



## 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

### VOTO

#### I. INTRODUÇÃO

1. Conforme narrado no relatório, este PAS envolve cinco imputações distintas.
2. A ARX<sup>1</sup> é, em primeiro lugar, acusada de ter infringido o artigo 14, II, da Instrução CVM nº 306/1999 e o artigo 60, parágrafo único, c/c artigo 65-A, I, ambos da Instrução CVM nº 409/2004 por não ter implementado sistema que estabelecesse critério equitativo para rateio das ordens de compra e venda dadas de forma agrupada para os diversos fundos geridos pela instituição entre 2003 e 2006. Foi, ainda, acusada de 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) no ano de 2007.
3. Carlos Ramos, diretor responsável pela atividade de administração de carteiras de valores mobiliários da ARX no período coberto pelo processo, foi acusado de não ter empregado os devidos cuidado e diligência em promover a implantação de sistemas de controles internos que assegurassem o atendimento da regulação em vigor, especialmente no que se refere aos critérios

---

<sup>1</sup> Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto e que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes foi atribuído no relatório.



## 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 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. Já BNY Mellon foi acusada de infringir o artigo 65, XV, c/c artigo 65-A, I, ambos da Instrução CVM nº 409/2004 por não ter observado nem o dever de fiscalizar a Gestora, nem o seu dever de diligência.

5. Por fim, José Carlos Lopes foi acusado de não ter empregado os devidos 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. Assim como no caso do Administrador Fiduciário, a acusação é de infração ao artigo 65, XV, c/c artigo 65-A, I, ambos da Instrução CVM nº 409/2004

6. Preliminarmente, analisarei a alegação sobre suposta prescrição de pretensão punitiva, conforme previsto no artigo 1º, *caput*, da Lei nº 9.873/1999. Em relação ao mérito, tratarei, primeiramente, das acusações relacionadas à inexistência de um sistema de rateio de ordens equitativo e preestabelecido, para, em seguida, examinar a acusação de prática não equitativa.

## II. PRELIMINAR: PRESCRIÇÃO

7. Preliminarmente, os Acusados alegam a ocorrência de prescrição da pretensão punitiva da CVM no que diz respeito às operações compreendidas entre 2003 e 2006, argumentando que as investigações a respeito destes negócios somente se iniciaram quando da instauração do inquérito administrativo em 2012, ou seja, depois de transcorridos mais de cinco anos da data da última operação potencialmente irregular do ano de 2006.

8. Para analisar esse argumento, julgo pertinente tecer breves considerações sobre a possibilidade de a acusação, na fase investigativa, retroceder a apuração a um período anterior àquele originalmente analisado e, em caso afirmativo, como deve se dar a contagem do prazo prescricional.

9. Com relação ao primeiro ponto, o Colegiado já decidiu que as portarias do Superintendente Geral que determinam a instauração de inquérito administrativo não delimitam de modo exaustivo o escopo dos trabalhos de investigação e, conseqüentemente, o que pode ser objeto de uma eventual acusação. Sobre essa questão, assim se manifestou a então Diretora Relatora Maria Helena Santana no Processo Administrativo Sancionador no PAS CVM nº 02/03:

“A Portaria tem por objetivo estabelecer linhas gerais para a atuação da Comissão de Inquérito, motivada por indícios de ocorrência de ilícitos em determinado episódio (...). Não se trata, portanto, 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)

despir de poderes a Comissão, restringindo sua atuação única e exclusivamente às suspeitas inicialmente levantadas, fechando-lhe os olhos a outros ilícitos que possam eventualmente ter ocorrido. Há de se convir que, num procedimento investigatório, não é possível prever o que irá surgir e, caso surjam evidências de outros ilícitos, é dever da Comissão apurá-los”<sup>2</sup>.

10. No entanto, ainda que a acusação possa abranger fatos não previstos na portaria de instauração de inquérito administrativo, isso não significa que todo e qualquer fato novo que a área técnica venha a apurar estará, automaticamente, abarcado pela investigação original. O prazo para prescrição da pretensão punitiva somente é interrompido nas hipóteses do artigo 2º da Lei nº 9.873/1999, dentre as quais ressalto o ato inequívoco que importe em apuração dos fatos. A toda evidência, a apuração de certos fatos não interrompe a prescrição da pretensão punitiva referente a outro conjunto de fatos<sup>3</sup>.

