



**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 05/2012**

Reg. Col. nº 0342/2016

**Acusados:** ARX Capital Management Ltda.  
Carlos Eduardo Teixeira Ramos  
BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.  
José Carlos Lopes Xavier de Oliveira

**Assunto:** Apurar eventuais irregularidades envolvendo negócios efetuados por fundos de investimentos geridos pela ARX Capital Management Ltda.

**Diretor Relator:** Gustavo Machado Gonzalez

**RELATÓRIO**

**I. OBJETO**

1. Trata-se de processo administrativo sancionador (“PAS”) instaurado pela Superintendência de Processos Sancionadores (“SPS”) e pela Procuradoria Federal Especializada junto à CVM (“PFE”, e, em conjunto com SPS, “Acusação”) para apurar eventuais irregularidades envolvendo negócios efetuados por fundos de investimentos geridos pela ARX Capital Management Ltda. (“ARX” ou “Gestora”).
2. A ARX responde a duas acusações distintas, cada qual referente a um período de tempo. A primeira delas – ausência de critério de rateio equitativo de ordens de compra e venda dentre os diversos fundos sob sua gestão, em infração ao artigo 14, II, da Instrução CVM nº 306/1999 e ao artigo 60, parágrafo único, c/c artigo 65-A, I, ambos da Instrução CVM nº 409/2004 – abarca o período de 2003 a 2006. A segunda acusação é por realizar prática não equitativa no mercado de valores mobiliários (definida no item II, letra “d”, da Instrução CVM nº 08/1979 e vedada pelo item I da mencionada Instrução) e se refere apenas ao ano de 2007.
3. O diretor da ARX responsável pela atividade de administração de carteiras de valores mobiliários no período coberto pelo processo, Carlos Eduardo Teixeira Ramos (“Carlos Ramos”), foi acusado por não ter empregado o devido cuidado e diligência em promover a implantação de sistemas de controles internos que assegurassem o atendimento da regulação em



#### 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)

vigor, especialmente no que se refere aos critérios de rateio de ordens (violação ao artigo 14, II, da Instrução CVM nº 306/1999 e ao artigo 60, parágrafo único, c/c artigo 65-A, I, ambos da Instrução CVM nº 409/2004).

4. Por sua vez, BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A. (“BNY Mellon” ou “Administrador Fiduciário”) e o seu diretor responsável pela atividade de administração fiduciária de fundos de investimento à época, José Carlos Lopes Xavier de Oliveira (“José Carlos Lopes”), foram acusados de infringir o artigo 65, XV, c/c artigo 65-A, I, ambos da Instrução CVM nº 409/2004. Segundo a Acusação, o Administrador Fiduciário não teria observado o dever de fiscalizar a Gestora, tampouco o seu dever de diligência.

5. Já José Carlos Lopes, segundo a Acusação, não teria empregado o devido cuidado e diligência para promover a implantação de sistema de controles internos com vistas a garantir o atendimento à legislação em vigor, especialmente no que se refere aos critérios de rateio de ordens.

## II. ORIGEM

6. No âmbito do seu trabalho regular de acompanhamento dos mercados futuros da Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F), a Gerência de Acompanhamento de Mercado 2 (GMA-2) da Superintendência de Mercados de Intermediários (SMI) da CVM identificou que, durante o ano de 2007, um dos fundos geridos pela ARX, o ARX Strike Fundo de Investimento Multimercado (“Fundo ARX Strike”), incorreu em perdas de R\$6.795.100,00 (seis milhões, setecentos e noventa e cinco mil e cem reais) em ajustes do dia com operações no mercado Futuro de Índice Bovespa. A GMA-2 apurou, ainda, que outros fundos de investimento também geridos pela ARX (“Fundos Beneficiados”)<sup>1</sup> realizaram, no mesmo período, operações naquele mesmo mercado e obtiveram ganhos em ajustes do dia que totalizaram R\$5.344.998,00 (cinco milhões, trezentos e quarenta e quatro mil, novecentos e noventa e oito reais)<sup>2</sup>.

7. Tendo em vista essa divergência de resultados e considerando, ainda, que todas as operações realizadas tanto pelo Fundo ARX Strike quanto pelos Fundos Beneficiados haviam

---

<sup>1</sup> Os fundos geridos pela ARX que realizavam operações a partir da conta Ágora 17700, denominada BNY Mellon ARX Investimentos Ltda Master (“Conta Máster”), no ano de 2007 são: BNY Mellon ARX FIA; ARX Hedge FIM; ARX Plus FIM; ARX Institucional FIM; FIF Andes; BNY Mellon ARX Extra FIM; BNY Mellon ARX Long Short FIM; BNY Mellon ARX Long Short 30 FIM; Biarritz LLC; ARX Long Short 30 PF FIM; Especial II FIM; Especial I FIM (M195 FIM); Especial III FIM (M215 FIM); ARX Plus MAX FIM; Match Point Investment LLC; Match Point Investments LLC; Especial 4 FIM; e Especial 5 FIM (item 46 do Relatório de Inquérito).

<sup>2</sup> Relatório de Análise GMA-2 nº 003/2008 (fls. 6-19).



#### 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)

sido intermediadas por uma única corretora, a GMA-2 verificou a existência de indícios de irregularidades em operações com contratos futuros realizadas em nome de diversos fundos de investimento geridos pela ARX e administrados pelo BNY Mellon entre janeiro e dezembro de 2007. Assim, em fevereiro de 2008, a SMI propôs a abertura de Inquérito Administrativo<sup>3</sup> para aprofundar as investigações e apurar eventuais responsabilidades.

8. Em 08.06.2012, o Superintendente Geral determinou a instauração de processo para apurar “eventuais irregularidades envolvendo negócios efetuados por fundos de investimentos geridos pela ARX Capital Management Ltda., no mercado futuro de Ibovespa na BM&F no período de janeiro a dezembro de 2007”<sup>4</sup>.

### III. ACUSAÇÃO

#### III.1. As operações realizadas por meio da conta máster

9. Inicialmente, a área técnica destacou o comando do *caput* do artigo 60 da Instrução CVM nº 409/2004, segundo o qual “as ordens de compra e venda de ativos financeiros devem sempre ser expedidas com a identificação precisa do fundo de investimento em nome do qual elas devem ser executadas.” Apontou, ainda, que quando uma mesma pessoa jurídica administrar diversos fundos, o parágrafo único daquele mesmo comando permite, “o grupamento de ordens, desde que o administrador tenha implantado sistema que possibilite o rateio, entre os fundos, das compras e vendas feitas, através de critérios equitativos e preestabelecidos, devendo o registro de tal repartição ser mantido à disposição da CVM pelo período mínimo de 5 (cinco) anos.”

10. Após trocas de comunicações entre a área técnica e a Gestora, constatou-se que, à época dos fatos analisados neste PAS, a ARX administrava diversas carteiras, incluindo parte da Clube de Investimento dos Empregados da Companhia Vale do Rio Doce (“Investvale”). Segundo a Gestora, os fundos geridos eram segregados em “famílias”, de acordo com a estratégia de investimentos que seguia. O Fundo ARX Strike era um fundo exclusivo do Investvale e integrava, junto com a carteira do referido clube, a estratégia denominada Cartinvest.

