



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

PARECER DO COMITÊ DE TERMO DE COMPROMISSO

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.008954/2024-75 SUMÁRIO

PROPONENTE:

GUSTAVO VECHIATO MAZIERO

ACUSAÇÃO:

Infração, em tese, ao disposto no art. 3º da Resolução CVM nº 62/2022^[1] (“RCVM 62”), em razão da prática de manipulação de preços, nos termos descritos no art. 2º, II, da RCVM 62^[2], por meio de operações de mesmo comitente realizadas entre 19.12.2022 e 27.03.2023, alocadas em nome de fundos de investimento, envolvendo Contratos de Futuro de DI.

PROPOSTA:

- (a) Pagar à CVM o valor total de **R\$ 165.000,00** (cento e sessenta e cinco mil reais), sendo: (i) **R\$ 145.000,00** (cento e quarenta e cinco mil reais) pagos **à vista**; e (ii) o valor remanescente de **R\$ 20.000,00** (vinte mil reais) pagos **em 2 (duas) parcelas mensais, iguais e sucessivas**, no valor de R\$ 10.000,00 (dez mil reais) cada;
- (b) Abster-se de atuar no **mercado de futuros de DI**, em todos os seus vértices, pelo período de 12 (doze) meses; e
- (c) Elaborar e apresentar à CVM, em até 90 (noventa) dias, estudo crítico sobre a metodologia atualmente utilizada para a apuração dos preços de ajuste no mercado de futuros de DI, com análise comparativa de práticas internacionais e sugestões de aprimoramento.

ÓBICE JURÍDICO:

NÃO

PARECER DO COMITÊ:

REJEIÇÃO

PARECER DO COMITÊ DE TERMO DE COMPROMISSO

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.008954/2024-75
PARECER TÉCNICO

1. Trata-se de proposta de celebração de termo de compromisso (“proposta de TC”) apresentada por GUSTAVO VECHIATO MAZIERO (“GUSTAVO MAZIERO” ou “PROPONENTE”), na qualidade de responsável pela gestão da parcela de operações de DI de fundos de investimento, **após a instauração de processo administrativo sancionador** (“PAS”) pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (“SMI” ou “Área Técnica”), no qual não há outras pessoas acusadas.

DA ORIGEM^[3]

2. O termo de acusação originou-se de denúncia encaminhada em 06.04.2023 por gestora de recursos (“I.Asset” ou “Denunciante”), na qual foram reportadas operações atípicas no Mercado Futuro de Taxa Média de DI de um dia, realizadas por seu colaborador GUSTAVO MAZIERO, responsável pela gestão da parcela de operações de DI de fundos geridos pela Denunciante.

DOS FATOS

3. De acordo com a denúncia encaminhada pela I.Asset:

a) as operações de mesmo comitente envolveram Contratos Futuros de DI (“Operações”), nas séries DI1F25, DI1F26, DI1F27, DI1F31, DI1F33, DI1N24 e DI1N25, tendo ocorrido entre 19.12.2022 e 27.03.2023 com concentração no intervalo entre 16h10 e 16h20;

b) as Operações foram alocadas em nome de 5 (cinco) fundos geridos pela I.Asset (“Fundos”), configurando 730 (setecentos e trinta) operações de mesmo comitente;

c) o PROPONENTE boletava as operações tanto na posição compradora quanto na posição vendedora do ativo, em mesmas quantidades, especificando as operações sempre para os mesmos fundos ao final do dia;

d) questionado pela área de monitoramento de operações sobre os fundamentos que justificariam a atipicidade do volume e das características identificadas, o PROPONENTE informou que as Operações teriam sido realizadas para proteção dos Fundos contra a distorção gerada após a alteração, pela bolsa de valores, da metodologia aplicável para formação do preço de ajuste utilizado no cálculo das chamadas de margens de negócios com Contratos de Futuro de DI e que as Operações teriam respeitado o intervalo de túnel de preços estipulado pela bolsa de valores;

e) com a alteração da metodologia, a bolsa de valores teria deixado de adotar, para fins de cálculo e definição do preço de ajuste utilizado nas chamadas de margem de Contratos de Futuro de DI, a média de preços do leilão de fechamento desse mercado e passou a considerar apenas a média de preços das negociações realizadas entre 16h10 e 16h20 de cada dia;

f) no curso das apurações internas, a Denunciante entendeu que a metodologia utilizada pelo PROPONENTE na condução das Operações poderia ter afetado o preço de ajuste dos Contratos de Futuro de DI para fins do cálculo de margens e, por consequência, a precificação do ativo nas carteiras dos Fundos, ainda que de forma imaterial, dado o patrimônio líquido dos Fundos;

g) assim, teriam sido identificados indícios de que GUSTAVO MAZIERO violara procedimentos internos que eram de seu conhecimento por ter participado de Treinamentos de Prevenção às Práticas Abusivas de Negociação, cujos conteúdos abordam referidos procedimentos; e

h) em razão da conduta, o PROPONENTE foi afastado com suspensão de todos os acessos aos sistemas utilizados para a condução de suas atividades.