11. A análise da GMA-2 que deu origem a este processo começou ainda no ano de 2007. Ao contrário do que alega a defesa, as apurações iniciais da referida gerência não se limitaram ao ano de 2007. De fato, alguns dos primeiros ofícios enviados pela GMA-2 – de nº 199/07 (fls. 146), 200/07 (fls. 162) e 201/07 (fls. 143), todos de 22.11.2007 – solicitaram à ARX, ao BNY Mellon e ao Investvale, respectivamente, informações sobre as operações realizadas pelo clube no período de 31.12.2005 a 31.10.2007. Cabe ressaltar que o ofício enviado à Gestora solicitava, inclusive, “uma descrição detalhada de como são efetuadas as especificações das operações realizadas pelo comitente” (i.e. pelo Investvale).

12. A defesa enfatiza que o Relatório GMA-2 identificou indícios de irregularidade no ano de 2007 e que a portaria de instauração do inquérito administrativo, de 08.06.2012, tinha por objeto 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”. Mais ainda, aponta que a própria Acusação reconhece que “com o aprofundamento das investigações (...) apurou-se um padrão de conduta recorrente por parte da gestora capaz de produzir prejuízos ao ARX Strike ao menos desde o ano de 2003.

---

<sup>2</sup> PAS CVM nº 02/03, Diretora Relatora Maria Helena Santana, julgado em 24.01.2007.

<sup>3</sup> Veja-se, nesse sentido, o voto do Diretor Relator Marcos Pinto no julgamento do PAS CVM nº 23/05, j. em 02.10.2007. Assim como naquele caso, não me parece correto aplicar ao caso as regras próprias de infrações de caráter permanente ou continuado.



## 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)

Desta forma, o período de análise das operações realizadas em nome do fundo, *inicialmente concentrado no ano de 2007*, foi ampliado, retrocedendo ao ano de 2003”<sup>4</sup>.

13. Como bem aponta a defesa, o fato de o relatório GMA-2 ter, em uma rápida passagem, mencionado, “como ilustração”, os anos de 2004 a 2006 naturalmente não faz com que o referido documento se caracterize como ato inequívoco de apuração relativo a esse período – o documento, inclusive, enfatiza que o “escopo desta análise será restrito ao ano de 2007”. Contudo, do mesmo modo, também entendo que o fato de o referido relatório e de a portaria de instauração do inquérito terem feito referência expressa apenas ao ano de 2007 não faz com que os atos de apuração relativos ao período anterior (que cobre desde 31.12.2005) deixem de ser causas interruptivas da prescrição.

14. Assim, a meu ver, a defesa tem parcial razão no que se refere à prescrição. Está prescrita a pretensão punitiva da CVM no que se refere aos fatos ocorridos entre os anos de 2003, 2004 e 2005 (excetuando o dia 31.12.2005), uma vez que esse período somente passou a integrar o objeto do processo a partir da instauração do inquérito administrativo em 18.06.2012. A prescrição, contudo, não alcança os fatos ocorridos entre 31.12.2005 e 31.12.2006, uma vez que a GMA-2 iniciou a análise desse período ainda em 2007.

### III. MÉRITO

#### III.1. Inexistência de um sistema de rateio de ordens equitativo e preestabelecido

##### ARX

15. Começo o exame do mérito analisando se a ARX possuía sistema que lhe permitia ratear, através de critérios preestabelecidos e equitativos, as ordens de compra e venda dadas de forma agrupada para os diversos fundos geridos pela instituição. A existência dos referidos sistemas, como se sabe, é condição necessária para que a pessoa jurídica que administra diversos fundos possa emitir ordens de forma grupada<sup>5</sup>.

16. A ARX reconhece que, durante o período em análise, concentrava as posições dos fundos que geria e que operaram índices futuros em uma conta máster. Segundo a Gestora, a prática buscava maior eficiência operacional, ao reduzir os custos de corretagem – o intermediário, no

<sup>4</sup> Item 171 do Relatório da Comissão de Inquérito.