11. O gráfico abaixo, extraído do relatório da Acusação (o “Relatório de Acusação”) apresenta algumas das “famílias” de fundos geridos pela ARX existentes à época<sup>5</sup>:

---

<sup>3</sup> Fls. 6/19.

<sup>4</sup> Portaria/CVM/SGE/Nº 117 – fls. 1.

<sup>5</sup> Item 31 do Relatório de Acusação.



**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)

**Figura 1. Famílias de fundos geridos pela ARX**

<b>Estratégia Long Short</b>	<b>Estratégia Macro</b>	<b>Estratégia Equity Hedge</b>	<b>Estratégia Ações</b>	<b>Estratégia Cartinvest</b>
ARX Long Short FIM	ARX Hedge FIF	ARX Extra FIF	ARX FIA	ARX Strike FIM
ARX Long Short 30 FIM	ARX Institucional FIF			+
ARX Long Short 30 PF FIM	ARX Plus FIM			Carteira própria
	ARX Plus Max FIM			Investvale

12. Ao ser questionada pela área técnica sobre o critério de rateio de ordens que adotava, a Gestora alegou que, para as famílias que continham mais de um fundo, as ordens de compra e venda “eram realizadas de forma agrupada e alocadas proporcionalmente de acordo com o respectivo patrimônio de cada uma de suas carteiras” (fl. 331). Já as ordens de compra e venda de fundos que seguiam estratégias independentes e eram os únicos de suas famílias (como, na figura acima, o Fundo ARX Strike, ARX Extra FIF e ARX FIA), “eram realizadas de maneira individualizada” (fls. 332).

13. A Acusação afirmou ter encontrado uma série de elementos indicando que as ordens dadas em nome dos fundos de diferentes famílias eram usualmente realizadas em nome de uma única conta máster e especificadas, apenas ao final do pregão. Para verificar se a sistemática de rateio definida na “Política de Alocação Justa – Fair Allocation” da ARX era efetivamente observada pela Gestora na distribuição das ordens de compra e venda de ativos realizados em nome dos fundos por ela geridos, a Acusação procedeu a uma análise das operações dos 35 fundos que operaram no mercado futuro de Índice Bovespa no ano de 2007 (fls. 359 a 364).

14. A análise foi feita a partir de uma amostra de 20 dias do ano de 2007, aleatoriamente selecionados. Após análise de todas as ordens emitidas por fundos de investimento geridos pela ARX nesses dias, a Acusação pôde constatar que 99,7% das operações realizadas nesses dias pelos Fundos Beneficiados e pelo Fundo ARX Strike foram originalmente feitas por meio da conta máster. Diante disso, a Acusação verificou que, independentemente da estratégia adotada pelo fundo, ou a qual “família de fundos” da ARX ele pertencesse, esses 19 fundos operavam habitualmente de forma agrupada, utilizando a mesma conta na corretora.



**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. Adicionalmente, a Acusação apurou que, nesse universo de ordens realizadas por meio da conta máster, 97,3% foram especificadas após às 18h00, ou seja, quando já eram conhecidos os valores dos ajustes do dia para cada negócio realizado. Além disso, a área técnica verificou que, em 11 dias ao longo de 2007:

- (i) embora o Fundo ARX Strike tenha sido o único fundo a operar, as ordens não haviam sido emitidas em seu nome, mas alocadas na conta máster e especificadas também após o término do pregão;
- (ii) o Fundo ARX Strike foi o único de 19 fundos que operou consistentemente nos dias em que a ARX obteve os maiores prejuízos, sendo que, nesses dias, houve uma concentração de operações especificadas em nome do Fundo ARX Strike;
- (iii) dos 221 pregões em que foram registradas operações dos 19 fundos, em apenas 38 dias foram registrados negócios do Fundo ARX Strike, enquanto nos 10 dias em que foram registrados os maiores ajustes negativos, o Fundo ARX Strike operou em 9 deles;
- (iv) do total de 12.224 contratos negociados pelos 19 fundos nos 10 piores dias, cerca de 65% foram registrados em nome do Fundo ARX Strike, sendo que 92,7% do prejuízo total foi destinado a ele e apenas 7,3% aos demais fundos; e
- (v) nos demais 211 pregões em que operou, a participação do Fundo ARX Strike no volume de contratos negociados foi de apenas 8%.

16. A área técnica também analisou os negócios realizados entre 2003 e 2006 por todos os fundos geridos pela ARX, tendo verificado os mesmos padrões das operações realizadas em 2007, quais sejam:

- (i) em todos esses anos, o Fundo ARX Strike apresentou o maior prejuízo acumulado, no montante de R\$22.485.228,00 (vinte e dois milhões, quatrocentos e oitenta e cinco mil, duzentos e vinte e oito reais), decorrentes de ajustes do dia; e
- (ii) o Fundo ARX Strike foi o único fundo que apresentou prejuízos em todos os anos, tendo sempre o maior prejuízo anual em relação aos demais fundos, enquanto dois fundos apresentaram lucros recorrentes em 5 anos consecutivos e um fundo por 4 anos consecutivos.



#### 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)

### III.2. Análise do padrão de resultados

#### III.2.1. Ano de 2007

17. Com o objetivo de verificar se os prejuízos do Fundo ARX Strike decorreram de uma decisão deliberada da Gestora de especificar prioritariamente para esse fundo as operações com contratos futuros de Índice Bovespa realizadas por meio da conta máster no ano de 2007 que resultaram em ajustes do dia negativos, a Acusação realizou uma série de análises. Segundo a área técnica, tais análises foram baseadas em “modelos clássicos da teoria da probabilidade e modelos básicos de estatística descritiva”, de modo que “sua utilização nesta investigação teve apenas como objetivo fornecer um parâmetro de comparação e servir como mais um instrumento de análise”. Os resultados das referidas análises podem ser, assim, resumidos:

- (i) **Análise 1: Soma de resultados de ajustes do dia.** Segundo a Acusação, dos 19 fundos analisados, apenas dois apresentaram resultado negativo em ajustes do dia: o ARX FIA e o Fundo ARX Strike, sendo que o resultado negativo alcançado pelo Fundo ARX Strike supera em 13 vezes o prejuízo do ARX FIA.
- (ii) **Análise 2: Balanceamento entre operações com ajuste do dia positivos e negativos.** Apontou a Acusação que das 687 operações executadas no ano de 2007 em nome do Fundo ARX Strike, 491 (71%) tiveram ajustes do dia negativo e 196 (29%) tiveram ajustes positivos. Para testar a verossimilhança de tais resultados, a Acusação realizou uma análise probabilística, baseada nas seguintes premissas: (a) a probabilidade de ocorrência de ajuste negativo em cada operação é de 50%; e (b) os eventos (resultado positivo versus resultado negativo) são independentes. Segundo o cálculo da Acusação, a probabilidade de o Fundo obter os resultados que teve seria de 1 em 47 octilhões (47.000.000.000.000.000.000.000.000.000).
- (iii) **Análise 3: Operações do Fundo ARX Strike nos 10 dias de maior prejuízo da conta máster.** Segundo a Acusação, dos 221 pregões do ano de 2007 em que foram registradas operações dos 19 fundos, em apenas 38 dias foram registrados negócios do Fundo ARX Strike. No entanto, nos 10 dias de maior prejuízo da conta máster, o Fundo ARX Strike operou em 9 deles. Segundo os cálculos da área técnica, a probabilidade de tal evento ocorrer seria de 1 em 2.055.587.
- (iv) **Análise 4: Distribuição dos resultados entre os fundos dentro dos 10 dias de maior prejuízo da conta máster.** A acusação apontou que, do total de 12.224 contratos negociados pelos 19 fundos analisados e que geraram prejuízos em ajustes do dia, cerca



#### 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 65% deles foram registrados em nome do Fundo ARX Strike, representando 92,7% do prejuízo total. Prosseguiu indicando que, nesses 10 dias, em 7 dos 9 dias em que o Fundo ARX Strike operou, a especificação de 100% dos contratos com ajuste do dia negativo recaiu sobre o fundo.