4. Ao aprofundar as investigações, a SMI solicitou à I.Asset a relação de todos os negócios executados por GUSTAVO MAZIERO alocados em nome dos Fundos, com informação sobre o impacto no preço de ajuste dos Contratos de Futuro de DI e no valor das cotas dos Fundos.

5. A Denunciante indicou que:

a) as Operações foram originadas a partir de 165 (cento e sessenta e cinco) negócios diretos envolvendo derivativos negociados sob os “*tickers*” DIF25, DIF26, DIF27, DIF31, DIF33, DIN24, DIN25, cursados no mercado de bolsa entre 19.12.2022 e 27.03.2023;

b) todas as Operações foram executadas pelo PROPONENTE a partir da conta máster administrada pela I.Asset, sendo posteriormente especificados aos Fundos, originando 730 (setecentos e trinta) operações de mesmo comitente;

c) a análise do efeito potencial das Operações no respectivo preço de ajuste e na precificação da carteira dos Fundos, considerando todos os pregões em que as Operações foram realizadas, indicou impacto imaterial para o mercado, tanto sob a ótica da formação do preço de ajuste, como do valor das cotas dos Fundos;

d) a I.Asset não corroborou com as justificativas apresentadas pelo PROPONENTE para a realização das Operações, que teriam sido executadas em violação às suas políticas internas, motivo pelo qual, após a apuração dos fatos, decidiu pela demissão do PROPONENTE;

e) considerando a ausência de fundamentação econômica para as Operações, a I.Asset considerou que a ação do PROPONENTE poderia, em tese, ter causado algum impacto, ainda que imaterial, na formação do preço de ajuste dos Contratos de Futuro de DI e na precificação das cotas dos Fundos, razão pela qual fez a comunicação à CVM;

f) o PROPONENTE exercia a função de gestor e *trader* de renda fixa, juros e moedas e de *trader* de renda variável, com dedicação exclusiva à mesa Golf (mesa que executa as operações em nome dos Fundos);

g) o PROPONENTE participava do processo de investimento conduzido pela mesa Golf,

na qualidade de especialista no mercado de renda fixa, juros e moedas e tomava decisões de investimento para negócios envolvendo produtos de renda fixa, juros e moedas, de acordo com os parâmetros de enquadramento e de risco dos fundos geridos pela I.Asset;

h) o PROPONENTE teria alçada para tomada de decisões de investimento e execução de ordens para os mercados de renda fixa, juros e moedas e apenas para execução de ordens para os mercados de renda variável, até o limite de R\$ 1 bilhão (um bilhão de reais) por dia, possuindo ainda dois limites adicionais nos mercados de renda fixa, juros e moedas;

i) os negócios realizados em nome dos Fundos, executados pela mesa Golf, estariam sujeitos aos seguintes limites: (i) limite diário de execução de ordens estabelecido pelo sistema de *front office*, aprovado pela área de Suporte Operações; (ii) limites impostos pelas plataformas de execução de ordens utilizadas pela gestora; (iii) limites impostos pelo sistema de administração de risco pré-negociação da bolsa de valores, conforme acordado com o intermediário responsável pela liquidação das operações; e (iv) limites de risco de mercado, de liquidez e de crédito estabelecidos e controlados pela área de risco do banco a que a Denunciante é vinculada;

j) além do PROPONENTE outras duas pessoas tinham limite de alçada de R\$ 1 bilhão (um bilhão de reais) para execução de operações em nome dos Fundos à época dos fatos, enquanto que outras duas pessoas tinham limite de R\$ 300 milhões (trezentos milhões de reais);

k) o sistema de *front office* da I.Asset controla a adesão das operações executadas aos regulamentos dos fundos, aos limites de exposição por emissor e por ativos previstas na regulamentação em vigor e aos limites de cada gestor;

l) caso algum limite seja atingido, o respectivo gestor fica impedido de executar novas operações até que a área de Suporte Operações da I.Asset seja notificada para avaliar eventual pedido de liberação; e

m) o monitoramento sobre as operações de mesmo comitente seria desempenhado por uma gerência independente e segregada, denominada *Trade Surveillance* e subordinada à diretoria de Risco do banco a que a Denunciante é vinculada.