<sup>5</sup> V. artigo 60, parágrafo único, da Instrução CVM nº 409/2004. A exigência hoje consta do artigo 82, parágrafo único, da Instrução CVM nº 555/2014, editada em substituição à Instrução CVM nº 409/2004.



## 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)

caso, era um *discount broker* – e centralizar a liquidação, facilitando a centralização das margens.

17. A Gestora argumenta 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 ARX, jamais haveria rateio de ordens entre fundos de diferentes famílias.

18. A Acusação não analisa se as ordens dadas para fundos de uma determinada família foram rateadas de forma proporcional. Seu foco, desde o início, foi apurar se certas operações realizadas por meio da conta máster foram especificadas para o Fundo ARX Strike ao final do pregão, quando já se sabia que o ajuste do dia era negativo, a fim de evitar que tais resultados fossem alocados para outras carteiras administradas pela Gestora.

19. A tese da Acusação é baseada em uma aparente dissonância entre o que a Gestora dizia fazer e aquilo que se verificava na prática. Afim de contas, em determinados pregões, a conta máster registrou operações tanto para o Fundo ARX Strike como para fundos de outras famílias. Em outros, a conta máster foi utilizada embora o referido fundo tenha sido o único a operar com índices futuros. Se as ordens do Fundo ARX Strike eram de fato emitidas de forma individualizada, como alega a Gestora, como explicar esses fatos?

20. Nos memoriais, a defesa trouxe esclarecimentos adicionais sobre esse ponto. Explicou, então, que qualquer ordem transmitida através da conta máster era anteriormente registrada em um sistema interno da Gestora, 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*. Tais planilhas, no entanto, não estariam mais disponíveis, tendo em vista o tempo transcorrido – mais de 10 anos. 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.

21. Em linha com o que decidiu o Colegiado no julgamento do PAS CVM nº RJ2010/13301 (j. em 23.10.2012, Diretora Relatora Luciana Dias), entendo que a exigência prevista no artigo 60, parágrafo único, da Instrução CVM nº 409/2004 pode ser satisfeita tanto com regras escritas como por registros eletrônicos. Ressalto, ainda, que não podemos julgar fatos passados com os olhos de hoje. O exame do comportamento dos agentes do mercado em um determinado período



## 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)

deve, necessariamente, considerar as práticas do mercado à época, incluindo – e esse ponto é especialmente relevante em obrigações cujo cumprimento se dá por meio da adoção de sistemas, controles e procedimentos – as tecnologias então disponíveis e utilizadas.

22. Assim, em teoria, o argumento da defesa parece apto a afastar a acusação. A rigor, se cada ordem dada através da conta máster era previamente especificada, somente as ordens dadas em nome de uma família de fundos consistiam verdadeiramente em ordens grupadas, passíveis de posterior rateamento (entre os fundos daquela família). Em outras palavras, não seria cabível falar em rateio de uma ordem dada para um fundo específico, ainda que transmitida por meio da conta máster. Naturalmente, não se pode ir tão longe a ponto de defender que a alegada prática da Gestora estaria fora do alcance do artigo supostamente infringido, com base no argumento de que não haveria um verdadeiro grupamento de ordens – sob pena de se negar a finalidade ao citado dispositivo<sup>6</sup>.

23. Esse ponto, aliás, talvez explique a razão pela qual acusação e defesa se valem dos mesmos trechos das declarações colhidas ao longo do processo com o objetivo de comprovar teses diametralmente opostas. Com efeito, a suposta contradição apontada pela Acusação pode ter decorrido do fato de que as pessoas da Gestora ouvidas na fase de apuração entendiam que o universo de ordens passíveis de rateio era substancialmente menor do que aquele que estava sendo considerado pela área técnica. Pode, também, ser a razão pela qual as operações realizadas para o Fundo ARX Strike por meio da conta máster não podem ser explicadas pela política de *fair allocation*. Mais ainda, se a especificação era feita em um sistema interno da Gestora, é normal que os funcionários da corretora não o tenham mencionado.

