



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.007224/2023-76

Reg. Col. nº 3136/24

**Acusados:** Álvaro dos Santos  
Guilherme Kiyoshi Chiga dos Santos  
Luiz André Carneiro Castro

**Assunto:** Apurar suposto uso de práticas não equitativas, na modalidade de *front running*, em infração, em tese, ao disposto no inciso I c/c inciso II, alínea “d”, da Instrução CVM nº 08/1979, e ao disposto no art. 3º c/c art. 2º, inciso IV, da Resolução CVM nº 62/2022.

**Relator:** Presidente João Pedro Nascimento

### VOTO

#### I. INTRODUÇÃO

1. Trata-se de PAS<sup>1</sup> instaurado pela SMI para apurar a responsabilidade dos Acusados pela suposta prática de *front running*. Segundo a Acusação, Álvaro dos Santos e seu filho (Guilherme dos Santos) teriam realizado diversas operações em mercado de bolsa, no período de 09/02/2021 a 19/04/2022, tendo obtido alto índice de acerto e com concentração dos Veículos de Investimento como contrapartes.

2. Tais operações teriam sido realizadas mediante a utilização, em tese, de informações sobre movimentos dos Veículos de Investimento no mercado, supostamente fornecidas aos Investidores por Luiz Castro, que, à época, era funcionário da Gestora, o qual também teria sido o responsável pela emissão das ordens que culminaram nas operações.

3. Conforme detalhado no Relatório, os Acusados não contestaram os fatos narrados no Termo de Acusação, o que permite que este Voto seja sucinto e objetivo. Portanto, me limitarei a traçar breves considerações sobre o ilícito *front running* e a analisar os fatos trazidos pela Acusação à luz destas considerações.

#### II. CONSIDERAÇÕES TEÓRICAS

4. As práticas não equitativas eram definidas pela alínea “d” do inciso I da ICVM nº 08/1979 e vedadas pelo inciso I do mesmo diploma normativo<sup>2</sup>. Atualmente, as referidas

<sup>1</sup> Os termos iniciados em letras maiúsculas que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes é atribuído no Relatório deste PAS.

<sup>2</sup> 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



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

previsões são encontradas no art. 3º e no inciso IV do art. 2º da RCVM nº 62/2022, respectivamente.

5. As práticas não equitativas são caracterizadas pelos seguintes elementos<sup>3</sup>: (i) a ocorrência de negociações com valores mobiliários; (ii) das quais resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, uma posição de desequilíbrio ou de desigualdade para qualquer das partes; (iii) que tal desequilíbrio seja indevido e ilegal<sup>4</sup>; e (iv) o dolo específico do agente, que deve ter agido conscientemente com a intenção de gerar e de se valer da situação de desequilíbrio.

6. Por tratar-se de conceito aberto, as práticas não equitativas podem assumir diferentes modalidades, o que permite que a CVM acompanhe a evolução do mercado de capitais e que sua atividade sancionadora consiga se amoldar às necessidades práticas de mercado. Dentre estas modalidades, encontra-se o *front running*.

7. A prática de *front running* é caracterizada pela ação do indivíduo que, sabendo da iminência de movimento a ser realizado por determinado investidor no mercado (e dos efeitos deste movimento), se antecipa à operação prevista, a fim de obter ganhos com a movimentação do mercado. A isso se deve a denominação “*front running*”, que, traduzida de modo literal, significa “correr na frente”.<sup>5-6</sup>

8. Assim, comete *front running*, por exemplo, o corretor de investimentos que prevê a variação que será causada pela ordem de um cliente relevante e que utiliza esta informação para obter lucro com ativos próprios ou de terceiros.

---

preço, a realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não equitativas. II - Para os efeitos desta Instrução conceitua-se como: [...] d) prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, aquela de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação.

<sup>3</sup> Vide os seguintes precedentes: (i) PAS CVM nº 04/2010, Dir. Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes; (ii) PAS CVM nº 10/2012, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 13/11/2018; (iii) PAS CVM nº 03/2015, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 22/09/2020; e (iv) PAS CVM nº 19957.005174/2019-14, Pres. Rel. João Pedro Nascimento, j. em 11/10/2022.