6. Instado a se manifestar sobre a motivação das Operações, nos termos do art. 5º da Resolução CVM nº 45/2021 (“RCVM 45”), GUSTAVO MAZIERO alegou que:

a) as Operações visavam à proteção dos Fundos contra a distorção decorrentes da alteração pela bolsa de valores, da metodologia aplicável para a formação do preço de ajuste utilizado para cálculo das chamadas de margem das operações de Contratos de Futuro de DI;

b) em razão dessas distorções e procurando manter as informações fiéis à realidade, as operações de mesmo comitente teriam servido para evitar a transferência indevida de riqueza entre os cotistas entrantes e os cotistas retirantes no mesmo dia, em observância aos deveres fiduciários de um gestor de fundos;

- c) a alteração da metodologia da bolsa de valores teria objetivado retirar o efeito temporal dos diferentes vencimentos das curvas de juros no apreçamento, visto que os leilões de fechamento de preço são feitos considerando um vencimento por vez;
- d) nesse contexto de um vencimento por vez, qualquer publicização de informação que pudesse impactar o funcionamento do mercado, como a divulgação um fato relevante, poderia causar grandes diferenças de preço;
- e) com a nova metodologia, buscou-se eliminar esse fator temporal, promovendo o mesmo critério de tempo para a definição do preço, uma vez que a nova regra seria a média ponderada por volume dos preços dos negócios realizados no período das 16h10 às 16h20;
- f) contudo, essa nova metodologia não eliminaria todas as distorções de preço, pois se um vértice (v1) apresentasse um volume elevado de negociações nos primeiros 5min e o vértice subsequente (v2) não apresentasse o mesmo padrão de volume de negociação, as médias produzidas não refletiriam os verdadeiros preços de mercado;
- g) assim, as Operações teriam como objetivo alinhar as médias apuradas com os reais preços correntes na negociação, ressaltando que todas as operações realizadas cruzaram o túnel de compra e venda da bolsa de valores;
- h) não haveria uma promessa de compra ou de venda em nome do PROPONENTE, mas somente negócios realizados no preço de mercado vigentes no momento da execução e para aquele fluxo de negócios, sem variação para mais ou para menos;
- i) economicamente, o volume gerado pelo mercado não teria impactado os preços de mercado, mas somente o preço da média, sendo este um preço teórico e não o preço praticado no mercado;
- j) assim, as operações de mesmo comitente não teriam interferido na tomada de decisão dos demais participantes do mercado, pois não tiveram impactos para o mercado ao respeitarem as condições correntes de negociação, sem provocar qualquer movimentação para cima ou para baixo do preço real, estabilizando-o; e
- k) por essa razão não haveria que se falar em criação de condição artificial de demanda, manipulação de preço, operação fraudulenta e/ou prática não equitativa, conforme art. 3º da RCVM 62.

7. Solicitada a se manifestar sobre o assunto, a entidade de autorregulação da bolsa de valores concluiu que a prática operacional adotada pelo PROPONENTE entre 19.12.2022 e 27.03.2023, realizando operações de mesmo comitente no horário do cálculo e definição do preço de ajuste para chamada de margem dos Contratos de Futuro de DI, afetou o preço de ajuste desses contratos.

8. Questionada sobre os eventuais resultados obtidos pelos Fundos em função das Operações, a I.Asset alegou que:

- a) a avaliação requerida apresenta limitações, pois seria impossível saber qual seria o comportamento real do mercado caso as Operações não tivessem sido realizadas;

- b) não obstante, buscou-se comparar o efetivo preço de ajuste do Contrato de Futuro de DI divulgado pela bolsa de valores com um preço hipotético de ajuste, obtido a partir da exclusão das Operações da composição da média ponderada (VWAP) utilizada para tal cálculo, conforme metodologia constante do Manual de Apreçamento da bolsa;
- c) da mesma forma, a análise do potencial impacto das Operações na precificação da carteira dos fundos considerou esse preço hipotético de ajuste, utilizando-o, de forma também hipotética, para o apreçamento das operações nas carteiras dos Fundos e, conseqüentemente, nas respectivas cotas;
- d) após comparar os valores relativos à variação teórica do preço de fechamento das cotas dos fundos, considerando o efetivo preço de ajuste dos contratos (afetado pelas Operações) vis-à-vis o preço de ajuste hipotético (que desconsidera as Operações), concluiu-se que essa variação teórica não provocou ganho ou perda direta para os Fundos, considerando que os contratos de Futuro de DI não foram liquidados por aquele valor;
- e) considerar-se-ia que o preço de ajuste é apenas um valor referencial, utilizado para fins de cálculo de margem e de apreçamento dos derivativos, não sendo sequer possível assumir que seria possível liquidar os contratos por aquele mesmo preço, o que dependeria das condições de mercado no momento das respectivas operações realizadas com o objetivo de liquidar as posições em aberto;
- f) os preços dos Contratos de Futuro de DI foram sempre ajustados, após o período de cálculo do ajuste, pelo mercado no dia seguinte às Operações;
- g) por se tratar de um mercado representativo, eficiente e com alto grau de liquidez, capaz de refletir adequadamente as expectativas dos agentes de mercado, o efeito da pequena distorção causada pelas Operações no apreçamento dos derivativos (em função do referido preço de ajuste) não é cumulativo;
- h) ao contrário, ele é imediatamente corrigido pelo mercado logo após a realização das Operações, com o correspondente impacto no apreçamento dos derivativos na carteira dos Fundos;
- i) o único potencial benefício que supostamente poderia ser auferido pelos Fundos em decorrência das Operações estaria correlacionado ao valor de ajuste (afetado pelas Operações) referente às Operações;
- j) entretanto, considerando que nenhum ganho referente a tais valores de ajuste foi realizado pelos Fundos, o suposto benefício decorreria apenas da variação do CDI sobre a diferença entre o valor do ajuste efetivo e o valor de ajuste teórico que supostamente seria aplicável caso as Operações não tivessem sido executadas; e
- k) mesmo se considerarmos que se trata de um benefício indireto, tal valor é imaterial, perfazendo o montante de **R\$ 24.280,73** (vinte e quatro mil duzentos e oitenta reais e setenta e três centavos).