24. No entanto, a Gestora não logrou demonstrar que o alegado sistema de registro de ordens realmente existia. A explicação fornecida, ainda que me sensibilize, não é apta a, sozinha, afastar a acusação de infração ao artigo 60, parágrafo único, da Instrução CVM nº 409/2004. Referido dispositivo é claro ao exigir que o sistema não só seja previamente formalizado como, também, fique à disposição da CVM pelo prazo de cinco anos. Ou seja, a não apresentação do sistema em que critérios equitativos para rateio foram preestabelecidos configura infração ao artigo 60,

---

<sup>6</sup> A CVM, vale dizer, foi progressivamente restringindo o uso da conta máster, impondo limites de tempo para a especificação do investidor a partir da concretização do negócio, não mais permitindo, como regra geral, sua realização ao fim do dia. Atualmente, a regra aplicável aos intermediários determina a especificação do comitente final dos negócios comandados por meio de sua mesa de operações no prazo máximo de 30 (trinta) minutos após o registro do negócio nos termos do artigo 22, § 2º da Instrução CVM nº 505/2011.



## 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)

parágrafo único, da Instrução CVM nº 409/2004 mesmo na hipótese de a gestora ser capaz de demonstrar que as ordens transmitidas de forma agrupada vinham sendo efetivamente rateadas.

25. Ademais, embora cause espécie a paralisação da análise entre 2008 e 2012, o tempo transcorrido não exime a ARX de responsabilidade: afinal de contas, ainda em 2007, a Gestora recebeu questionamentos da CVM acerca das operações que realizava para os fundos e carteiras geridos, com especial foco no Fundo ARX Strike. Entendo, portanto, que a ARX deve ser responsabilizada por infração ao referido dispositivo e ao artigo 14, II, da Instrução CVM nº 306/1999. Na dosimetria da pena, considerarei os bons antecedentes da acusada.

26. De outro lado, entendo que a Gestora não pode ser condenada por infração ao artigo 65-A, I, da Instrução CVM nº 409/2004, uma vez que o referido comando foi incluído pela Instrução CVM nº 450/2007, de 30.03.2007, e o período coberto pela primeira imputação vai até o final de 2006.

### ***Responsabilidade do Diretor Responsável da Gestora***

27. Passo agora ao exame da responsabilidade de Carlos Ramos, diretor responsável pela atividade de administração de carteiras de valores mobiliários da ARX no período coberto pelo processo. Segundo a Acusação, Carlos não teria empregado os devidos cuidado e diligência em promover a implantação de sistemas de controles internos que assegurassem o atendimento da regulação em vigor, especialmente no que se refere aos critérios de rateio de ordens.

28. O fato de a regulação da CVM prever a figura do diretor responsável não significa que ele deva ser automaticamente apenado em casos em que se concluir pela responsabilidade da pessoa jurídica. No direito administrativo sancionador, a responsabilidade é sempre subjetiva e depende da demonstração de dolo ou culpa.

29. O diretor responsável se desincumbe do seu dever de supervisionar as atividades da entidade ao fazer com que essa adote sistemas, procedimentos e controle eficazes. As informações geradas por tais sistemas devem, é claro, ser analisadas de forma crítica. A toda evidência, eventuais indícios de irregularidade devem ser investigados, mas não se pode perder de vista a dimensão sistêmica das obrigações de controle. Falhas isoladas, portanto, a princípio não acarretam responsabilidade ao diretor responsável.

30. Como ressaltai acima, entendo que a Acusação reuniu elementos que demonstram que a Gestora não adotou procedimentos que formalizassem critérios para o uso da conta máster para fundos que não eram da mesma família. Tampouco restaram evidenciados eventuais esforços do



## 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 responsável para implementar a formalização de tais critérios. Noto, nesse sentido, que a política de *fair allocation* não explica como as ordens de um fundo que não participava de uma família poderiam ser realizadas por meio da conta máster: ao contrário, prevê que “todas as ordens para esses fundos são realizadas sempre individualmente”.