<sup>4</sup> Uma vez que as relações de mercado são caracterizadamente díspares, pois mantidas entre agentes que se encontram, naturalmente, em situação de desigualdade, é preciso que o desequilíbrio ou a desigualdade seja indevido e ilegal.

<sup>5</sup> “*Front running, que consiste na antecipação, por uma parte, às negociações a serem feitas por outra parte em proveito próprio*”. (MOTA, Fernando A. **Manipulação de Mercado na Bolsa de Valores**. Rio de Janeiro: Lumen Iuris, 2022. p. 80).

<sup>6</sup> Neste sentido, a Securities Exchange Commission (“SEC”) define “[f]rontrunning may be generally defined as involving trading a stock, option, or future while in possession of non-public information regarding an imminent block transaction that is likely to affect the price of the stock, option, or future”. (LOWENFELS, Lewis D. BROMBERG, Alan R. **Securities Market Manipulations: An Examination and Analysis of Domination and Control**, Frontrunning, and Parking. 55ALb. L. Ver. 293 1991-1992, p. 313)



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

9. Ao coibir práticas não equitativas, o bem jurídico tutelado pela CVM é a própria credibilidade e higidez do mercado de capitais, assegurando que as negociações ocorram sob condições de equidade entre os participantes.<sup>7</sup>

### III. MÉRITO

10. Feitas estas breves considerações, analiso o mérito deste PAS, a fim de verificar se o conjunto fático-probatório apresentado pela Acusação preenche os requisitos do ilícito apurado.

11. A meu ver, a Acusação reuniu um conjunto de indícios robustos, convergentes e consistentes para a condenação dos Acusados, que demonstram suficientemente que Álvaro dos Santos e seu filho Guilherme dos Santos, em conluio com o operador Luiz Castro, anteciparam-se à inserção das ordens dos Veículos de Investimento. Os Acusados inseriram ordens de compra ou venda para, posteriormente, desfazer sua posição de forma a lucrar com a variação da cotação dos ativos decorrente da subsequente execução das vultosas ordens dos Veículos de Investimento de que já tinham conhecimento.

12. Conforme apurado (e não controvertido nos autos), à época dos fatos, Luiz Castro trabalhava como operador na Gestora, tendo sido responsável pela emissão das ordens dos Veículos de Investimento em todas as operações analisadas neste PAS.

13. Também restou demonstrado que Álvaro dos Santos e Guilherme dos Santos foram os responsáveis pela emissão das ordens que originaram as transações pelas quais foram investigados, consoante reconhecido pelos Investidores<sup>8</sup> e corroborado pela Corretora<sup>9</sup>. Inexistem, assim, controvérsias sobre a autoria das infrações administrativas apontadas.

14. Passo, então, à análise da materialidade.

---

<sup>7</sup> Em seu voto no PAS CVM nº SP2017/315, j. em 06/07/2021, a Dir. Rel. Flávia Perlingeiro assinala que “o objetivo da regra prevista nos itens I e II, alínea ‘d’, da ICVM nº 8/1979, não é apenas punir quem realiza e se beneficia desse tipo de operação, mas também deve se ter em conta que o bem tutelado, nesse caso, é a própria credibilidade do mercado de capitais, que é posta em risco por qualquer prática não-equitativa.” (grifei). Também nesta direção, PAS CVM nº 19957.001512/2020-74, Diretor Relator Alexandre Rangel, j. em 14/12/2021; e PAS CVM nº 19957.005174/2019-14, Rel. Pres. João Pedro Nascimento, j. em 11/10/2022.

<sup>8</sup> Álvaro dos Santos, em sua manifestação preliminar, confirmou ter emitido as ordens que originaram as transações em questão. Por sua vez, embora Guilherme dos Santos não tenha expressamente assumido a autoria das operações supostamente irregulares aqui analisadas, tampouco a contestou.