- (v) **Análise 5: Comparativo do ajuste do dia por contrato.** Na sequência, analisou-se a média da razão, por operação, entre os ajustes do dia e o número de contratos negociados, para verificar se, eventualmente, as operações do Fundo ARX Strike eram discrepantes em relação às de outros fundos. Segundo a área técnica, os resultados, detalhados no Apêndice 5 do Relatório da Comissão de Inquérito, revelaram que o Fundo ARX Strike teve um ajuste do dia por contrato muito pior do que os demais fundos.
- (vi) **Análise 6: Comparativo diário dos ajustes do dia de todos os fundos.** O sexto exame se baseou na dispersão dos resultados dos ajustes do dia obtidos pelos 19 fundos ao longo do ano de 2007. Dessa análise a Acusação ressaltou que: (a) todos os 11 piores ajustes do dia foram do Fundo ARX Strike; (b) dos 15 melhores ajustes do dia, apenas 1 foi do Fundo ARX Strike; e (c) dos 38 dias em que o fundo operou, em 25 deles houve ajustes do dia negativos.

18. Segundo a Acusação, “as análises para o ano de 2007 revelaram um padrão muito nítido de concentração das operações com piores resultados em ajustes do dia no comitente ARX Strike. Os resultados apresentados, em conjunto com o fato de as especificações de comitentes finais serem realizadas quando já eram conhecidos os ajustes do dia de cada negócio, indicam, fortemente, que o ARX Strike funcionava como verdadeiro ‘colchão de prejuízos’ nesse tipo específico de operação”.

### III.2.2. Anos de 2003 a 2006

19. A Acusação realizou, ainda, análises estatísticas para operações realizadas entre 2003 a 2006. Ao final, entendeu que, também no período entre 2003 e 2005, a análise comparativa dos ajustes do dia de todos os fundos geridos pela ARX evidenciaria uma incontestável e nítida concentração dos piores resultados para o Fundo ARX Strike<sup>6</sup>. Com relação ao ano de 2006, ainda que a Acusação tenha identificado o mesmo padrão de ajustes do dia negativos para o fundo no mercado futuro de Índice Bovespa, verificou que não era tão contundente quanto nos anos anteriores.

---

<sup>6</sup> Itens 81-95 do Relatório de Acusação (Fls. 1.704-1.708).



#### 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)

### III.3. Conclusões da Acusação

#### III.3.1.ARX

##### III.3.1.1. Período de 2003 a 2006: Inexistência de um sistema de rateio de ordens equitativo

20. Segundo a Acusação, o padrão de conduta da ARX no período entre 2003 e 2006 revelaria a absoluta inexistência de um sistema de rateio de ordens de negociação por critérios equitativos e preestabelecidos, tendo em vista que as ordens eram sempre emitidas em nome da conta máster, e a identificação de seus comitentes finais era realizada após o fechamento do pregão. De acordo com a Acusação, não seria razoável que o Fundo ARX Strike tivesse concentrado o maior prejuízo anual durante 5 anos. Na visão da Acusação, tampouco seria verossímil que essa discrepância nos resultados dos fundos geridos pela ARX decorresse unicamente da estratégia de investimentos adotada por cada um deles, pois, conforme pôde verificar, os outros fundos geridos pela Gestora obtiveram sucessivos ganhos operando no mesmo segmento de mercado, com o mesmo ativo e nos mesmos períodos.

21. Em resposta a ofício, a Gestora esclareceu que “somente fundos devidamente classificados dentro de uma mesma família e previamente informados ao departamento de *Compliance* poderão ter suas ordens realizadas agrupadamente.” Para a Acusação, contudo, esse argumento não se sustentaria diante do conjunto de provas e análises das operações do fundo no período de 2003 a 2006. De acordo com o que restou apurado, as ordens de negociação eram sempre emitidas em nome de uma conta máster e, somente ao final do dia, era realizada a identificação dos comitentes finais.

22. Segundo a Acusação, apesar de a ARX afirmar que, desde 2004, havia implantado um sistema interno automatizado para rateio proporcional de ordens entre fundos de uma mesma “família”, as provas dos autos demonstrariam que, na prática, esse sistema não havia se mostrado hábil a garantir a equidade na distribuição de ordens. Na visão da Acusação, isso ficaria evidente na gestão do Fundo ARX Strike, que pertence à “família” Cartinvest formada apenas pelo Fundo ARX Strike e pela carteira da Investvale. Conforme apurado pela área técnica, apesar de essa “família” possuir uma estratégia específica, ela teve suas ordens realizadas por intermédio de uma mesma corretora e por meio da mesma conta máster que os demais fundos geridos pela ARX.

23. Ainda de acordo com a Acusação, “não basta a mera formalização de um sistema que, teoricamente, garanta o rateio equânime de ordens agrupadas entre os diversos fundos geridos



#### 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)

por uma mesma entidade, sendo imprescindível a adoção de controles internos que assegurem a efetividade desse sistema”<sup>7</sup>.

24. Dessa forma, a Acusação entendeu que a ARX, na qualidade de Gestora do Fundo ARX Strike e dos Fundos Beneficiados, e seu diretor responsável à época, Carlos Ramos, não teriam adotado critério de rateio equitativo de ordens de compra e venda entre os diversos fundos sob sua gestão, em infração às disposições contidas no artigo 14, II, da Instrução CVM nº 306/1999.

25. Para a área técnica, a inexistência desses controles sobre a implementação de critérios equitativos e preestabelecidos para o rateio de ordens agrupadas permitiu que os Fundos Beneficiados lucrassem em detrimento do Fundo ARX Strike. Assim, devido à falha no dever de diligência verificada por essa conduta, a ARX e Carlos Ramos são também acusados por violação aos artigos 60, parágrafo único, c/c artigo 65-A, I, da Instrução CVM nº 409/2004.

#### **III.3.1.2. 2007: Direcionamento de ordens pela ARX - Prática não equitativa**

26. Segundo a Acusação, diferentemente dos anos de 2003 a 2006, a concentração dos prejuízos da conta máster no Fundo ARX Strike durante o ano de 2007 não teria decorrido da mera ausência de um sistema eficiente que garantisse a distribuição equânime das ordens executadas, mas sim do direcionamento **proposital** desses prejuízos ao Fundo ARX Strike.

27. Segundo a área técnica, a Gestora valia-se da prerrogativa do uso da conta máster e da identificação do beneficiário final de cada operação após o fechamento do pregão, de modo que o Fundo ARX Strike teria se tornado um verdadeiro “seguro” das operações dos demais fundos geridos pela ARX.

