



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

PARECER DO COMITÊ DE TERMO DE COMPROMISSO

PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM 19957.001693/2023-81

SUMÁRIO

PROPONENTES:

ANTÔNIO CARLOS CANHADA LOPES DA SILVA;

GUSTAVO SANCHEZ ASDOURIAN;

JULIEN AVRIL; e

PEDRO MENDES KLUPPEL.

IRREGULARIDADE DETECTADA:

Criação de condições artificiais de demanda, com utilização de negócios volumosos entre os investidores, com o objetivo de transmitir para o mercado uma aparência de liquidez aumentada para as cotas de dois Fundos de Investimentos Imobiliários ("FII"), atraindo, assim, novos cotistas para os fundos, descumprindo, em tese, o disposto no art. 3º da Resolução CVM nº 62/2022^[1] ("RCVM 62"), na forma definida no art. 2º, I^[2].

PROPOSTA:

Pagar à CVM o valor total de R\$ 1.360.000,00 (um milhão e trezentos e sessenta mil reais), em parcela única, sendo:

R\$ 340.000,00 (trezentos e quarenta mil reais) o valor a ser pago por ANTÔNIO CARLOS CANHADA LOPES DA SILVA;

R\$ 340.000,00 (trezentos e quarenta mil reais) o valor a ser pago por GUSTAVO SANCHEZ ASDOURIAN;

R\$ 340.000,00 (trezentos e quarenta mil reais) o valor a ser pago por JULIEN AVRIL; e

R\$ 340.000,00 (trezentos e quarenta mil reais) o valor a ser pago por PEDRO MENDES KLUPPEL.

PARECER DA PFE/CVM:

SEM ÓBICE

PARECER DO COMITÊ:

ACEITAÇÃO

PARECER DO COMITÊ DE TERMO DE COMPROMISSO
PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM 19957.001693/2023-81

PARECER TÉCNICO

1. Trata-se de proposta de Termo de Compromisso apresentada conjuntamente por ANTÔNIO CARLOS CANHADA LOPES DA SILVA (“ANTÔNIO DA SILVA”), GUSTAVO SANCHEZ ASDOURIAN (“GUSTAVO ASDOURIAN”), JULIEN AVRIL e PEDRO MENDES KLUPPEL (“PEDRO KLUPPEL” ou, quando em conjunto com as demais pessoas citadas, “PROPONENTES”), na qualidade de investidores, em fase pré-sancionadora, no âmbito de Processo Administrativo (“PA”) conduzido pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (“SMI”), no qual não constam outros investigados.

DA ORIGEM^[31]

2. O processo teve origem em comunicados enviados à CVM por corretora de valores e pela BSM Supervisão de Mercados (“BSM”) informando sobre diversas operações *d e day trade* com cotas dos FII Guardian Logística (“GALG11”) e Guardian Multiestratégia Imobiliária (“GAME11”), com alta concentração de contrapartes entre ANTÔNIO DA SILVA, GUSTAVO ASDOURIAN, JULIEN AVRIL e PEDRO KLUPPEL, com baixo índice de acerto e lucros/prejuízos próximos de zero (preços idênticos ou com diferenças mínimas nas duas pontas do *day trade*).

DOS FATOS E DA MANIFESTAÇÃO DA ÁREA TÉCNICA

3. Os PROPONENTES são sócios na gestora dos FII Guardian Logística e Guardian Multiestratégia Imobiliária.

4. De acordo com as informações prestadas pela BSM:

a. as ofertas que deram origem aos *day trades* eram registradas em intervalos de poucos segundos e houve recorrência de endereço de IP (*Internet Protocol*) nas ordens emitidas em nome de ANTÔNIO DA SILVA, GUSTAVO ASDOURIAN e JULIEN AVRIL, por meio de intermediários distintos; e

b. ANTÔNIO DA SILVA e GUSTAVO ASDOURIAN informaram que suas operações com GALG11 e GAME11 eram de cunho pessoal e que a política de investimentos da Gestora não proibia operações com fundos por ela geridos, mas não prestaram nenhum esclarecimento quanto ao fundamento econômico das operações.