DA MANIFESTAÇÃO DA ÁREA TÉCNICA

9. Após analisar o assunto, a SMI se manifestou no sentido de que:

a) o PROPONENTE teria realizado deliberadamente operações de mesmo comitente em nome dos Fundos, com a finalidade de alterar o preço de ajuste utilizado para cálculo das chamadas de margem das operações de Contratos de Futuro de DI;

b) o PROPONENTE alegou que a nova metodologia adotada pela bolsa de valores para a formação do preço de ajuste de Contratos de Futuro de DI, implantada a partir de 12.12.2022, geraria distorções nos preços que passariam a não refletir os verdadeiros preços de mercado;

c) a estratégia que seria utilizada pelo operador para conduzir o preço de ajuste dos contratos para aquele julgado pelo PROPONENTE como adequado era realizar sistematicamente operações de mesmo comitente em quantidades suficientes para alterar o preço médio das operações realizadas no período de *fixing* (16h10 às 16h20);

d) como as posições finais em Contratos de Futuro de DI mantidas pelos Fundos permaneceram inalteradas ao longo do período em que as Operações foram realizadas, não houve resultado financeiro material para os Fundos, uma vez que os contratos futuros são liquidados pelo seu preço no vencimento e os efeitos dos ajustes intermediários não são cumulativos;

e) o efeito produzido para os Fundos pelas Operações foi apenas nas margens depositadas para garantia das posições em aberto mantidas pelos Fundos;

f) apesar das Operações não terem gerado resultado financeiro para os FUNDOS, elas causaram dolosamente, em tese, a alteração no preço de ajuste dos Contratos de Futuro de DI, configurando a prática, em tese, de manipulação de preços conceituada no art. 2º, II, da RCVM 62 como aquela em que há 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;

g) o art. 3º da RCVM 62 veda 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;

h) no julgamento do PAS CVM nº RJ-2013-5194 a CVM estabeleceu o entendimento de que a manipulação de preços fica caracterizada se restar comprovado que a elevação dos preços não resultou das forças normais de mercado, mas da atuação de certos investidores, não sendo exigida a comprovação de um resultado material efetivo, mas sim de um nexo causal entre o artifício e o resultado;

i) a conduta descrita no caso concreto preencheria os requisitos citados para a configuração da prática de manipulação de preços, a saber: (i) *utilização de processo ou artifício* – realização de operações de mesmo comitente no período considerado para fixação do preço de ajuste do Contratos de Futuro de DI; (ii) *destinados a promover cotações enganosas, artificiais* – conforme manifestado pelo PROPONENTE,

os negócios teriam tido a finalidade de “manter as médias mais alinhadas com os reais preços correntes na negociação”; (iii) *induzindo terceiros a negociar valores mobiliários cujas cotações foram artificialmente produzidas* - o artifício utilizado induziu terceiros a negociar valores mobiliários com base nos preços artificiais criados, vez que os participantes do mercado tomaram suas decisões de investimento com base nas cotações produzidas artificialmente e realizaram seus negócios com base nessas cotações; e (iv) *presença do dolo, ainda que eventual, de alterar as cotações e induzir terceiros a negociarem com base nessas cotações falsas* - o PROPONENTE manifestou que sua intenção com as operações de mesmo comitente era “manter as médias mais alinhadas com os reais preços correntes na negociação”; e

j) assim, teria restado comprovada, em tese, a prática pelo PROPONENTE de manipulação de preços, nos termos do art. 2º, II, da RCVM 62, em razão da realização de operações de mesmo comitente no horário de *fixing*, entre 19.12.2022 a 27.03.2023, caracterizando assim o descumprimento ao disposto no art. 3º da RCVM 62.

DA RESPONSABILIZAÇÃO

10. Face ao exposto, a SMI sugeriu a responsabilização de GUSTAVO MAZIERO pela infração, em tese, ao disposto no art. 3º da RCVM 62, em razão da prática de manipulação de preços, nos termos descritos no art. 2º, II, da mesma Resolução, por meio da realização de operações de mesmo comitente entre 19.12.2022 e 27.03.2023, alocadas em nome dos Fundos, envolvendo Contratos de Futuro de DI, séries DI1F25, DI1F26, DI1F27, DI1F31, DI1F33, DI1N24 e DI1N25.