28. Nesse sentido, a Acusação trouxe os seguintes elementos:

“(a) a despeito de possuir estratégia única e não integrar nenhuma das famílias de fundos geridos pela ARX Capital, as ordens para o ARX Strike nunca eram emitidas já com a identificação precisa do Fundo, mas sim em nome de uma Conta Master;

(b) todas as operações eram intermediadas por uma única instituição, a Corretora [...];

(c) de forma sistemática, as especificações das ordens emitidas ao longo do dia pela ARX Capital em nome dos fundos sob sua gestão eram feitas não no transcorrer do pregão, mas somente após o seu encerramento, momento em que já eram conhecidos os resultados dos ajustes do dia;

---

<sup>7</sup> Item 146 do Relatório de Inquérito.



**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)

(d) a utilização de apenas uma Conta (Master) e a possibilidade de especificação somente ao final do dia serviram de instrumento de manobra ímpar à gestora, permitindo, p.ex., que nos 10 dias em que se verificaram os maiores prejuízos em ajustes do dia no mercado futuro de Ibovespa, em 9 deles o ARX Strike aparecesse operando e tivesse uma concentração de especificações em sua conta, o que, do ponto de vista estatístico, se revela uma distorção bastante relevante (...);

(e) desses 9 dias acima referidos, em 7 houve a especificação de 100% dos contratos em nome do ARX Strike, sendo que em 2 dias os prejuízos do fundo superaram os prejuízos da Conta Master, em razão de todos os ajustes positivos terem sido direcionados para outros fundos;

(f) essa grande margem de manobra da gestora também possibilitou que, do total de 12.224 contratos negociados por 19 fundos e que geraram resultados negativos em ajustes do dia, fosse feita a alocação de 65% para o Fundo, o que representava 92,7% do prejuízo total. Em contrapartida, para os outros 28 pregões em que o Fundo operou em 2007, sua participação em volume de contratos girou em torno de apenas 8% (...);

(g) foi também observado que, de 1.579 resultados diários por fundo, o ARX Strike responde por apenas 38. Porém, não apenas como demonstração, mas também como consequência dessa seleção dos piores resultados, o Fundo concentrou todos os 11 piores resultados em ajustes do dia. Por outro lado, dos 15 melhores resultados, apenas um foi a ele destinado (...);

(h) os testes realizados com as operações no mercado futuro de Índice Bovespa pelo ARX Strike revelam que a quantidade de ajustes do dia negativos por ele acumulada é insustentável sob o aspecto probabilístico, não decorrendo de outro fator que não a proposital alocação irregular de negócios entre os fundos geridos pela ARX Capital (...);

(i) além da anormalidade na quantidade de contratos com ajustes do dia negativos, verificou-se, ainda, que estes contratos apresentaram prejuízos relativos maiores do que aqueles atribuídos aos demais fundos analisados (...); e

(j) a despeito da alegação recorrente de que as ordens para o ARX Strike eram individuais, comprovou-se que, contrariamente, e em que pese possuir estratégia única, suas ordens também eram transmitidas de forma agrupada (...).”<sup>8</sup>

29. De acordo com a Acusação, tais elementos evidenciariam, de forma contundente, as discrepâncias nos resultados experimentados pelo Fundo ARX Strike, com um padrão nítido de concentração dos piores resultados em ajustes do dia nas operações realizadas no mercado futuro de Índice Bovespa. Para a Acusação, esses ajustes não teriam decorrido das forças naturais do

---

<sup>8</sup> Item 158 do Relatório de Acusação.



#### 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)

mercado, mas sim da atuação ilícita da Gestora que direcionou ao Fundo ARX Strike os piores resultados, ao passo que direcionou os melhores resultados para os Fundos Beneficiados.

30. Segundo a Acusação, o motivo para o direcionamento das perdas do dia ao Fundo ARX Strike, em benefício dos demais fundos, seria o fato de que a ARX cobrava diferentes taxas de *performance* entre eles. Com efeito, a Gestora cobrava 10% de taxa de *performance* do Fundo ARX Strike e 20% dos demais fundos, o que, aos olhos da Acusação, seria motivo suficiente para direcionar as operações com resultados menos vantajosos para o único fundo com taxa de *performance* inferior, garantindo à ARX maiores retornos.

31. A Acusação ressaltou, ainda, que, embora não houvesse sido identificado um beneficiário específico dessas operações, apurou-se que, em grande parte, os demais fundos geridos pela ARX – em especial os fundos abertos e, portanto, com um número expressivo de cotistas – obtiveram lucros na proporção inversa dos prejuízos sofridos pelo Fundo ARX Strike.

32. Dessa forma, essas “operações de seguro” realizadas pela ARX seriam suficientes para comprovar a ocorrência de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, conforme definido pelo item II, alínea “d”, e vedado pelo item I da Instrução CVM nº 08/1979. Por outro lado, a Acusação concluiu não haver provas de que o diretor responsável ou o Administrador Fiduciário tivessem participado da realização da prática não equitativa.

#### **III.3.2. BNY Mellon e seu diretor responsável**

33. Segundo a Acusação, o Administrador Fiduciário teria confessado não ter controles sobre os critérios de rateio utilizados pelos gestores no grupamento de ordens de negociação de ativos, uma vez que entendia se tratar de atribuição exclusiva dos gestores.

34. Na visão da Acusação, contudo, a terceirização, pela administradora fiduciária, de determinados serviços relacionados direta ou indiretamente à manutenção e funcionamento dos fundos de investimento, não a desobrigaria de verificar a sua conformidade com a legislação em vigor, o regulamento do fundo e, em especial, os interesses dos cotistas. Nesse sentido, a Instrução CVM nº 409/2004, em seu artigo 65, XV, enfatizaria o dever dos administradores fiduciários de supervisionar os serviços prestados por terceiros contratados pelo fundo.

35. Assim, partindo do pressuposto de que (i) os prejuízos suportados pelo Fundo ARX Strike em ajustes do dia com operações no mercado futuro de Índice Bovespa teriam decorrido não de infortúnios ou erros de estratégias de investimento, mas sim da ausência de um sistema que possibilitasse o rateio equitativo de ordens de compra e venda de ativos entre os diversos



#### 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)

fundos, nos anos de 2003 a 2006; e (ii) de uma verdadeira prática não equitativa no mercado de valores mobiliários no ano de 2007, a Acusação concluiu que o BNY Mellon, na qualidade de administradora do Fundo ARX Strike deveria responder no âmbito de suas respectivas atribuições, por seus próprios atos e omissões.

36. Diante desse quadro, o BNY Mellon e seu diretor responsável à época dos fatos, José Carlos Lopes, foram acusados de violar os artigos 65, XV, e 65-A, I, da Instrução CVM nº 409/2004, os quais impõem, respectivamente, o dever de fiscalização dos serviços terceirizados e o dever de diligência na administração de fundos de investimento.

#### IV. DEFESA

37. Em 13.02.2013, os quatro acusados apresentaram defesa conjunta, que pode ser assim resumida:<sup>9</sup>

##### IV.1. Preliminar: Prescrição

38. Preliminarmente, os Acusados apontaram a ocorrência de prescrição da pretensão punitiva, conforme previsto no artigo 1º, *caput*, da Lei nº 9.873/1999. Isso porque, segundo a defesa, apesar de trazidos no Relatório de Inquérito, parte dos fatos tidos como irregulares, ocorridos no período de 2003 a 2006, não teriam sido investigados na apuração realizada pela GMA-2 – que teria identificado a ocorrência de perdas no Fundo ARX Strike “advindas de ajustes do dia com operações no mercado futuro de Índice Bovespa, no ano de 2007” (fls. 1.683).