5. Ao analisar o caso, a SMI verificou que:

a. os investidores operavam com os fundos ao menos desde 2021, em geral com volumes diários inferiores a R\$ 10 mil e operando em apenas uma das pontas, ou seja, sem fazer *day trade*;

b. a partir de julho de 2022, ocorreu mudança no perfil de negociação, com realização de operações de *day trade* frequentes entre os quatro investidores, muitas vezes com volume diário acima de R\$ 100 mil e com ganhos ou prejuízos irrisórios;

c. tais operações passaram a representar uma parcela significativa do total do mercado, ultrapassando 20% em julho de 2022 e 30% em agosto e setembro;

d. logo após essa mudança no perfil de negociação dos quatro investidores, o número de cotistas dos fundos, que crescia a uma determinada taxa, sofreu aceleração:

i. o fundo GAME11 tinha 1.980 cotistas em maio, 4.029 cotistas em junho, 5.172 cotistas em julho, 16.747 cotistas em agosto, 17.503 em setembro, e 18.515 cotistas em outubro de 2022; e

ii. o fundo GALG11 tinha 8.271 cotistas em maio, 8.937 cotistas em junho, 9.157 cotistas em julho, 9.683 cotistas em agosto, 12.586 em setembro, e 15.753 em outubro de 2022.

6. Diante da hipótese de criação de condições artificiais de demanda, com suposta utilização de negócios volumosos entre ANTÔNIO DA SILVA, GUSTAVO ASDOURIAN, JULIEN AVRIL e PEDRO KLUPPEL, com o objetivo de transmitir para o mercado aparência de liquidez aumentada para as cotas dos fundos, atraindo, assim, novos cotistas, a SMI solicitou manifestação dos investidores sobre as referidas operações.

7. Em atenção aos questionamentos da SMI, os investidores confirmaram sua ligação com a gestora dos fundos e alegaram que o objetivo das operações teria sido o de *“testar as condições de mercado das cotas dos Fundos e, assim, compreender a dinâmica de atuação e estratégia dos algoritmos que nele atuavam”*, argumentando que tais algoritmos pareciam *“criar uma série de barreiras à livre movimentação de preço das cotas dos Fundos, em prejuízo ao regular funcionamento do mercado e ao público investidor em geral”*.

8. De acordo com a SMI, os esclarecimentos prestados foram insuficientes para apresentar uma fundamentação econômica para as operações sob análise e dirimir a hipótese de criação de condições artificiais.

DA PROPOSTA DE TERMO DE COMPROMISSO

9. Em 11.10.2023, ANTÔNIO DA SILVA, GUSTAVO ASDOURIAN, JULIEN AVRIL e PEDRO KLUPPEL apresentaram proposta de Termo de Compromisso em que ofereceram, em conjunto, o pagamento do valor de R\$ 340.000,00 (trezentos e quarenta mil reais) à CVM para o encerramento antecipado do caso, alegando, em resumo, que:

a. encerraram as operações no final de 2022, de forma voluntária e antes de receberem qualquer questionamento por parte da CVM ou de qualquer outra entidade;

b. as operações foram realizadas a preços de mercado, sem qualquer impacto sobre as cotações das cotas, não tiveram o propósito de falsear as condições de mercado e não provocaram alterações no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários;

c. nenhum dos PROPONENTES jamais foi acusado em processo administrativo sancionador na CVM;

d. nenhum dos PROPONENTES procurou auferir, nem teria auferido, qualquer ganho, direto ou indireto, com as operações;

e. a obrigação pecuniária proposta atende à finalidade preventiva de termo de compromisso, na medida em que é suficiente para desestimular a prática de condutas similares;

f. as peculiaridades do caso indicam a existência de elementos de menor reprovabilidade quando em comparação com outros casos de criação de condições artificiais analisados pela CVM; e

g. as particularidades do caso justificam que os PROPONENTES sejam

considerados como uma única entidade para a definição do valor de celebração do termo de compromisso.