DA PROPOSTA DE CELEBRAÇÃO DE TERMO DE COMPROMISSO

11. Na proposta de TC apresentada, GUSTAVO MAZIERO se comprometeu a pagar à CVM, em parcela única, o montante de R\$ 81.065,00 (oitenta e um mil e sessenta e cinco reais), equivalente, de acordo com proposta, a quase 4 (quatro) vezes do valor do suposto impacto causado ao mercado.

12. No que tange ao cumprimento dos requisitos legais e à conveniência e oportunidade para a celebração do ajuste, o PROPONENTE alegou, além da sua colaboração de boa-fé e de seus bons antecedentes junto à CVM, que:

a) o encerramento antecipado do processo, cuja matéria não demanda manifestação pelo Colegiado, traria economia processual e, como o PROPONENTE não obteve benefício financeiro ou de qualquer outra natureza para si ou para outrem, não se justificaria a movimentação da estrutura desta CVM para o julgamento do PAS; e

b) a infração imputada ao PROPONENTE seria de baixa gravidade e de baixo potencial de perda ao mercado, na medida em que os valores envolvidos são imateriais, conforme consta da defesa.

DA MANIFESTAÇÃO DA PROCURADORIA FEDERAL ESPECIALIZADA

(“PFE/CVM”)

13. Em razão do disposto no art. 83 da RCV 45, e conforme PARECER Nº 00070/2025/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU e respectivos Despachos, a PFE/CVM apreciou os aspectos legais das propostas de TC apresentadas, tendo **opinado pela inexistência de óbice legal à celebração do ajuste.**

14. Em relação aos incisos I (cessação da prática) e II (correção das irregularidades) do § 5º do art. 11 da Lei nº 6.385/1976, a PFE-CVM destacou que:

*“No que toca ao requisito previsto no inciso I, registra-se o entendimento da CVM no sentido de que **“sempre que as irregularidades imputadas tiverem ocorrido em momento anterior e não se tratar de ilícito de natureza continuada, ou não houver nos autos quaisquer indicativos de continuidade das práticas apontadas como irregulares, considerar-se-á cumprido o requisito legal, na exata medida em que não é possível cessar o que já não existe”.***

Considerando-se que as apurações efetuadas abrangem um período de tempo específico, de acordo com o item 19 do Termo de Acusação (manipulação de preços no mercado de valores mobiliários, relacionada a operações realizadas entre 19.12.2022 e 27.03.2023, envolvendo Contratos de Futuro de DI), 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, como visto no item precedente, o proponente se obriga a pagar o valor correspondente a R\$ 81.065,00 (oitenta e um mil e sessenta e cinco reais), em parcela única (...), o qual, segundo alega, seria equivalente a quase 4 (quatro) vezes ao valor do suposto impacto causado ao mercado de valores mobiliários.

Nesse diapasão, conforme despacho ao **PARECER n. 00058/2015/GJU - 2/PFE-CVM/PGF/AGU** (NUP 19957.001313/2015-07) que, *“como regra geral, não cabe à PFE-CVM analisar a suficiência dos valores apresentados na proposta, salvo quando manifestamente desproporcionais às irregularidades apontadas, com evidente prejuízo às finalidades preventiva e educativa que devem ser observadas na resposta regulatória para a prática de infrações, seja ela consensual ou imperativa”.*

Dessa forma, via de regra, a suficiência do valor oferecido, bem como a adequação da proposta, estará sujeita à análise de conveniência e oportunidade a ser realizada pelo Comitê de Termo de Compromisso, diante da possibilidade de negociação deste e de outros aspectos da minuta, conforme previsto no art. 83, §4º, da Resolução CVM nº 45/2021. Nada obstante, existindo prejuízos concretamente demonstrados, não é possível a celebração do termo sem a formulação de proposta indenizatória.

De toda sorte, vale um breve registro para pontuar que, embora na maioria das hipóteses esta Procuradoria se abstenha de se manifestar a respeito do montante, é pacífico, tanto na doutrina quanto na

jurisprudência mais abalizadas dos tribunais superiores, que a análise jurídica também abarca exame a respeito de proporcionalidade, que é consectário do devido processo legal substantivo.

A quantia oferecida, portanto, deverá ser proporcional e suficiente o bastante para corrigir o suposto ilícito e atender as finalidades do termo de compromisso, dentre as quais o efeito paradigmático de inibir a prática de infrações semelhantes no mercado. Ainda que manifestação de tal teor apenas ocorra em situações excepcionais, trata-se de um *múnus* para o qual esta Procuradoria não poderá deixar de atentar, sob pena de se poder concluir que a oferta de valores irrisórios é condição suficiente para atendimento do preceito legal.