<sup>9</sup> Doc. 1804607.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

15. Observo, inicialmente, que restou evidenciado nos autos que Álvaro dos Santos e Guilherme dos Santos realizaram diversas operações na bolsa de valores, durante 60 pregões no período de 09/02/2021 e 19/04/2022, sendo que tais operações apresentaram as seguintes semelhanças: (i) utilização de estratégia de *day trade*; (ii) obtenção de elevadas taxas de sucesso, fora de parâmetros usuais; (iii) alta concentração de Veículos de Investimento como contrapartes das operações que foram mais lucrativas; e (iv) curtos intervalos de tempo entre tais ordens e as dos Veículos de Investimento.

16. Os diversos exemplos detalhados no relatório demonstram essa mecânica de modo bastante evidente.

17. No dia 09/02/2021, entre 11h36min17s e 11h39min00s, Álvaro dos Santos realizou ordem de venda a descoberto de 15.000 ações LCAM3 ao preço médio de R\$27,22. Logo depois (11h41min50s), este acusado recomprou a mesma quantidade do ativo ao preço de R\$27,00 de N.B., um dos veículos de investimento vinculados à Gestora, concluindo em poucos minutos o *day trade* com resultado positivo de R\$3.233,00.

18. A mesma dinâmica (vendas a preço superior antes da interferência de um dos Veículos de Investimento, seguida da recompra da mesma quantidade vendida de ações por um preço inferior) é realizada na operação com o ativo HAPV3 no dia 09/03/2021. Neste pregão, entre 12h52min07s e 12h52min34s, Álvaro dos Santos vendeu a descoberto 20.000 ações a um preço médio de R\$15,21 e as recomprou às 13h05min05s de N.B. a R\$15,00, em um momento de pressão vendedora dessa contraparte, lucrando R\$4.159,00 na operação de *day trade*.

19. No pregão do dia 07/03/2022, as negociações com o ativo PRIO3 fizeram uso de estratégia semelhante, mas as ações foram compradas (e não vendidas) por Álvaro dos Santos antes da interferência dos Veículos de Investimento, sendo que na sequência foram vendidas, aproveitando-se da elevação dos preços em razão da pressão compradora dessa contraparte. Assim, Álvaro dos Santos comprou 20.000 ações entre 10h45min27s e 10h45min29s, por um preço médio ponderado de R\$28,20 por ação, e vendeu 30.000 ações a partir das 10h47min29s (ficando com uma quantidade de 10.000 ações a descoberto). Mais tarde (entre 11h12min24s e 11h20min15s), recomprou as 10.000 ações faltantes a um preço médio de R\$27,61, concluindo o *day trade* com um lucro de R\$12.975,00. A tabela constante do Anexo I ilustra com mais detalhes as negociações

20. Como bem apontado pela Acusação, das 30.000 ações vendidas por Álvaro dos Santos, 19.700 foram vendidas para os Veículos de Investimento, por preço superior às operações seguintes (R\$28,50 versus R\$28,30), e mesmo que nem todas as vendas tenham sido feitas para



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

aquela contraparte, a interferência dela no mercado fez com que a cotação obtida nas demais operações fosse favorável a Álvaro dos Santos.

21. Os negócios realizados por Guilherme dos Santos seguiram a mesma dinâmica, com ordens de compra ou venda, que eram desfeitas logo após a colocação das vultosas ordens em sentido contrário dos Veículos de Investimento. A vinculação entre as operações de Guilherme dos Santos e aquela contraparte foi bem delineada pelo Termo de Acusação.

22. Para citar apenas um exemplo, observo que, num único pregão, do dia 19/04/2022, Guilherme dos Santos realizou essa estratégia por 3 (três) vezes com as ações TEND3, tendo obtido um lucro total de R\$12.551,00 no dia. Assim, às 10h15min47s, vendeu a descoberto 20.000 ações a um preço médio de R\$6,45, e recomprou a mesma quantidade de ações dos Veículos de Investimento às 10h17min13s, por um preço médio de R\$6,30. Em um segundo momento, entre 12h06min12s e 12h08min05s, Guilherme dos Santos novamente vendeu a descoberto 30.400 ações TEND3, a um preço médio de R\$6,61, e recomprou a mesma quantidade dos Veículos de Investimento a um preço médio de R\$6,50. Novamente, às 15h52min22s, o acusado vendeu a descoberto 50.000 ações a um preço médio de R\$7,02, e as recomprou dos Veículos de Investimento às 15h55min07s, ao preço de R\$6,90.