DA MANIFESTAÇÃO DA PROCURADORIA FEDERAL ESPECIALIZADA (“PFE/CVM”)

10. Em razão do disposto no art. 83 da Resolução CVM nº 45/2021^[4] (“RCVM 45”), e conforme PARECER n. 00108/2023/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU e respectivo Despacho, a PFE/CVM apreciou os aspectos legais da proposta de Termo de Compromisso apresentada e opinou pela *“possibilidade de celebração do Termo de Compromisso, exclusivamente no que toca aos requisitos legais pertinentes”*.

11. Em relação ao requisito constante do inciso I do § 5º do art. 11 da Lei nº 6.385/1976 (cessação da prática), a PFE/CVM considerou que:

“(…) no âmbito da Autarquia, vigora o entendimento 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

*Em relação ao presente caso, a r. área técnica se manifestou no sentido de que ‘a suposta atuação irregular dos proponentes ocorreu dentro de um período limitado de tempo, tendo cessado após dezembro/2022’. **Dessa forma, pode-se considerar cessada a prática da atividade ilícita.” (Grifado)***

12. Em relação ao requisito constante do inciso II do § 5º do art. 11 da Lei nº 6.385/1976 (correção das irregularidades), a PFE/CVM considerou que:

“(…) o Ofício Interno da r. GMA-1 aponta que ‘no estado atual da investigação, não se observaram prejuízos a terceiros diretamente decorrentes das operações’. Apesar disso, a existência de danos difusos mostra-se inafastável, haja vista que a manipulação do mercado configura conduta que acarreta inegável abalo na confiança dos investidores, bem como no regular funcionamento do mercado, interferindo nas decisões de investimento, conforme os indícios levantados pelas investigações.

(…)

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 r. 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.

Ademais, 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, face ao enquadramento, em tese, das condutas praticadas no art. 27-C da Lei n.º 6.385/76.

Assim, em virtude do que estabelece o 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.” **(Grifado)**

DA NEGOCIAÇÃO DA PROPOSTA DE TERMO DE COMPROMISSO

13. Em reunião realizada em 12.12.2023, o Comitê de Termo de Compromisso (“CTC” ou “Comitê”), ao analisar a proposta apresentada, tendo em vista, (a) o disposto no art. 83 c/c o art. 86, *caput*, da RCVM 45^[5]; e (b) o fato de a Autarquia já ter celebrado Termos de Compromisso em casos envolvendo infração, em tese, ao disposto no art. 3º da RCVM 62, na forma definida no art. 2º, I, da mesma Resolução^[6], como, por exemplo, no PA CVM19957.005641/2018-17 (decisão do Colegiado de 19.05.2020, disponível em https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2020/20200519_R1/20200519_D1805.html^[7]), 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^[8], decidiu^[9] negociar as condições da proposta apresentada.

14. Assim, diante das características que permeiam o caso concreto e considerando, em especial, (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, de 13.11.2017, e de existirem novos parâmetros balizadores para negociação de solução consensual desse tipo de conduta; (c) o possível enquadramento da conduta, em tese, no Grupo V do Anexo A da RCVM 45; (d) a fase pré-sancionadora em que se encontra o processo; e (e) o histórico dos PROPONENTES^[10], que não constam como acusados em Processos Administrativos Sancionadores insaturados pela CVM, **o Comitê propôs o aprimoramento das propostas apresentadas, com a assunção de obrigação pecuniária, em parcela única, no valor total de R\$ 1.360.000,00 (um milhão e trezentos e sessenta mil reais), a ser cumprida, individualmente, da seguinte forma:**

a. R\$ 340.000,00 (trezentos e quarenta mil reais): valor a ser pago por ANTÔNIO DA SILVA;

b. R\$ 340.000,00 (trezentos e quarenta mil reais): valor a ser pago por GUSTAVO ASDOURIAN;

c. R\$ 340.000,00 (trezentos e quarenta mil reais): valor a ser pago por JULIEN AVRIL; e

d. R\$ 340.000,00 (trezentos e quarenta mil reais): valor a ser pago por PEDRO KLUPPEL.