Sobre o tema, conforme itens 11 a 14 do Termo de Acusação (...), a SMI fez consignar que:

"11. Conforme ficou demonstrado nas respostas das diligências realizadas ao longo desse processo, GUSTAVO realizou deliberadamente [operações de mesmo comitente] em nome dos FUNDOS com a finalidade de alterar o preço de ajuste utilizado para cálculo das chamadas de margem das operações de contratos de futuro de DI. Segundo o entendimento de GUSTAVO, a nova metodologia aplicada pela B3 para a formação do preço de ajuste de contratos futuro de DI, implantada a partir de 12.12.2022, gerava uma distorção nos preços que não refletiriam os verdadeiros preços de mercado.

12. Assim, os FUNDOS operados por GUSTAVO, que mantivessem posições em contratos futuros de DI, seriam afetados por um cálculo de chamadas de margens diferentes daqueles que GUSTAVO entendia como justas. A estratégia utilizada pelo operador para conduzir o preço de ajuste dos contratos para aquele que julgava adequado era realizar sistematicamente operações de mesmo comitente em quantidades suficientes para alterar o preço médio das operações realizadas no período de *fixing* (16:10 h às 16:20 h).

13. Como as posições finais em contratos futuros de DI mantidas pelos FUNDOS não foram alteradas ao longo do período em que as [operações de mesmo comitente] foram realizadas, **não houve resultado financeiro material para os FUNDOS, uma vez que os contratos futuros são liquidados pelo seu preço no vencimento e os efeitos dos ajustes intermediários não são cumulativos.** O efeito produzido para os FUNDOS pelas [operações de mesmo comitente] operadas por GUSTAVO foi apenas nas margens depositadas para garantia das posições em aberto mantidas pelos FUNDOS.

14. **Apesar das [operações de mesmo comitente] não terem gerado resultado financeiro para os FUNDOS, elas causaram dolosamente a alteração no preço de ajuste dos contratos de futuro de DI, configurando a prática de manipulação de preços,** nos termos do artigo 2º, "II", da Resolução CVM nº 62/22". Grifou-se.

Feitas tais considerações, pontua-se que, no caso concreto, não se vislumbra a ocorrência de prejuízos mensuráveis, com possível identificação dos investidores lesados, à luz das conclusões área técnica, a desautorizar a celebração do compromisso mediante a

formulação de proposta indenizatória exclusivamente à CVM.

Por sua vez, a existência de danos difusos mostra-se inafastável, vez que a obtenção de lucro indevido seria apenas um dos efeitos nocivos causados pela infração à norma inculpada no [art. 2º, II, da RCVM 62], 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.

Em virtude do exposto, cabe ao CTC avaliar a suficiência da indenização no caso concreto, conforme Jurisprudência Administrativa acerca do tema, de sorte a que o descumprimento da lei não se torne vantajoso economicamente, sob pena de ferimento aos princípios da moralidade e da legalidade.

No mais, faz-se necessária a verificação do atendimento efetivo às normas legais e regulamentares que regem a prática da atividade consensual pela Administração Pública, no que toca à existência de interesse público na celebração de termo de compromisso, inclusive face ao enquadramento das condutas praticadas no art. 27-C da Lei n.º 6.385/76.

Pelo exposto, em virtude do disposto no art. 4º, do mesmo diploma legislativo, a celebração de acordo, em tais casos, faz recair sobre a Administração Pública um ônus argumentativo mais severo, com vistas a justificar se a CVM estará protegendo, efetivamente, os titulares de valores mobiliários e os investidores contra a atuação irregular dos agentes intermediários que atuam no mercado, coibindo fraude ou manipulação destinada a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados.

(...)

Em 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, de sorte a que o descumprimento da lei não se torne vantajoso economicamente, conforme considerações efetuadas no item precedente.” (grifos do original)

DA NEGOCIAÇÃO DA PROPOSTA DE TERMO DE COMPROMISSO

15. O Comitê de Termo de Compromisso (“CTC” ou “Comitê”), em reunião realizada em 18.11.2025^[4], ao analisar a proposta de TC apresentada, entendeu que seria possível discutir a viabilidade de um ajuste para o encerramento antecipado do caso em tela e, consoante faculta o disposto no art. 83, §4º, da RCVM 45, decidiu negociar as condições da proposta apresentada, 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 termos de compromisso em situação que guarda certa similaridade com a presente, como, por exemplo, no TC envolvendo o PAS CVM 19957.002011/2023-58 (decisão do Colegiado de 30.01.2024 disponível em https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2024/20240130_R1.html)^[5].

16. Assim, considerando, em especial, (a) o disposto no art. 86, *caput*, da RCVM 45; (b) o fato de as condutas objeto do presente processo terem sido praticadas após a entrada em vigor da Lei nº 13.506/2017, e existirem novos parâmetros balizadores para a negociação de solução consensual desse tipo de conduta; (c) a gravidade, em tese, da conduta, tendo em vista que o art. 4º da RCVM 62 considera como grave a infração às suas normas para efeito do disposto no § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385/1976; (d) a fase sancionadora em que se encontra o processo; (e) o histórico do PROPONENTE^[6]; (f) os precedentes balizadores, como por exemplo, o referido PAS CVM 19957.002011/2023-58; (g) que o PROPONENTE atuava como participante do mercado à época dos fatos; e (h) que a manipulação de preços, em tese, enquadra-se no inciso VI do Grupo V do Anexo A da RCVM 45, o Comitê propôs o aprimoramento da proposta apresentada com a assunção de obrigação pecuniária, em parcela única, no montante de **R\$ 720.000,00** (setecentos e vinte mil reais), que, no caso concreto, entende 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 6.385/1976), que está entre os interesses difusos e coletivos no âmbito de tal mercado.