23. Os horários de inserção das ordens demonstram, portanto, que os Investidores estavam consistentemente à frente dos Veículos de Investimento, antecipando-se aos robustos negócios que eram realizados por aquela contraparte. Registre-se, nesse sentido, que todas as operações analisadas foram executadas por Luiz Castro, que conhecia Álvaro dos Santos há pelo menos 2 (dois) anos, por frequentarem o mesmo ambiente social<sup>10</sup>.

24. O *modus operandi* e a recorrência de padrão de atuação dos Acusados operação em indevida posição de desequilíbrio e desvantagem. Com frequência, a prática de *front running* envolve uma dinâmica temporal muito particular, marcada pela colocação de ordens pelo *front runner* no *timing* ideal para maximizar os ganhos auferidos com a operação.

25. Além dos horários de inserções das ordens, observa-se a grande concentração de Veículos de Investimento nas contrapartes das operações que fechavam as estratégias de *day trade*, a cujas ordens os Investidores estariam se antecipando. Essa elevada concentração não foi satisfatoriamente justificada pelos Acusados, sendo extremamente improvável, senão matematicamente impossível, que tenha sido oriunda de conduta regular e espontânea dos Investidores.

---

<sup>10</sup> Doc. 1804668.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

26. Trata-se de indício relevante. Apesar de não ser necessário para a caracterização do *front running* que se feche a operação contra o investidor a quem se antecipou<sup>11</sup>, devido à própria dinâmica de tal modalidade de prática não equitativa e dos curtos intervalos de tempo envolvidos, é natural que isso ocorra com o *front runner* em volume superior ao que seria de se esperar em operações regulares com o mesmo ativo.

27. Em acréscimo, cabe salientar que os registros das movimentações financeiras dos referidos acusados revelaram que parte dos ganhos obtidos pelos Investidores foi destinada ao operador Luiz Castro e sua esposa, P.V.F.C..

28. Nesse sentido, houve registro: (i) de duas transferências bancárias da conta corrente de Luiz Castro para a de Álvaro dos Santos, ocorridas em 09 e 12/02/2021, que totalizaram R\$30.430,00 (trinta mil, quatrocentos e trinta reais); (ii) de três depósitos bancários da conta corrente de Álvaro dos Santos para a de Luiz Castro, em 19/04, 20/09/2021 e 07/02/2022, que totalizaram R\$30.991,00 (trinta mil, novecentos e noventa e um reais); (iii) de dois depósitos bancários da conta corrente de Álvaro dos Santos para a de P.V.F.C., esposa de Luiz Castro, nos meses de junho e julho de 2021, que somaram R\$10.000,00 (dez mil reais); e (iv) de duas transferências bancárias da conta corrente de Guilherme dos Santos para a de Luiz Castro, no valor total de R\$15.000,00 (quinze mil reais), conforme a tabela abaixo, extraída do Termo de Acusação:

Data	Investidores		Operador	
	Álvaro dos Santos	Guilherme dos Santos	Luiz Castro	P.V.F.C.
09/02/2021	R\$30.000,00		- R\$30.000,00	
12/02/2021	R\$430,00		- R\$430,00	
19/04/2021	- R\$100,00		R\$100,00	
01/06/2021	- R\$5.000,00			R\$5.000,00
02/07/2021	- R\$5.000,00			R\$5.000,00
20/09/2021	- R\$30.000,00		R\$30.000,00	
07/02/2022	- R\$891,00		R\$891,00	
13/09/2022		- R\$15.000,00	R\$15.000,00	
<b>Total</b>	<b>- R\$25.561,00</b>		<b>R\$25.561,00</b>	

<sup>11</sup> Destaque-se trecho do voto do Diretor Relator Marcos Barbosa Pinto no PAS CVM nº 15/04, j. em 7.7.2009: “Como já mencionei acima, os acusados poderiam e deveriam ser condenados ainda que a Petros não figurasse como contraparte em seus negócios, já que a prática não-equitativa conhecida como *front running* consiste em se antecipar a uma operação que está para ser realizada, aproveitando-se dos movimentos de mercado dela decorrentes.”