39. Dessa forma, as análises conduzidas pela SPS e pela PFE – que foram os responsáveis pela inclusão dos fatos ocorridos nos anos de 2003 a 2006 no âmbito desta investigação – somente se iniciaram em 18.06.2012, quando instaurado o inquérito administrativo que deu origem ao presente processo.

##### IV.2. Análise da estratégia da Cartinvest

###### IV.2.1. Considerações gerais

40. Em seguida, a defesa teceu algumas críticas à Acusação por ter analisado o Fundo ARX Strike de forma isolada, ignorando o fato de que o referido fundo exclusivo integrava a carteira denominada Cartinvest.

41. Conforme explicado pela defesa, em 2007, a Cartinvest era composta basicamente por ações à vista negociadas na BM&FBOVESPA, pelas cotas do Fundo ARX Strike, além de

---

<sup>9</sup> Fls. 1.784/1.853



#### 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)

alguns proventos e disponibilidades de caixa. O Fundo ARX Strike – criado antes de a própria gestão da Cartinvest passar a ser realizada pela ARX – funcionava como veículo de investimento da Cartinvest para **(i)** gestão de liquidez para carteira, com o intuito de manter o caixa da Cartinvest investido e disponível para o atendimento de pedidos de resgates; e **(ii)** gestão da exposição líquida em renda variável da carteira da Cartinvest como um todo.

42. A Cartinvest seria, portanto, uma estratégia de ações direcional, que poderia utilizar parcela de sua carteira para aproveitar as oscilações do mercado de renda variável. Assim, no âmbito da função descrita no item **(ii)** acima, os contratos de Índice Ibovespa futuro, constantes da carteira do Fundo ARX Strike, serviam para auxiliar na execução da estratégia definida no horizonte de médio prazo, de forma a ajustar a exposição da Cartinvest ao mercado de renda variável de maneira ágil e efetiva, em função da grande liquidez dos contratos de índice futuro no mercado brasileiro e de seu reduzido custo transacional.

43. Diante de tal contexto, a defesa ponderou que os ajustes ocorridos no Fundo ARX Strike deveriam ser analisados em conjunto com as posições no mercado à vista da Cartinvest. Afinal de contas, na sua visão, uma análise puramente voltada para o mercado de derivativos não refletiria a estratégia de valor relativo adotada pela carteira como um todo, sob pena de se distorcer a conclusão sobre o resultado efetivo dos negócios objeto deste processo. Isso porque, conforme argumentou, a posição em derivativos poderia funcionar como contraponto (ou mesmo *hedge*) das posições à vista.

44. Com o intuito de reforçar sua tese argumentativa, a defesa apresentou uma simulação de qual teria sido a rentabilidade da Cartinvest em 2007, caso a referida carteira não tivesse ajustado sua exposição em ações e derivativos naquele ano – considerando que o Fundo ARX Strike servia, sobretudo, como veículo de ajuste de exposição em bolsa da Cartinvest. Segundo a defesa, caso a carteira do Cartinvest tivesse se mantido constante durante todo o ano, sem qualquer atuação no mercado de derivativos (o que era feito através do Fundo ARX Strike) e/ou atuação no mercado à vista (o que era feito tanto pela Cartinvest quanto pelo Fundo ARX Strike), a rentabilidade teórica da Cartinvest teria sido de 28,10%. Dado que a rentabilidade real da Cartinvest, no mesmo período, foi de 38,67%, a defesa concluiu que a estratégia com ações e índices, operada em grande medida por meio do Fundo ARX Strike, agregou valor à Cartinvest, gerando uma rentabilidade adicional de 10,57% ao Investvale.

45. Analisando o Fundo ARX Strike de forma isolada, a defesa apontou que, com exceção do ano de 2007, a rentabilidade do referido fundo sempre esteve acima do CDI. Já com relação ao ano de 2007, a defesa sustentou que, embora a rentabilidade isolada do Fundo ARX Strike



#### 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)

tivesse sido negativa, o fundo, por si só, teria gerado incremento patrimonial de mais de R\$7 milhões ao Investvale. Assim, ao passo que o fundo havia tido rentabilidade positiva nos períodos em que o seu patrimônio líquido estava maior, teve perdas em períodos em que o patrimônio líquido do Fundo ARX Strike era menor. Para a defesa, “isto denota, no mínimo, a habilidade da gestora de aumentar e diminuir o patrimônio líquido do ARX Strike em períodos de ganho e de perda.”<sup>10</sup>

#### IV.2.2. Análise dos pregões em que o Fundo ARX Strike operou

46. A defesa trouxe uma análise dos 37 pregões em que o Fundo ARX Strike operou com futuros de Índice Bovespa durante o ano de 2007. A tabela abaixo, produzida pela defesa, resume a motivação da negociação realizada em cada um dos dias:

Motivação	Nº dias	Ajuste
Aumento/ redação da exposição em bolsa	21	(4.124.810,00)
Outros	1	(6.200,00)
Rolagem	4	56.090,00
Trade	3	(1.926.150,00)
Troca de índice por ação	8	(794.030,00)
Total	37	(6.795.100,00)

47. A defesa argumentou que deveriam ser, de plano, desconsiderados **(i)** os quatro pregões em que ocorreu a rolagem<sup>11</sup> da posição de índice por contratos mais longos nos quais não houve exposição direcional; e **(ii)** os oito em que a operação foi de troca da exposição de ações da Cartinvest por posições em índice (com exposição final mantida ao fator de risco bolsa).

48. Com relação aos 25 pregões remanescentes, a defesa apontou que: **(i)** em 1 deles a operação teria sido um *day-trade* com ajuste positivo; **(ii)** em 2 deles teria ocorrido 1 operação específica de índice, com ajuste negativo no dia, mas com retorno positivo em dias subsequentes; **(iii)** em 1 deles a posição teria sido irrelevante, representando menos de 0,10% do fundo e gerando ajuste negativo irrisório de R\$6.200,00; **(iv)** em 9 deles teria havido aumento de

<sup>10</sup> Item 127 da defesa.

<sup>11</sup> Trata-se de negócio realizado no mercado de derivativos com o simples objetivo de estender o prazo de duração de uma estratégia previamente implementada, na medida em que contratos de futuro de Índice Bovespa apresentam vencimentos bimestrais, de modo que a manutenção de uma posição requer uma nova operação de exposição equivalente. Nesse sentido, destacam que não seria possível direcionar esses ajustes negativos a outra carteira que não a do próprio Fundo ARX Strike, sendo nela e, somente nela, que se encontravam as posições originais que foram mantidas por meio de tais negócios.



#### 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)

posições com a bolsa caindo em média 1,54%; e (v) em 12 deles teria havido redução de posições com a bolsa subindo em média 0,70%.

49. Prosseguiu a defesa argumentando que a Cartinvest usava uma estratégia contra cíclica ou de antecipação de trajetória, ou seja, comprava em momentos em que o mercado estava caindo e vendia quando ocorria o contrário. Tratar-se-ia de estratégia que poderia resultar em prejuízos no curto prazo na busca de bons resultados no longo prazo.