15. Tempestivamente, em 28.12.2023, os PROPONENTES apresentaram contraproposta no valor total de R\$ 880.000,00 (oitocentos e oitenta mil reais), devendo o valor de R\$ 220.000,00 (duzentos e vinte mil reais) ser pago por cada um deles em seis parcelas mensais de igual valor.

16. Na manifestação apresentada, os PROPONENTES reiteraram os argumentos da proposta inicial e, adicionalmente, alegaram, em resumo, que:

- a. os valores propostos pelo Comitê não estariam em linha com precedentes anteriores de negociação;
- b. seriam nítidos os elementos de menor reprovabilidade do presente caso quando em comparação com outros casos de criação de condições artificiais analisados pela CVM;
- c. não houve qualquer intenção de falsear condições de mercado das cotas dos fundos, mas sim de compreender a dinâmica de atuação e a estratégia dos *algotraders* que nele atuavam, à vista de indícios de que esses investidores estariam causando efeitos negativos ao mercado – e, portanto, a atuação teria se dado, em última instância, em benefício do próprio público investidor; e
- d. o aumento na base de cotistas não se deveu às operações, e foi resultado de agressiva política de marketing realizada naquele período, que incluiu doação de cotas para mais de 10 mil investidores.

17. Em reunião realizada em 09.01.2024, o Comitê, ao analisar a contraproposta apresentada, considerando, em especial, os fatos de não lhe competir realizar análise de mérito sobre esta ou aquela tese de defesa administrativa, e de que sua análise é pautada pela realidade fática manifestada nos autos, decidiu^[11] REITERAR, por seus próprios e jurídicos fundamentos, os fundamentados termos da negociação deliberada em 12.12.2023.

18. Em 15.02.2024, os PROPONENTES manifestaram aceitação dos termos do proposto pelo Comitê.

DA DELIBERAÇÃO FINAL DO COMITÊ DE TERMO DE COMPROMISSO

19. O art. 86 da RCVM 45^[12] estabelece que, além da oportunidade e da conveniência, há outros critérios a serem considerados quando da apreciação de propostas de Termo de Compromisso, tais como a natureza e a gravidade das infrações objeto do processo, os antecedentes dos acusados, a colaboração de boa-fé e a efetiva possibilidade de punição no caso concreto.

20. 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 de Termo de Compromisso 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.

21. Nesse sentido, em reunião realizada em 05.03.2024, o Comitê, considerando o êxito em fundamentada negociação empreendida, entendeu^[13] que o encerramento do presente caso por meio da celebração de Termo de Compromisso com **assunção de obrigação pecuniária, no valor total de R\$ 1.360.000,00 (um milhão e trezentos e sessenta mil reais), a ser cumprida, individualmente, nos valores de (a) R\$ 340.000,00 (trezentos e quarenta mil reais), por ANTÔNIO DA SILVA; (b) R\$ 340.000,00 (trezentos e quarenta mil reais), por GUSTAVO ASDOURIAN; (c) R\$ 340.000,00 (trezentos e quarenta mil reais), por JULIEN AVRIL; e (d) R\$ 340.000,00 (trezentos e quarenta mil reais), por PEDRO KLUPPEL**, afigura-se conveniente e oportuno, sendo 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 nº 6.385/76), que está entre os interesses difusos e coletivos no âmbito de tal mercado.

DA CONCLUSÃO

22. Em razão do acima exposto, o Comitê, por meio de deliberação ocorrida em 05.03.2024, decidiu[14] opinar junto ao Colegiado da CVM pela **ACEITAÇÃO** da proposta apresentada por ANTÔNIO DA SILVA, GUSTAVO ASDOURIAN, JULIEN AVRIL e PEDRO KLUPPEL, sugerindo a designação da Superintendência Administrativo-Financeira para o atesto do cumprimento da obrigação pecuniária assumida.