17. Após comunicados da decisão do CTC, os representantes do PROPONENTE solicitaram reunião com a Secretaria do Comitê ("SCTC"), para esclarecer as premissas do comunicado de negociação. A reunião foi realizada em 05.12.2025^[7]. Na ocasião, foram prestados esclarecimentos adicionais sobre os parâmetros que embasaram os valores propostos pelo Comitê.

18. Em 19.12.2025, o PROPONENTE apresentou contraproposta, sugerindo que o valor da obrigação pecuniária proposta pelo CTC fosse substituído pela assunção das seguintes obrigações:

- a) pagamento à CVM, em parcela única, do valor de **R\$ 145.000,00** (cento e quarenta e cinco mil reais);
- b) abstenção de atuar **no mercado de futuros de DI**, em todos os seus vértices, pelo período de 12 (doze) meses;
- c) elaboração e apresentação à CVM, em até 90 (noventa) dias, de estudo crítico sobre a metodologia atualmente utilizada para a apuração dos preços de ajuste no mercado de futuros de DI, com análise comparativa de práticas internacionais e sugestões de aprimoramento.

19. Na manifestação, o PROPONENTE alegou que:

- a) em reunião com a SCTC foi informado que a obrigação pecuniária proposta pelo CTC partiu de uma pena-base sobre a qual foi aplicado um fator de multiplicação pelo fato de o PROPONENTE ser considerado participante do mercado, o que resultou no referido montante de **R\$ 720.000,00** (setecentos e vinte mil reais);
- b) o valor proposto pelo CTC seria elevado frente à condição econômico-financeira do

PROPONENTE e inviabilizaria uma composição consensual;

c) o valor proposto pelo CTC não considera 6 (seis) circunstâncias atenuantes presentes no caso concreto, com exceção do histórico do PROPONENTE;

d) a primeira circunstância se refere ao fato de que desde o início da investigação, o PROPONENTE reconheceu de forma transparente os atos por ele praticados, jamais negando-os, tendo ainda atuado de maneira colaborativa na apuração da sua conduta;

e) a segunda circunstância atenuante seria a postura demonstrada pelo PROPONENTE no decorrer do processo que teria sido pautada pelo princípio da boa-fé;

f) a terceira circunstância corresponderia ao fato de que as operações não teriam alterado o preço real de negociação do ativo, mas apenas o seu preço teórico, não tendo ocorrido interferência na livre formação de preços, pois o PROPONENTE buscaria apenas corrigir ineficiências por ele identificadas na forma de operação do mercado de juros futuro, notadamente quanto à formação do preço teórico de fechamento;

g) o Colegiado da CVM já teria manifestado, recentemente, que operações voltadas à correção de ineficiências de mercado seriam lícitas: *“Naturalmente, operações voltadas à correção de ineficiências de mercado ou à exploração de fundamentos econômicos legítimos inserem-se no âmbito da livre formação de preços e são, portanto, lícitas. Por outro lado, aquelas destinadas a criar percepção artificial ou enganosa sobre a cotação de um valor mobiliário configuram manipulação de preços, nos termos do art. 2º, inciso II, da Resolução CVM nº 62/2022.”*;

h) a quarta circunstância atenuante seria o fato de que as operações não teriam sido liquidadas no preço teórico de ajuste – ou seja, o PROPONENTE não teria realizado as operações para manipular o mercado em benefício próprio ou de terceiros;

i) suas operações teriam buscado apenas evitar que os cotistas ingressantes dos fundos ou aqueles que resgatassem seus investimentos fossem impactados por uma distorção na apuração do preço teórico de ajuste;

j) a quinta circunstância atenuante é que não haveria evidência de que a conduta do PROPONENTE tenha sido dolosa, com intuito de criar condições artificiais para induzir terceiros a erro;

k) a sexta circunstância atenuante é que o suposto benefício econômico teria sido imaterial, equivalente a R\$ 24.280,73 (vinte e quatro mil duzentos e oitenta reais e setenta e três centavos), sendo o valor proposto pelo CTC quase 30 (trinta) vezes superior;

l) a RCVM 45 prevê, na dosimetria de penas, que os antecedentes podem implicar em redução até 25% da penalidade;

m) mantendo analogia com esse parâmetro, o PROPONENTE sugere que as 6 (seis) circunstâncias atenuantes mencionadas acarretem, cada uma, uma redução de 12,5% sobre o valor proposto pelo CTC, resultando em uma redução total de 75%; e

n) além dessa redução de 75%, o PROPONENTE sugere que a assunção da obrigação

de elaboração de estudo técnico que o PROPONENTE se dispõe a elaborar acerca da metodologia atualmente utilizada pela B3 para a apuração dos preços de ajuste seja também considerada para reduzir o valor da obrigação pecuniária em R\$ 35.000,00 (trinta e cinco mil reais), o que resultaria no valor proposto de R\$ 145.000,00 (cento e quarenta e cinco mil reais).