50. Segundo a defesa, o fato de o Cartinvest utilizar uma estratégia contra cíclica invalidaria uma das premissas da acusação para os seus experimentos estatísticos: o de que a chance de o ajuste do dia ser positivo ou negativo seria de 50%. Segundo a defesa, isso não seria verdade, por exemplo, em situações em que se adquira determinado contrato em dia de forte volatilidade para baixo, uma vez que “dificilmente o mercado muda de tendência ao longo de um único dia, mas, ao contrário, tende a perdurar na mesma direção (persistência da direção), de modo que a probabilidade de que o mercado continue caindo é muito maior do que 50%”.

#### IV.2.3. Parecer Estatístico

51. A defesa apresentou, ainda, parecer do professor Vinicius Carrasco, Ph.D., e de Gustavo P. G. Joaquim, revisando as análises contidas no Relatório e os diversos argumentos de ordem estatística trazidos no âmbito do presente processo (“Parecer Estatístico”)<sup>12</sup>, que pode ser assim resumido.

- (i) **Análise 1: Soma de resultados de ajustes do dia.** Os pareceristas alegaram que a Acusação teria ignorado três pontos relevantes:
  - a. Em primeiro lugar, a análise deveria ter considerado os mandatos dos fundos. Era esperado que o número de perdas guardasse relação com o número de operações, razão pela qual seria mais correto considerar perda por operação. Indo para o caso concreto, os pareceristas indicam que, em 2007, o número de operações com futuros de Índice Bovespa realizadas pelo Fundo ARX Strike foi 7,71 vezes maior do que o número de operações realizadas pelo ARX FIA naquele período. Caso as perdas de ambos os fundos fossem ajustadas em razão do número de negócios com futuros de Índice Bovespa por eles realizados, a diferença de perdas se reduziria a 1,81 vezes.
  - b. Em segundo lugar, a análise deveria considerar o tamanho do patrimônio líquido dos fundos e medir as perdas na forma de retornos, inclusive por ser essa a forma pela qual as

---

<sup>12</sup> Fls. 1859/1901.



#### 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)

perdas importarão para os fundos no momento de cobrança da taxa de performance. Fazendo esse ajuste, a perda do Fundo ARX Strike com operações de índice passaria a ser 7,7 vezes maior do que a do ARX FIA, o que guardaria semelhança com a diferença do número de operações entre os dois fundos.

- c. Em terceiro lugar, os retornos deveriam ser ajustados por alguma medida de risco. Os pareceristas calcularam então a perda em proporção ao PL dos fundos corrigida por risco e concluíram que as perdas do ARX FIA seriam, nessa perspectiva, maiores do que as do Fundo ARX Strike.

(ii) **Análise 2: Balanceamento entre operações com ajuste do dia positivos e negativos.** O parecer apontou uma série de equívocos na metodologia empregada pela Acusação:

- a. A Acusação teria utilizado, de forma indevida, a premissa de que a ocorrência de ajustes negativos seria independente entre os eventos.
  - i. No entanto, o Fundo ARX Strike fez, em média, 18,5 operações em cada um dos dias em que negociou índices futuros em 2007. Segundo os pareceristas, ao contrário do que aponta a Acusação, nessa situação, a possibilidade de as perdas em operações ocorridas em um mesmo dia serem independentes seria praticamente nula. Analisando os 37 pregões em que o Fundo ARX Strike operou com futuros de índice durante o ano de 2007, os pareceristas verificaram que em 76% dos dias, ao menos 90% dos contratos negociados pelo referido fundo tiveram o mesmo sinal de ajuste. Se as perdas fossem, de fato, independentes, a proporção de dias com ajustes com o mesmo sinal seria de 0,0145% e não 76%.
  - ii. Diante desse quadro, os pareceristas sustentaram que o mais adequado seria considerar o resultado de dias e não de operações. Desse modo, ainda assumindo que a chance de perda seria de 50%, a probabilidade de pelo menos 27 dias com ajustes negativos em 37 seria de 0,38% (ou 1 em 262) e não o um sobre quarenta e sete ocitlhões apontado pela Acusação.
  - iii. Na sequência, os pareceristas fizeram uma série de outros testes, apontando que os resultados corroboravam as conclusões acima.
- b. A Acusação teria utilizado, de forma indevida, a premissa de que a probabilidade de ajuste negativos por operação seria de 50%.



**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)

- i. Nesse ponto, os pareceristas argumentaram que a probabilidade de perda associada a ajuste seria afetada pela estratégia de gestão. Assim, destacaram que quando o gestor trabalha com uma estratégia contra cíclica, ele se sujeitaria a uma probabilidade de ajuste negativo superior a 50%.
  - ii. Os pareceristas indicaram, então, que a variação da probabilidade alteraria de forma significativa o resultado. Caso a probabilidade de perda fosse de 60% (ao invés de 50%), a probabilidade de pelo menos 27 dias com ajustes negativos em 37 subiria de 0,38 para 7,22. Se fosse 80%, para 89,54%.
- (iii) *Análises 3 e 4: Operações do Fundo ARX Strike nos 10 dias de maior prejuízo da conta máster/ Distribuição dos resultados entre os fundos dentro dos 10 dias de maior prejuízo da conta máster.*** Os pareceristas apontam algumas ressalvas em relação aos cálculos feitos pela Acusação:
- a. Em primeiro lugar, apontaram que o percentual de participação do Fundo ARX Strike nos dias de maior prejuízo da conta máster se reduziria significativamente na medida em que se aumentaria o período analisado. Considerando os conjuntos de 15, 20 e 25 piores dias da conta máster em 2007, seria possível verificar que a participação do Fundo ARX Strike cairia para 85%, 75% e 60%.
  - b. Os pareceristas apontaram, então, que a análise da acusação partiria de certas premissas, incluindo a de que a probabilidade de operar em quaisquer dias seria a mesma. Em decorrência disso, os pareceristas fizeram testes que indicaram que a probabilidade de o Fundo ARX Strike operar era mais alta em dias de maior volatilidade. Na sequência, repetiram o mesmo teste para os demais fundos geridos pela ARX e não identificaram, para esses veículos, a relação entre a decisão de operar e a volatilidade.
- (iv) *Análises 5 e 6: Comparativo do ajuste do dia por contrato/ Comparativo diário dos ajustes do dia de todos os fundos.*** Novamente, os pareceristas analisaram as premissas empregadas pela Acusação. Ressaltaram, nesse ponto, que a comparação proposta pela Acusação somente seria clara se todos os fundos da amostra tivessem o mesmo processo gerador de dados, isto é, caso gerassem ajustes diários de acordo com a mesma regra probabilística. Para os pareceristas, os resultados encontrados pela acusação seriam esperados, considerando a estratégia diferenciada do Fundo ARX Strike. Para os pareceristas, qualquer comparação entre os fundos que não considere “todas as suas



#### 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)

diferenças em termos de mandato, estratégia, tamanho e risco fornece resultados de pouca verossimilhança”.