31. A defesa alega que as ordens eram previamente registradas em um sistema interno, mas, como dito acima, não trouxe evidência de que o referido sistema de fato existia.

32. Entendo que o problema não pode ser considerado uma falha isolada, por pelo menos duas razões. A uma, porque envolveu uma decisão consciente da ARX, que durante o período analisado deliberadamente optou por concentrar as posições dos fundos que geria e que operaram índices futuros em uma única conta máster. Ainda que as justificativas apresentadas possam ser consideradas válidas à luz das práticas de mercado à época, a Gestora necessariamente deveria ter adotado controles formais estabelecendo como a conta máster seria utilizada nesses casos. A duas, porque os fundos que não participavam de nenhuma família tinham relevância para a Gestora, sendo que a carteira do Investvale representava, à época, parcela expressiva dos recursos geridos e das receitas auferidas pela ARX.

33. Diante desses fatos, entendo que Carlos Ramos violou o artigo 14, II, da Instrução CVM nº 306/1999 e o artigo 60, parágrafo único, c/c artigo 65-A, I, ambos da Instrução CVM nº 409/2004. Especificamente com relação a esse último artigo, a condenação abarca somente o período a partir da entrada em vigor da Instrução CVM nº 450/2007. Na dosimetria da pena, considerarei os bons antecedentes do acusado.

### ***Responsabilidade do Administrador Fiduciário***

34. BNY Mellon foi acusado por uma suposta falha em seu dever de supervisionar a ARX, conforme preceitua o artigo 65, XV, da Instrução CVM nº 409/2009, o que também denotaria uma falha no seu dever de diligência, previsto no artigo 65-A, inciso I, da mesma Instrução.

35. O exame da responsabilidade dos administradores fiduciários e dos gestores de carteira não pode ignorar os diferentes papéis desempenhados por cada um desses agentes. Em casos recentes, por exemplo, os administradores foram absolvidos quando os fatos que motivaram a



## 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)

acusação se referiam especificamente às decisões de investimento, que são de competência ordinária do gestor<sup>7</sup>.

36. Historicamente, a regulamentação da CVM assume um protagonismo dos administradores fiduciários na condução das atividades dos fundos de investimentos. Com efeito, a administração de carteiras de valores mobiliários é, ainda hoje, definida de modo genérico abrangente como “o exercício profissional de atividades relacionadas, direta ou indiretamente, ao funcionamento, à manutenção e à gestão de uma carteira de valores mobiliários”<sup>8</sup>. A explicação, creio eu, reside no fato de que os poucos dispositivos legais que tratam da indústria de fundos não foram alterados à medida em que o mercado se tornou mais complexo e as atividades que originalmente eram concentradas em uma única entidade foram progressivamente sendo segregadas em prestadores de serviço autônomos e especializados.

37. Na regulamentação vigente, portanto, cabe ao administrador fiduciário exercer diretamente todas as atividades necessárias para a manutenção do fundo de investimento ou, o que é mais comum, parcialmente delegá-las a terceiros. Na prática, os administradores usualmente terceirizam uma série de serviços fiduciários – incluindo não só a gestão da carteira, como, por exemplo, a distribuição de cotas e as atividades de tesouraria, escrituração de cotas e custódia de ativos financeiros – mantendo, contudo, responsabilidade por supervisionar os serviços delegados a terceiros.

38. Esse dever de monitoramento do administrador fiduciário precisa ser interpretado de forma cuidadosa. Como disse recentemente<sup>9</sup>, as diversas representações do dever de diligência – em especial, aquela associada ao dever de fiscalizar – não podem ser lidas de modo excessivamente abrangente, sob pena de se criarem expectativas irreais de comportamento e parâmetros despropositadamente rigorosos de revisão que, ao final, na indústria de fundos, tendem a criar redundâncias descabidas e custos desnecessários<sup>10</sup>.

---

<sup>7</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM SEI nº 00783.001.807/2015-94 (RJ2015/12087), Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 24.07.2018.

<sup>8</sup> V. artigo 1º da Instrução CVM nº 558/2015.

<sup>9</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM SEI nº 19957.006758/2017-37 (RJ2013/8880), Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 11.06.2019.

