados quatro elementos, os quais estariam satisfeitos no caso concreto, para caracterizar a manipulação de preços, a saber:

- (i) Utilização de processo ou artifício: realização de negócios com oscilação negativa de preços durante o pregão regular e atuação agressiva no *call* de fechamento;
- (ii) Destinados a promover cotações enganosas, artificiais: as operações analisadas e a ausência de fundamento econômico que as embasassem comprovariam a intenção de impactar negativamente o preço dos ativos;
- (iii) Induzindo terceiros a negociar valores mobiliários cujas cotações foram artificialmente produzidas: terceiros teriam tomado decisões de investimento e negociado valores mobiliários com base em cotações artificiais; e
- (iv) Presença do dolo, ainda que eventual, de alterar as cotações e induzir terceiros a negociarem com base nessas cotações falsas: a

ausência de fundamento econômico no modo como os negócios foram realizados teria demonstrado a intenção de causar impacto negativo no preço dos ativos; e

- h) as decisões de investimento eram compartilhadas, de forma discricionária, por FRANCISCO GIFFONI e MICHEL SHIROZONO, ambos devidamente habilitados pela CVM.

DA RESPONSABILIZAÇÃO

8. Em razão do acima exposto, a SMI propôs a responsabilização de **FRANCISCO GIFFONI** e **MICHEL SHIROZONO** por terem incorrido, em tese, na **prática de manipulação de preços, nos termos descritos no art. 2º, "II" c/c o art. 3º, ambos da RCVM 62**, por meio de negócios realizados pelo FIA com três ativos *small caps*, nos meses de março e novembro de 2023.

DA PROPOSTA INICIAL DE CELEBRAÇÃO DE TERMO DE COMPROMISSO

9. Os PROPONENTES propuseram o pagamento de R\$ 346.150,00 (trezentos e quarenta e seis mil e cento e cinquenta reais), em parcela única, para encerramento antecipado do presente PAS com a celebração de TC, nos termos do art. 11, §5º, da Lei nº 6.385/1976 e do art. 82 da Resolução CVM nº 45/2021 ("RCVM 45").

10. Alegaram a conveniência e a oportunidade na celebração do TC, em razão: (a) de sustentada economia processual; (b) de afirmada boa-fé e dos seus históricos, (c) da afirmada falta de ineditismo do caso; (d) das circunstâncias da infração, eis que a suposta prática teria gerado benefício financeiro hipotético de R\$ 138.546,00 (centro e trinta e oito mil e quinhentos e quarenta e seis reais), valor equivalente a 0,0184% do patrimônio líquido do FIA à época; e (e) de alegados danos irreparáveis às suas reputações e à da GESTORA.

DA MANIFESTAÇÃO DA PROCURADORIA FEDERAL ESPECIALIZADA

11. Em razão do disposto no art. 83 da RCVM 45, conforme Parecer n. 00039/2025/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU e respectivos Despachos, a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM ("PFE/CVM") apreciou, à luz do disposto no art. 11, §5º, incisos I e II, da Lei nº 6.385/76 e no art. 82 da RCVM 45, os aspectos legais da proposta de TC apresentada, tendo opinado pela **inexistência de óbice jurídico à celebração do termo de compromisso, exclusivamente no que toca aos requisitos legais pertinentes.**

12. Em relação aos incisos I (cessação da prática) e II (correção das irregularidades) do art. 82, a PFE/CVM destacou que:

"Considerando-se que as apurações efetuadas abrangem um período de tempo específico, (...), não se verifica, a princípio,

indícios de continuidade infracional, exclusivamente com base nas informações constantes no PAS, a impedir a celebração dos termos propostos.

No que concerne à correção de irregularidades e indenização de prejuízos, tem-se que os proponentes se obrigam a pagar o valor correspondente a R\$ 346.150,00 (trezentos e quarenta e seis mil, cento e cinquenta reais), em parcela única. (...).

(...)

Nesse diapasão, a área técnica, concluiu que *“22. (...) restou demonstrada atuação com a finalidade de impactar negativamente o preço dos ativos, com a realização de operações sem fundamento econômico durante o pregão regular e com atuação agressiva nos leilões de fechamento para pressionar negativamente os preços de fechamento”*.

(...)