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

29. Na tentativa de justificar o recebimento dos recursos que lhe foram transferidos por Luiz Castro, que garantiram a obtenção de margem para a realização das suas primeiras vendas a descoberto<sup>12</sup>, Álvaro dos Santos, em sua manifestação preliminar, alegou que os recursos seriam provenientes da “*venda de uma motocicleta Harley Davidson Fat Boy ano 2014*”<sup>13</sup>. O argumento, entretanto, não é consistente quando confrontado com as provas dos autos.

30. Como demonstrado, os recursos foram integralmente devolvidos para Luiz Castro poucos meses depois. Veja-se que também houve o repasse de recursos adicionais em favor de Luiz Castro, que totalizaram o montante de R\$25.561,00, sem que fosse apresentada qualquer justificativa razoável por parte dos Acusados. Esse fato, a meu ver, endossa a suspeita de que se trataria de contraprestação pelo repasse de informações não públicas sobre as ordens que Luiz Castro emitiria em nome dos Veículos de Investimento, para que os Investidores pudessem a elas se antecipar.

31. Nota-se, ademais, que o referido valor estaria bem abaixo do valor do veículo constante da tabela FIPE à época (R\$45.030,00), embora tal fato, por si só, não seja determinante, tendo em vista que o valor de venda constante da tabela é meramente indicativo e não impede a realização de negócios por preços diversos.

32. Por fim, a Acusação também apontou que os Investidores não teriam realizado outras operações em mercado de valores mobiliários nos últimos dez anos, a evidenciar que eram neófitos nesse ambiente. A propósito, observa-se que Álvaro dos Santos se registrou na Corretora em 04/02/2021, apenas cinco dias antes de sua primeira operação (em 09/02/2021), e seu filho Guilherme dos Santos em 14/03/2022, dois dias antes da última operação do pai e aproximadamente um mês antes de sua primeira operação.

33. Apesar de sua inexperiência, os Investidores alcançaram taxas de sucesso atipicamente elevadas<sup>14</sup>, o que configura mais um indicativo da ilicitude das operações, como evidenciam as tabelas a seguir:

<b>Álvaro dos Santos</b>	
Quantidade de operações realizadas:	71
Quantidade de operações com resultado positivo:	62

<sup>12</sup> Conforme evidenciado nos autos, no mesmo dia em que recebeu de Luiz Castro o valor de R\$30.000,00, Álvaro dos Santos transferiu a referida quantia para sua conta na Corretora.

<sup>13</sup> Doc. 1804668.

<sup>14</sup> A esse respeito, a Diretora Ana Dolores Novaes trouxe importantes contribuições à CVM, durante a sua passagem pelo Colegiado da Autarquia, ao desenvolver um modelo probabilístico no PAS CVM nº 21/2006 e no PAS CVM nº 04/2010, julgados respectivamente em 07/08/2012 e em 23/09/2014. No primeiro caso, verificou-se que a probabilidade de um dos acusados ter obtido ganhos positivos em 98 dos 100 pregões em que participou seria cerca de 10 vezes menor que a de acertar os seis números da Mega Sena.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

% de operações com resultado positivo:	87,32%
Volume total operado (soma de compras e vendas):	R\$50.045.497,00
Soma dos resultados positivos:	R\$154.345,00
Soma dos resultados negativos:	- R\$12.080,00
Resultado final:	R\$142.265,00
% Perdas/Ganhos	7,83%

<b>Guilherme dos Santos</b>	
Quantidade de operações realizadas:	39
Quantidade de operações com resultado positivo:	36
% de operações com resultado positivo:	92,31%
Volume total operado (soma de compras e vendas):	R\$44.042.488,00
Soma dos resultados positivos:	R\$133.919,00
Soma dos resultados negativos:	- R\$1.619,00
Resultado final:	R\$132.300,00
% Perdas/Ganhos	1,21%

34. Diante do exposto, concluo que estão presentes múltiplos indícios contundentes e consistentes<sup>15</sup>, que comprovam o uso de prática não equitativa no mercado de capitais por parte de Álvaro dos Santos, Guilherme dos Santos e o operador Luiz Castro. Os Acusados, de forma dolosa e orquestrada, promoveram operações que colocaram os Investidores em posição privilegiada com relação aos demais participantes do mercado.