20. Na reunião de 03.02.2026^[8], o CTC apreciou os termos da contraproposta e deliberou por reiterar os termos de sua decisão de 18.11.2025.

21. Comunicado da decisão, o PROPONENTE apresentou nova contraproposta, reiterando as razões e fundamentos apresentados em sua contraproposta anterior, na qual se comprometeu a assumir as seguintes obrigações:

(a) pagamento à CVM do valor total de **R\$ 165.000,00** (cento e sessenta e cinco mil reais), sendo: (i) **R\$ 145.000,00** (cento e quarenta e cinco mil reais) pagos **à vista**; e (ii) o valor remanescente de **R\$ 20.000,00** (vinte mil reais) pagos **em 2 (duas) parcelas mensais, iguais e sucessivas**, no valor de R\$ 10.000,00 (dez mil reais) cada;

(b) abstenção de atuar no **mercado de futuros de DI**, em todos os seus vértices, pelo período de 12 (doze) meses; e

(c) elaboração e apresentação à CVM, em até 90 (noventa) dias, de estudo crítico sobre a metodologia atualmente utilizada para a apuração dos preços de ajuste no mercado de futuros de DI, com análise comparativa de práticas internacionais e sugestões de aprimoramento.

DA DELIBERAÇÃO FINAL DO COMITÊ DE TERMO DE COMPROMISSO

22. 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] dos acusados, a colaboração de boa-fé e a efetiva possibilidade de punição no caso concreto.

23. Nesse tocante, há que se esclarecer que a análise do Comitê 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 em verdadeiro julgamento antecipado. Em linha com orientação do Colegiado, as propostas de Termo de Compromisso devem contemplar obrigação que venha a surtir importante e visível efeito paradigmático junto aos participantes do mercado de valores mobiliários, desestimulando práticas semelhantes.

24. Nesse sentido, na reunião de 03.03.2026^[10], o CTC, tendo em vista o disposto no art. 83 c/c o art. 86, *caput*, da RCVM 45, e considerando, em especial, (i) a não adesão do PROPONENTE aos termos da proposta apresentada pelo Comitê em 18.11.2025; (ii)

o significativo distanciamento entre a contraproposta apresentada e os parâmetros considerados adequados pelo CTC para fins de celebração de ajuste; e (iii) a necessidade de que eventual celebração produza efeito paradigmático e dissuasório junto aos participantes do mercado de valores mobiliários, entendeu não ser conveniente nem oportuna a celebração do Termo de Compromisso proposto.

DA CONCLUSÃO

25. Em razão do acima exposto, o Comitê, por meio de deliberação ocorrida em 03.03.2026^[11], decidiu opinar junto ao Colegiado da CVM pela **REJEIÇÃO** da proposta de Termo de Compromisso apresentada por **GUSTAVO VECHIATO MAZIERO**.

Parecer Técnico finalizado em 15.04.2026.

[1] 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] 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;

[3] As informações apresentadas neste parecer até o capítulo denominado “Responsabilização” correspondem ao relato resumido do que consta no termo de acusação elaborado pela SMI.

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

[5] Trata-se de propostas TC apresentadas por gestora de recursos e seus diretores responsáveis e por operador de mercado no âmbito de PAS instaurado pela SMI, tendo em vista a identificação da adoção, em tese, de práticas não equitativas e da prática, também em tese, de manipulação de preços. A proposta foi aprovada pelo Colegiado em 30.01.2024, pelo valor total de **R\$ 1,1 milhão**.

[6] GUSTAVO VECHIATO MAZIERO não consta como acusado em outros processos sancionadores instaurados pela CVM (Fonte: Sistema de Inquérito - INQ e Sistema Sancionador Integrado - SSI da CVM. Último acesso em 15.04.2026).

[7] A reunião foi realizada às 11h de forma virtual, por meio da plataforma Teams, tendo participado da reunião membros da Secretaria do CTC e Fabio Ramos de Souza e Joaquim Chacur Biasotto Mano, representantes do PROPONENTE.

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

[9] Vide N.E. nº 06.

[10] Vide N.E. nº 8.

[11] Vide N.E. nº 8.



Documento assinado eletronicamente por **Fernando Soares Vieira, Superintendente**, em 24/04/2026, às 10:24, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Luis Lobianco, Superintendente**, em 24/04/2026, às 10:30, 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 24/04/2026, às 10:49, 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 24/04/2026, às 11:46, 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 **2682570** e o código CRC **2464630A**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **2682570** and the "Código CRC" **2464630A**.*