(...) a existência de danos difusos mostra-se inafastável, na medida em que a obtenção de lucro indevido seria apenas um dos efeitos nocivos causados pela infração à norma insculpida no inciso 2º, "II", da Resolução CVM n. 62/2022, haja vista que a manipulação de preços configura conduta que acarreta inegável abalo na confiança dos investidores, bem como no regular funcionamento do mercado, interferindo na correta formação dos preços dos papéis negociados.

(...)

III - CONCLUSÃO

(...) opina-se pela possibilidade de celebração do Termo de Compromisso, exclusivamente no que toca aos requisitos legais pertinentes, cabendo ao CTC avaliar a suficiência da indenização proposta, conforme jurisprudência administrativa acerca do tema, a qual deverá ser fixada em valor, no mínimo, superior ao benefício econômico obtido, haja vista que, além do lucro apontado no item 16 do Termo de Acusação (...), verifica-se a ocorrência de danos difusos, conforme considerações efetuadas no item precedente.

Nada obstante, dada a gravidade dos fatos narrados, os quais apontam, inclusive, para indícios da prática de crime previsto no art. 27-C, da Lei 6.385/76, há que se ter em pauta os demais princípios e regras que informam o mercado de valores mobiliários, de sorte a que seja avaliada a conveniência e oportunidade do exercício da atividade consensual pela CVM no caso concreto, com vistas ao efetivo atendimento do interesse público, matéria afeta, por igual, à atribuição do CTC.”

DA NEGOCIAÇÃO DA PROPOSTA DE TERMO DE COMPROMISSO

13. O Comitê de Termo de Compromisso (“Comitê” ou “CTC”), em reunião realizada em 29.07.2025^[5], ao analisar a proposta de TC apresentada pelos PROPONENTES, tendo em vista: (a) o disposto no art. 83 c/c o art. 86, *caput*, da RCVM 45; e (b) o fato de a Autarquia já ter celebrado TC em casos de infração, em tese, ao art. 2º, inciso II, e ao art. 3º, ambos da RCVM 62, como, por exemplo, no PAS 19957.002011/2023-58 (decisão do Colegiado de 30.01.2024, disponível em https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2024/20240130_R1/20240130_D3006.html)^[6], entendeu que seria possível discutir a viabilidade de um ajuste para o encerramento antecipado do caso em tela. Assim, consoante faculta o disposto no art. 83, §4º, da RCVM 45, o CTC decidiu **negociar** as condições da proposta apresentada.

14. Considerando: (a) o disposto no art. 86, *caput*, da RCVM 45; (b) o fato de a conduta ter sido praticada após a entrada em vigor da Lei nº 13.506/2017 e de existirem novos parâmetros balizadores para negociação de solução consensual desse tipo de caso; (c) a fase em que se encontra o processo (sancionadora); (d) a gravidade, em tese, das condutas no caso concreto^[7]; (e) o possível enquadramento das condutas, em tese, no Grupo V do Anexo A da RCVM 45; e (f) o histórico dos PROPONENTES^[8]; o Comitê propôs o aprimoramento da proposta apresentada, com a assunção de obrigação pecuniária, em parcela única, no valor total de **R\$ 1.440.000,00** (um milhão e quatrocentos e quarenta mil reais), **sendo R\$ 720.000,00** (setecentos e vinte mil reais) **para cada um dos PROPONENTES**, montante que, no caso concreto, entendeu que seria a contrapartida adequada e suficiente para desestimular práticas semelhantes, em atendimento à finalidade preventiva do instituto de que se cuida, inclusive por ter a CVM, entre os seus objetivos legais, a promoção da expansão e do funcionamento eficiente do mercado de capitais (art. 4º da Lei n.º 6.385/76), que está entre os interesses difusos e coletivos no âmbito de tal mercado.

15. Em 31.07.2025, foi enviado Comunicado de Negociação com a proposta de aprimoramento do que havia sido inicialmente apresentado para os PROPONENTES.

16. Tempestivamente, em 22.08.2025, os PROPONENTES manifestaram sua **concordância** com os termos do ajuste proposto pelo CTC e aditaram a proposta inicial.

DA DELIBERAÇÃO FINAL DO COMITÊ DE TERMO DE COMPROMISSO

17. O art. 86 da RCVM 45 estabelece que, além da oportunidade e da conveniência, há outros critérios a serem considerados quando da apreciação de propostas de TC, tais como a natureza e a gravidade das infrações objeto do processo, os antecedentes^[9] e a colaboração de boa-fé dos acusados ou investigados e a efetiva possibilidade de

punição no caso concreto.