52. Após analisar criticamente as análises feitas pela Acusação, os pareceristas se dedicaram a estimar a probabilidade relevante de ajuste negativo para o Fundo ARX Strike em 2007. Usando os dados de 2000 a 2014 do índice futuro, os pareceristas estimaram que a probabilidade de ajuste negativo em uma estratégia contra cíclica nos dias 50% mais voláteis seria de 72,2%. Concluíram, assim, que “[p]onderando esse número (72,2%) pelo número de vezes que o ARX Strike operou em dias voláteis em 2007, tempos que a probabilidade de ajuste negativo a ser observada em qualquer dia é de 62,2% das vezes”.

53. Diante disso, os pareceristas refizeram os cálculos feitos anteriormente, utilizando a nova probabilidade e desconsiderando as operações de rolagem e as operações combinadas com ações e concluíram que “a probabilidade estimada de observar o que se fato aconteceu é de 13,7%”<sup>13</sup>.

54. Com relação à amostra, os pareceristas apontaram que o Fundo ARX Strike obteve ajustes positivos em 10 dos 37 dias em que negociou futuros de Índice Bovespa no ano de 2007. Considerando esse universo, os pareceristas calcularam que a probabilidade de apenas um desses 10 dias ter sido pinçado dentre os 20 selecionados aleatoriamente pela Acusação seria de, aproximadamente, 0,145%.

55. Transcrevo a conclusão do sumário executivo do Parecer Estatístico:

“As seções anteriores nos permitem concluir que as análises feitas no PAS CVM 05/2012 apresentam falhas metodológicas que fazem com que os resultados obtidos sejam pouco precisos e verossímeis. Em primeiro lugar, conclui-se que a seleção da amostra feita pelo PAS CVM 05/2012 foi muito desfavorável por escolher 19 dias em que o ARX Strike teve ajustes do dia negativos. A probabilidade de que isso ocorra é de 0.145%. Adicionalmente, mostrou-se que a Análise 1 ignora questões básicas como o tamanho dos fundos, o número de operações e o risco de cada estratégia. Fazendo essas considerações, os resultados se alteram drasticamente e o ARX Strike não chama mais atenção por conta dos ajustes do dia. A Análise 2 tampouco se sustenta, pois tanto a hipótese de independência entre eventos como a hipótese de 50% de probabilidade de ajuste negativo não são verificadas na prática. Assim como com a Análise 2, foi possível mostrar que as hipóteses implícitas nas Análises 3 e 4 não são corroboradas pelos dados e que era esperado observar o padrão de comportamento do ARX Strike. Finalmente, argumentamos que as análises 5 e 6 tratam os fundos como semelhantes, quando na verdade são diferentes em sua

---

<sup>13</sup> Itens 24 e 25 do Parecer Estatístico.



#### 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)

essência. Isso faz com que os resultados apresentados no PAS CVM 05/2012 sejam pouco verossímeis.”

### **IV.3. A suposta ausência de segregação das ordens do Fundo ARX Strike**

56. Segundo a defesa, ao contrário do que alegou a Acusação, a ARX sempre transmitiu as ordens do Fundo ARX Strike de forma independente.

57. A defesa confirmou que a ARX concentrava as posições dos fundos que geria e que operava índices futuros em uma conta máster. Tal prática buscava maior eficiência operacional, ao reduzir os custos de corretagem – o intermediário, no caso, era um *discount broker* – e centralizar a liquidação, facilitando a centralização das margens.

58. A ARX argumentou, ainda, que as ordens dadas para determinada “família” de fundos eram sempre proporcionalmente rateadas. Já as ordens dadas para fundos que não pertenciam a nenhuma família – como é o caso do Fundo ARX Strike – seriam sempre emitidas e registradas em nome desse fundo e integralmente alocadas a ele. Ou seja, segundo a Gestora, jamais haveria rateio de ordens entre fundos de diferentes “famílias”.

59. A defesa apontou que o fato de a Gestora utilizar a conta máster, inclusive, para operações que não seriam rateadas posteriormente, não indicaria qualquer irregularidade. Segundo a defesa, qualquer ordem transmitida através da conta máster era anteriormente registrada em um sistema interno da ARX, baseado em planilhas de Excel disponíveis de forma transparente em um diretório público para todos os gestores das famílias de fundos, o *middle office* e o *back office* e os diretores de risco e de *compliance*. Desse modo, para a alocação das ordens ao Fundo ARX Strike a partir da conta máster, bastava que se olhasse para as planilhas de Excel públicas nas quais as ordens em seu nome haviam sido previamente registradas pelo gestor responsável.

60. A defesa assinalou, ainda, que a suposta ausência do critério de rateio de ordens não permitiria presumir a realização de prática não equitativa, que, assim como as demais infrações previstas pela Instrução CVM nº 08/1979, requereria a realização de uma conduta dolosa por parte do acusado.

### **IV.4. Motivação inverossímil (1): a relevância do Cartinvest para a ARX**

61. A defesa apresentou uma série de argumentos com o objetivo de demonstrar que a tese da Acusação no sentido de que o Fundo ARX Strike funcionava como um “colchão de prejuízos” nas operações com ajustes diários não é verossímil.



#### 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)

62. Apontou, em primeiro lugar, que, desde 2001, a Cartinvest – incluindo as operações do Fundo ARX Strike – vinha apresentando desempenho consideravelmente positivo, com relevante alta se comparado ao Ibovespa, índice de referência (*benchmark*) para estratégias com ações. Especificamente no ano de 2007, o Cartinvest teve o melhor desempenho dentre as carteiras administradas pela ARX (38,7%). Naquele ano, o Patrimônio Líquido médio da Cartinvest era o segundo maior sob gestão da ARX, representando cerca de 15% do total de ativos sob sua gestão (AuM total).

63. A defesa aduziu, ainda, que, no período entre 2004 e 2007, a Cartinvest: (i) teria representado ainda a maior receita individual gerada para a ARX, cerca de 25% do total; (ii) teria gerado aproximadamente 35% de toda a receita de performance da ARX no período, sendo a maior representatividade individual dentre as carteiras geridas pela ARX; (iii) teria apresentado taxa efetiva de gestão considerando performance (“ROA”) de aproximadamente 3,06% a.a., sendo este um dos maiores ROAs dentre os fundos geridos pela ARX no período, embora tivesse uma taxa de administração de 1% a.a.

#### **IV.5. Motivação inverossímil (2): irrelevância dos supostos benefícios advindos da concentração de operações com ajustes negativos para o Fundo ARX Strike**

64. A defesa criticou a tese da acusação de que a especificação das piores operações para o Fundo ARX Strike decorreria do fato de que a taxa de performance desse fundo seria inferior à dos demais fundos geridos pela ARX.

65. Apontou, nesse sentido, que, ao contrário do alegado pela a Acusação, a taxa de performance efetiva dos demais fundos geridos pela ARX seria menor do que os 20% mencionados, uma vez que grande parte das aplicações nesses fundos viria através de distribuidores, que recebem rebate. A defesa afirmou, portanto, que, descontado o rebate, a remuneração média de performance seria de, aproximadamente, 14,9% e não de 20%. A defesa alegou, ainda, que, no ano de 2007, 43% dos fundos estavam, em média, abaixo da linha d’água nos dias anteriores aos de negociação de Índice com ajustes negativos.

66. Diante desse quadro, a defesa pontuou que a caso a ARX estivesse atuado segundo a tese da Acusação, teria “transferido ganhos da carteira mais representativa da casa para fundos que, na maioria das vezes, não estavam gerando o pagamento de remuneração de performance”<sup>14</sup>.