#### **IV. CONCLUSÃO E DOSIMETRIA**

35. Ante o exposto, restou devidamente comprovado que os Acusados incorreram na utilização de práticas não equitativas, na modalidade de *front running*, conforme definidas pela alínea “d” do inciso II da ICVM nº 08/1979 e pelo inciso IV do art. 3º da RCVM nº 62/2022 e vedadas pelo inciso I da ICVM nº 08/1979 e pelo art. 2º da RCVM nº 62/2022.

36. No que se refere à dosimetria da pena, considero que os fatos analisados neste PAS findaram em 04/10/2022, na vigência da RCVM nº 45/2021. A natureza contínua dos ilícitos justifica a penalização com base no regime instituído pelo referido diploma normativo.

37. Adicionalmente, observo que o uso de práticas não equitativas é ilícito administrativo que possui natureza grave, conforme disposto no inciso III da ICVM nº 08/1979 e no art. 4º da RCVM nº 62/2022.

<sup>15</sup> A admissibilidade da prova indiciária para condenação em sede administrativa é tema pacífico na jurisprudência da CVM. Nessa linha, faço referência ao voto da Diretora Norma Parente no PAS CVM nº 06/95, j. em 05/05/2005: “Os indícios possuem valor probatório suficiente para ensejar condenação. Exige-se, todavia, que tais indícios sejam convergentes e unívocos”.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

38. Com base em precedentes desta CVM<sup>16</sup>, fixo a pena-base aplicável a Álvaro dos Santos e Guilherme dos Santos em duas vezes e meia o valor da vantagem econômica indevidamente obtida com as operações irregulares. Nos termos do art. 68 da RCVM nº 45/2022<sup>17</sup>, deixo de aplicar o procedimento previsto nos arts. 62 a 66 às penalidades impostas a Álvaro dos Santos e Guilherme dos Santos.

39. Como apurado pela Acusação<sup>18</sup>, as vantagens indevidas auferidas pelos três envolvidos no esquema de *front running* foram as seguintes:

Nome	Montante
Álvaro Santos	R\$137.171,00
Guilherme Kioshi Chiga dos Santos	R\$130.438,00
Luiz André Carneiro Castro	R\$25.561,00

40. Por sua vez, em relação a Luiz Castro, uma vez que o benefício econômico auferido pelo Acusado foi pouco relevante, a fim de manter o efeito dissuasório da sanção, entendo razoável a fixação da pena-base em valores absolutos, conforme precedentes desta Autarquia<sup>19</sup>. Assim, adoto o valor-base de R\$500.000,00 (quinhentos mil reais).

41. Considero em favor de Luiz Castro, como circunstância atenuante, os seus bons antecedentes, a incidir sobre o valor da pena-base no percentual de diminuição de 15%.<sup>20</sup> Considero, como circunstância agravante, a violação de deveres fiduciários decorrentes do cargo ocupado, à época, por Luiz Castro, uma vez que as práticas ilícitas foram realizadas em prejuízo da relação de lealdade que este tinha para com a Gestora. A circunstância agravante deverá incidir sobre o valor da pena-base no percentual de aumento de 15%.

42. Diante do exposto, em observância dos princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, com fundamento no art. 11 da Lei nº 6.385/1976, voto pela condenação de:

- (i) **Álvaro dos Santos** à penalidade de **multa pecuniária no valor de R\$342.927,50** (trezentos e quarenta e dois mil, novecentos e vinte e sete

<sup>16</sup> Baseio-me nos seguintes precedentes: PAS CVM nº SP2020/35, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 12/01/2021; (ii) PAS CVM nº 19957.001512/2020-74, Dir. Rel. Alexandre Rangel, j. em 14/12/2021; e (iii) PAS CVM nº 19957.005174/2019-14, Pres. Rel. João Pedro Nascimento, j. em 11/10/2022.