18. Nesse tocante, há que se esclarecer que a análise do Comitê de Termo de Compromisso é pautada pelas grandes circunstâncias que cercam o caso, não lhe competindo apreciar o mérito e os argumentos próprios de defesa, sob pena de convolar-se o instituto de TC em verdadeiro julgamento antecipado. Em linha com orientação do Colegiado, as propostas de TC devem contemplar obrigação que venha a surtir importante e visível efeito paradigmático junto aos participantes do mercado de valores mobiliários, desestimulando a prática de condutas semelhantes.

19. Assim, e diante do êxito em fundamentada negociação empreendida, o Comitê, por meio de deliberação ocorrida em 02.09.2025^[10], entendeu que o encerramento do presente caso por meio da celebração de TC, com assunção de obrigação pecuniária, em parcela única, no valor total de **R\$ 1.440.000,00 (um milhão e quatrocentos e quarenta mil reais), sendo R\$ 720.000,00 (setecentos e vinte mil reais) para cada um dos PROPONENTES**, afigura-se conveniente e oportuno, e que a contrapartida em tela é adequada e suficiente para desestimular práticas semelhantes, em atendimento à finalidade preventiva do instituto de que se cuida, inclusive por ter a CVM, entre os seus objetivos legais, a promoção da expansão e do funcionamento eficiente do mercado de capitais (art. 4º da Lei nº 6.385/1976), que está entre os interesses difusos e coletivos no âmbito de tal mercado

DA CONCLUSÃO

20. Em razão do acima exposto, o Comitê de Termo de Compromisso, por meio de deliberação ocorrida em 02.09.2025^[11], decidiu propor ao Colegiado da CVM a **ACEITAÇÃO** da proposta de Termo de Compromisso apresentada por **FRANCISCO GIFFONI MEIRELLES DE ANDRADE** e **MICHEL SHIROZONO**, sugerindo a designação da Superintendência Administrativo-Financeira para o atesto do cumprimento da obrigação pecuniária assumida.

Parecer Técnico finalizado em 01.10.2025.

^[1] Art. 2º Para fins desta Resolução, aplicam-se as seguintes definições:

(...)

II - manipulação de preços: a utilização de qualquer processo ou artifício destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo terceiros à sua compra e venda

Art. 3º 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 preços, a realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não equitativas.

^[2] As informações apresentadas nesse Parecer Técnico correspondem a relato resumido do que consta no Termo de Acusação elaborado pela SMI.

[3] Na B3 - Brasil, Bolsa, Balcão *assmall caps* são ações de empresas com menor capitalização de mercado, ou seja, menor valor de mercado em comparação com as empresas de maior porte, as chamadas *blue chips*.

[4] Neste Parecer Técnico, optou-se por não serem identificados os códigos das ações *small caps*, considerando que essa informação não foi relevante para a análise da proposta de Termo de Compromisso nem para as deliberações do Comitê de Termo de Compromisso.

[5] Deliberado pelos membros titulares de SGE, SPS, SEP e SSR.

[6] Trata-se de proposta de TC apresentada por gestora de recursos, seus respectivos diretores de gestão e de compliance e seu operador, no âmbito de PAS instaurado pela SMI.

[7] O art. 4º da RCVM 62 considera infração grave, para efeito do disposto no § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385/1976, a infração à norma contida na mesma Resolução.

[8] **FRANCISCO GIFFONI** e **MICHEL SHIROZONO** não constam como acusados em outro PAS instaurado pela CVM. (Fonte: INQ e SSI da CVM. Último acesso em 17.09.2025).

[9] Vide Nota Explicativa ("N.E.") 8.

[10] Deliberado pelos membros titulares de SGE, SSR, SNC, SEP e SPS.

[11] Vide N.E. 10.



Documento assinado eletronicamente por **Alexandre Pinheiro dos Santos, Superintendente Geral**, em 04/11/2025, às 19:00, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Carlos Guilherme de Paula Aguiar, Superintendente**, em 05/11/2025, às 09:45, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Fernando Soares Vieira, Superintendente**, em 05/11/2025, às 10:35, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Fabio Pinto Coelho, Superintendente**, em 05/11/2025, às 13:48, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Luis Lobianco, Superintendente**, em 05/11/2025, às 15:15, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **2497918** e o código CRC **AD58FF25**.

This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **2497918** and the "Código CRC" **AD58FF25**.