Parecer Técnico finalizado em 15.04.2024.

[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: I - 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.

[3] As informações apresentadas no item “Dos Fatos e Da Manifestação da Área Técnica” desse Parecer Técnico correspondem a um resumo do que consta no Ofício Interno que tratou do encaminhamento da proposta de Termo de Compromisso à PFE/CVM.

[4] Art. 83. Ouvida a PFE sobre a legalidade da proposta de termo de compromisso, a Superintendência Geral deve submeter a proposta de termo de compromisso ao Comitê de Termo de Compromisso, ao qual compete apresentar parecer sobre a oportunidade e a conveniência na celebração do compromisso, e a adequação da proposta formulada pelo acusado ou investigado, propondo ao Colegiado sua aceitação ou rejeição, tendo em vista os critérios estabelecidos no art. 86.

[5] Art. 83. Ouvida a PFE sobre a legalidade da proposta de termo de compromisso, a Superintendência Geral deve submeter a proposta de termo de compromisso ao Comitê de Termo de Compromisso, ao qual compete apresentar parecer sobre a oportunidade e a conveniência na celebração do compromisso, e a adequação da proposta formulada pelo acusado ou investigado, propondo ao Colegiado sua aceitação ou rejeição, tendo em vista os critérios estabelecidos no art. 86. (...) Art. 86. Na deliberação da proposta, o Colegiado deve considerar, dentre outros elementos, a oportunidade e a conveniência na celebração do compromisso, a natureza e a gravidade das infrações objeto do processo, os antecedentes dos acusados ou investigados ou a colaboração de boa-fé destes, e a efetiva possibilidade de punição, no caso concreto.

[6] Conduta anteriormente disposta no item I c/c item II, “a”, da Instrução CVM nº 8/1979 (“ICVM 8”), atualmente revogada pela RCVM 62.

[7] No caso concreto foi firmado TC no valor de R\$ 297.500,00 com pessoa jurídica e R\$ 212.500,00 (duzentos e doze mil e quinhentos reais) com pessoa natural por negócios realizados em 16.11.2016, em descumprimento, em tese, do disposto no item I c/c item II, “a”, da ICVM 8.

[8] Art. 83, § 4º O Comitê de Termo de Compromisso, se entender conveniente, pode, antes da elaboração do seu parecer, negociar com o proponente as condições da proposta de termo de compromisso que lhe pareçam mais adequadas.

[9] Deliberado pelos membros titulares de SGE, SEP, SPS e SSR e pelo substituto de SNC.

[10] **Gustavo Sanchez Asdourian, Antônio Carlos Canhada Lopes da Silva, Pedro Mendes Kluppel, e Julien Avril** não constam como acusados em outros processos sancionadores instaurados pela CVM. (Fonte: INQ e SSI. Último acesso em 01.04.2024)

[11] Deliberado pelo membro titular de SNC e pelos substitutos de SGE, SEP, SPS e SSR.

[12] Art. 86. Na deliberação da proposta, o Colegiado deve considerar, dentre outros elementos, a oportunidade e a conveniência na celebração do compromisso, a natureza e a gravidade das infrações objeto do processo, os antecedentes dos acusados ou investigados ou a colaboração de boa-fé destes, e a efetiva possibilidade de punição, no caso concreto.

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

[14] Ver Nota Explicativa ("NE") 13.



Documento assinado eletronicamente por **Fernando Soares Vieira, Superintendente**, em 16/04/2024, às 10:36, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Alexandre Pinheiro dos Santos, Superintendente Geral**, em 16/04/2024, às 13:15, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Paulo Roberto Gonçalves Ferreira, Superintendente**, em 16/04/2024, às 15:19, 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 16/04/2024, às 16:26, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Vera Lucia Simões Alves Pereira de Souza, Superintendente**, em 16/04/2024, às 17:07, 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://super.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **2018387** e o código CRC **F5D51EBE**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://super.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **2018387** and the "Código CRC" **F5D51EBE**.*