<sup>17</sup> RCVM nº 45/2021, Art. 68. O procedimento previsto nos arts. 62 a 66 não se aplica às penalidades impostas com fundamento nos arts. 60, I, e 61, II, III e IV.

<sup>18</sup> Doc. 1804708, §84, tabela.

<sup>19</sup> Vide: (i) PAS CVM nº 19957.001813/2020-06, Rel. Dir. Flávia Perlingeiro, j. em 22/09/2020; e (ii) PAS CVM nº 19957.005174/2019-14, Pres. Rel. João Pedro Nascimento, j. em 11/10/2022.

<sup>20</sup> Por exemplo, cita-se: (i) PAS CVM nº 19957.003594/2021-72, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 12/04/2022; (ii) PAS CVM nº 19957.009371/2019-02, Rel. Pres. Marcelo Barbosa, j. em 04/05/2021; e (iii) PAS CVM nº 19957.003642/2020-41, Dir. Rel. Alexandre Rangel, j. em 03/05/2022.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

reais e cinquenta centavos) pelo uso de práticas não equitativas, conforme definidas pela alínea “d” do inciso II da ICVM nº 08/1979 e pelo inciso IV do art. 3º da RCVM nº 62/2022 e vedadas pelo inciso I da ICVM nº 08/1979 e pelo art. 2º da RCVM nº 62/2022;

- (ii) **Guilherme Kiyoshi Chiga dos Santos** à penalidade de **multa pecuniária no valor de R\$326.095,00** (trezentos e vinte e seis mil e noventa e cinco reais) pelo uso de práticas não equitativas, conforme definidas pela alínea “d” do inciso II da ICVM nº 08/1979 e pelo inciso IV do art. 3º da RCVM nº 62/2022 e vedadas pelo inciso I da ICVM nº 08/1979 e pelo art. 2º da RCVM nº 62/2022; e
- (iii) **Luiz André Carneiro Castro** à penalidade de **multa pecuniária no valor de R\$500.000,00** (quinhentos mil reais) pelo uso de práticas não equitativas, conforme definidas pela alínea “d” do inciso II da ICVM nº 08/1979 e pelo inciso IV do art. 3º da RCVM nº 62/2022 e vedadas pelo inciso I da ICVM nº 08/1979 e pelo art. 2º da RCVM nº 62/2022.

É como voto.

Rio de Janeiro, 10 de dezembro de 2024.