---

<sup>14</sup> Item 176 da defesa.



#### 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)

67. A defesa apresentou, ainda, estudo (fls. 1.904-1.913) com o objetivo de analisar o impacto que uma alocação pro-rata patrimônio líquido entre os fundos que negociaram futuros de Índice em 2007 teria sobre a receita de taxa de performance para a ARX<sup>15</sup>. Com efeito, o resultado apresentado pela defesa indicou que o esquema aventado pela acusação teria incrementado a remuneração de performance da ARX em pouco mais de R\$14 mil, no ano de 2007. Diante desse resultado, a defesa sustentou não ser “razoável ou sequer crível que quem quer que seja – ainda mais tão reputada casa de gestão – implementasse tamanho esquema com o exclusivo objetivo de, ao final, incrementar suas receitas em valor tão insignificante, inferior a 0,03% da receita da ARX no ano de 2007”<sup>16</sup>.

#### **IV.6. Uso de prova indiciária**

68. A defesa argumentou que as provas trazidas pela Acusação seriam meramente indiciárias. Sobre isso, afirmaram que, no direito brasileiro, apesar de admitida em nosso ordenamento jurídico, a prova indiciária deveria ser utilizada “com extrema cautela”, pois ela poderia ser invalidada não só por contra indícios, como por qualquer outra prova contrária.

#### **IV.7. Responsabilidade do BNY Mellon e seu diretor responsável**

69. Com relação à acusação feita contra o BNY Mellon, a defesa alegou que as conclusões da Acusação seriam infundadas.

70. Segundo a defesa, a Acusação partiria do pressuposto de que o Administrador Fiduciário não teria “acompanhado, sequer minimamente, as atividades desenvolvidas pelo gestor”, o que caracterizaria suposta falha em seu dever de supervisionar a ARX e, também, uma falha no seu dever de diligência.

71. A Acusação teria, contudo, se baseado em uma leitura distorcida de uma declaração do Administrador Fiduciário de que não adotaria controles ou mecanismos de verificação em relação aos critérios de grupamento e rateio de ordens de negociação para os gestores de fundo de investimento sob sua administração. A defesa afirmou que não haveria, nessa passagem, confissão do Administrador Fiduciário de que não cumpria com suas funções. Na realidade, ela

---

<sup>15</sup> O estudo simula quanto seria a receita de performance devida por todos os fundos (incluindo a Cartinvest) caso todas as operações realizadas da Conta Máster pelo Fundo ARX Strike tivessem sido alocadas *pro-rata* patrimônio líquido em relação todos os fundos (inclusive a Cartinvest). Feito o cálculo, comparou-se essa remuneração simulada com a receita real de performance gerada no ano 2007 para a ARX.

<sup>16</sup> Item 183 da defesa.



#### 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)

apenas afirmava ser impossível fazer a verificação da forma como pretendida pela Comissão de Inquérito.

72. Nesse sentido, a defesa argumentou que o administrador poderia verificar a existência da política e testar, por amostragem, a aderência a tal política. No entanto, o administrador não teria como exercer o controle sobre cada operação, inclusive por não ter acesso à conta máster mantida pelo gestor na corretora de sua escolha, visto que já receberia as informações das operações rateadas por fundos.

73. A defesa indicou, ainda, que os controles da ARX referentes à política de *fair allocation* foram objeto de auditoria da SIN entre os anos de 2009 e 2010, que concluiu que, de modo geral, os critérios de rateio adotados pela Gestora eram aplicados de modo consistente e sistemático. A Acusação estaria, portanto, exigindo do Administrador Fiduciário um tipo de detecção que nem a SIN teria sido capaz de fazer. Ressaltou, ainda, que a Acusação levou anos para concluir pela alegada inobservância da política de *fair allocation* pela ARX.

#### **IV.8. Responsabilidade dos diretores responsáveis do Gestor e do Administrador Fiduciário**

74. Com relação aos diretores responsáveis, a defesa pontuou que o dever de diligência os obrigaria a monitorar o desenvolvimento das atividades da instituição como um todo. Esse monitoramento, portanto, não os obrigaria a investigar, em detalhes, todas as atividades desempenhadas, sendo-lhes autorizado confiar em seus controles e no trabalho de profissionais qualificados. As informações provenientes de tais controles e profissionais devem ser analisadas de forma crítica, verificando se são suficientes e se há indicação de alguma irregularidade ou falha que possa causar danos ao mercado e aos clientes da instituição. Apresentou, em reforço ao seu argumento, trechos de diversas decisões da CVM, tais como o Processo Administrativo Sancionador nº 2006/4663, j. em 04.09.2007, e o Processo Administrativo Sancionador CVM nº 13/2005, j. em 25.06.2012.

75. No caso dos autos, destacou a defesa, a própria Acusação reconhecia que o critério adotado pela ARX era utilizado pelo menos desde 2002. Ressaltou, ademais, que os critérios foram exaustivamente discutidos com a SIN, que naquela ocasião concluiu pela sua suficiência e adequação às normas aplicáveis.

76. Assim, ainda que se ignorassem todos os argumentos que afastam por completo qualquer tipo de irregularidade no Fundo ARX Strike, e se acreditasse que a política de *fair allocation* não



#### 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)

foi observada, não haveria qualquer evidência, nos autos do presente processo, da suposta negligência dos diretores responsáveis na implantação de controles internos.

#### **IV.9. Parecer jurídico**

77. Em novembro de 2018, foi apresentado um parecer jurídico elaborado por Otavio Yazbek. Em reforço aos argumentos de defesa, o parecerista conclui pela ausência de um conjunto probatório minimamente robusto e convergente com o qual se possa afirmar, com a necessária segurança, que a conduta da ARX preenche os elementos caracterizadores do uso de prática não equitativa.

#### **V. PROPOSTA DE TERMO DE COMPROMISSO**

78. Em 14.03.2014, os Defendentes apresentaram proposta conjunta de termo de compromisso, por meio do qual se propuseram a pagar o valor de R\$675.000,00 (seiscentos e setenta e cinco mil reais), sendo **(i)** R\$300.000,00 (trezentos mil reais) a serem pagos pela ARX; **(ii)** R\$150.000,00 (cento e cinquenta mil reais) a serem pagos por Carlos Ramos; **(iii)** R\$150.000,00 (cento e cinquenta mil reais) a serem pagos por BNY Mellon; e **(iv)** R\$75.000,00 (setenta e cinco mil reais) a serem pagos por José Carlos Lopes.

79. Ao apreciar a proposta apresentada, a PFE opinou pela sua rejeição. Em 17.11.2014, os Acusados apresentaram pedido de reconsideração, que foi novamente rejeitado pela PFE e, em seguida, pelo Comitê de Termo de Compromisso.

80. Em reunião de 30.08.2016, o Colegiado, acompanhando o entendimento do Comitê, deliberou rejeitar a proposta de termo de compromisso apresentada.

#### **VI. DISTRIBUIÇÃO DO PROCESSO**

81. Este processo foi originalmente distribuído para o então Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes, a quem substituí no Colegiado. Ao final do seu mandato – e antes de minha posse – o processo foi provisoriamente redistribuído, até que, no dia 14.07.2017, fui designado seu relator.

É o relatório.

Rio de Janeiro, 27 de agosto de 2019

**Gustavo Machado Gonzalez**



**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)

Diretor Relator