**João Pedro Nascimento**  
Presidente Relator



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### ANEXO I

Data	Ticker	Parte/Nome	Hora	Contraparte/Nome	Lado	Preço	Soma de Soma de Quantidade	Soma de Volume2
07/03/2022	PRIO3	ALVARO DOSSANTOS	10:45:27.1400000	CATIA ANTUNES PIRES	RC	R\$ 28,19	1000	-R\$ 28.190,00
				DEBORA BRITO VELOSO	RC	R\$ 28,20	100	-R\$ 2.820,00
				DELVAN ANTUNES DA SILVA	BC	R\$ 28,20	100	-R\$ 2.820,00
				GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL	BC	R\$ 28,18	400	-R\$ 11.272,00
				HEADLANDS TECHNOLOGIES LLC	BC	R\$ 28,19	600	-R\$ 16.914,00
						R\$ 28,20	900	-R\$ 25.380,00
				JUMP TRADING EUROPE B.V.	RC	R\$ 28,19	200	-R\$ 5.638,00
				TUCANA BAY LTD	RC	R\$ 28,19	300	-R\$ 8.457,00
						R\$ 28,20	900	-R\$ 25.380,00
				UPRIGHT TECHNOLOGIES, INC	BC	R\$ 28,20	100	-R\$ 2.820,00
				VANILDA DIAS DE SOUZA	BC	R\$ 28,20	300	-R\$ 8.460,00
			10:45:27.1430000	TUCANA BAY LTD	BC	R\$ 28,20	4800	-R\$ 135.360,00
			10:45:27.1470000	UBSAG, LONDON BRANCH	RC	R\$ 28,20	300	-R\$ 8.460,00
			10:45:29.7430000	HEADLANDS TECHNOLOGIES LLC	BC	R\$ 28,20	300	-R\$ 8.460,00
			10:45:29.7470000	UBSAG, LONDON BRANCH	BC	R\$ 28,20	3100	-R\$ 87.420,00
			10:45:29.7530000	UBSAG, LONDON BRANCH	BC	R\$ 28,20	3100	-R\$ 87.420,00
			10:45:29.8470000	UBSAG, LONDON BRANCH	BC	R\$ 28,20	3500	-R\$ 98.700,00
			10:47:29.9700000	ROGER BERTUOL TIZATO	BV	R\$ 28,50	300	R\$ 8.550,00
			10:47:33.7230000	CAIXA VINCI VALOR FIA	BV	R\$ 28,50	1330	R\$ 37.805,00
				NAFENIGMA II FUNDO DE INVESTIMENTO	BV	R\$ 28,50	263	R\$ 7.485,30
				VINCI ACOES A FUNDO DE INVESTIMENTO	BV	R\$ 28,50	1154	R\$ 32.889,00
				VINCI GAS DISCOVERY MASTER FUNDO DE	BV	R\$ 28,50	119	R\$ 3.391,50
				VINCI JOATINGA FUNDO DE INVESTIMENT	BV	R\$ 28,50	1894	R\$ 53.979,00
				VINCI K FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇ	BV	R\$ 28,50	386	R\$ 11.001,00
				VINCI MOSAICO ADVISORY FIA	BV	R\$ 28,50	219	R\$ 6.241,50
				VINCI MOSAICO FIA	BV	R\$ 28,50	2356	R\$ 67.146,00
				VINCI MOSAICO INSTITUCIONAL FIA	BV	R\$ 28,50	11979	R\$ 341.401,50
			10:48:57.9070000	XTX MARKETS TRADING LIMITED	BV	R\$ 28,30	1100	R\$ 31.130,00
			10:49:02.0030000	XTX MARKETS TRADING LIMITED	BV	R\$ 28,30	400	R\$ 11.320,00
			10:49:02.9070000	ROMULO RODRIGUES GONCALVES	BV	R\$ 28,30	100	R\$ 2.830,00
			10:49:03.2130000	FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES MAR	BV	R\$ 28,30	200	R\$ 5.660,00
				TUCANA BAY LTD	BV	R\$ 28,30	4000	R\$ 113.200,00
				XTX MARKETS TRADING LIMITED	BV	R\$ 28,30	4200	R\$ 118.860,00
			11:12:24.8170000	JUMP TRADING EUROPE B.V.	BC	R\$ 27,57	300	-R\$ 8.271,00
			11:12:33.1070000	DELVAN ANTUNES DA SILVA	BC	R\$ 27,57	1100	-R\$ 30.327,00
			11:14:38.2000000	CLOVIS VILELA CLAUDINO	RC	R\$ 27,70	3600	-R\$ 99.720,00
			11:20:15.0400000	CREDIT SUISSE (BRASIL) S.A. CTVM	RC	R\$ 27,54	100	-R\$ 2.754,00
				EVALDO DIAS DE OLIVEIRA	RC	R\$ 27,55	500	-R\$ 13.775,00
				FABIANA CRISTINA TAVARES	BC	R\$ 27,55	1000	-R\$ 27.550,00
				HEADLANDS TECHNOLOGIES LLC	BC	R\$ 27,55	800	-R\$ 22.040,00
				ITAU MASTER GLOBAL DINAMICO MULTIM	BC	R\$ 27,54	100	-R\$ 2.754,00
				JP MORGAN SECURITIES PLC	RC	R\$ 27,54	700	-R\$ 19.278,00
						R\$ 27,55	700	-R\$ 19.285,00
				MORGAN STANLEY LATAM LLC	BC	R\$ 27,54	200	-R\$ 5.508,00
				TUCANA BAY LTD	BC	R\$ 27,54	300	-R\$ 8.262,00
						R\$ 27,55	600	-R\$ 16.530,00
Total Geral							60000	R\$ 12.975,00