<sup>10</sup> Cabe aqui um paralelo com o dever de diligência dos administradores de companhias e, em especial, referência ao que disse Luiz Antonio de Sampaio Campos sobre o assunto: “Os conceitos adotados pela LSA, a par de representarem comportamentos positivos e negativos, em sua maioria revestem-se de formas amplas, largas, referindo-se a padrões de conduta ou ‘standards’, o que confere ao intérprete e ao aplicador da lei uma certa



## 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)

39. Feitas essas observações, volto ao caso em tela, em que se discute a responsabilidade do Administrador Fiduciário pela supervisão da Gestora, especialmente no que se refere aos sistemas mantidos por essa última para rateio de ordens.

40. Não há dúvida de que a responsabilidade por implantar um sistema que possibilite o rateio equitativo de ordens transmitidas de forma agrupada é do gestor. Afinal de contas, compete ao gestor emitir as ordens de compra e venda de ativos financeiros para os fundos cuja carteira administra; conseqüentemente, cabe também a ele a decisão sobre o eventual agrupamento de ordens para posterior distribuição entre os fundos de investimento geridos. Esse fato não significa que o administrador fiduciário não tenha responsabilidade por monitorar a atuação do gestor no que se refere ao rateio de ordens, mas determina a forma como esse monitoramento pode e deve ser feito.

41. O administrador fiduciário pode e deve verificar se o gestor que se vale da faculdade de transmitir ordens de forma agrupada possui políticas que atendam aos requisitos estabelecidos na regulamentação. Deve, ainda, periodicamente confirmar se as ordens transmitidas de forma agrupada estão sendo rateadas de modo aderente à política. Contudo, como bem aponta a defesa, não pode o administrador, que não tem acesso à conta máster mantida pelo gestor na corretora de sua escolha e já recebe as informações das operações rateadas por fundos, fazer um controle como aquele exigido pela Acusação.

42. Noto, por fim, que a SIN testou a política de *fair allocation* utilizada pelas gestoras do grupo Mellon e concluiu que, salvo por questões pontuais, os critérios de rateio formalmente previstos eram aplicados de maneira consistente. A própria SIN, em sua análise, não identificou qualquer problema em razão da utilização da conta máster para fundos que não integravam nenhuma família.

43. Diante do exposto, não vejo como concluir que o Administrador Fiduciário falhou em seu dever de supervisionar a ARX ou atuou sem a devida diligência. Assim, voto pela absolvição do BNY Mellon e de seu diretor responsável.

---

liberdade ou largueza de interpretação. Essa liberdade, típica das cláusulas gerais e dos conceitos jurídicos indeterminados, deve, porém, ser usada de forma inteligente e cuidadosa, a manter o sistema íntegro, para não desencorajar e afastar pessoas honestas e competentes dos cargos de administração, e também de modo a não criar um sistema que as entorpeça a ação com uma burocracia prejudicial à vida da companhia, afastando-as do risco inerente ao negócio” CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. “Conselho de Administração e Diretoria”. In: LAMY FILHO, Alfredo e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Org.). *Direito das Companhias*. 1ª Edição. Rio de Janeiro: Forense, 2009, Vol. 1, p. 1087.



## 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. Prática Não Equitativa

44. A ARX é, ainda, acusada de ter intencionalmente distribuído de forma irregular as ordens de compra e venda dadas por meio da conta máster, com o propósito de direcionar os prejuízos ao Fundo ARX Strike e beneficiar outros fundos geridos pela Gestora no ano de 2007. Por tal motivo, foi acusada de 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.

45. Em resumo, a referida imputação é fundamentada com base nos seguintes elementos: **(a)** a ausência do critério de rateio de ordens, **(b)** o fato de que as operações eram intermediadas por uma única corretora, e **(c)** em dados estatísticos. Aponta, ainda, uma possível motivação para a prática do ilícito: o fato de que a taxa de performance do Fundo ARX Strike era inferior à dos outros fundos geridos pela ARX.

46. O fato de a Gestora não ter sido capaz de demonstrar a existência de sistemas de rateio preestabelecidos não é suficiente para comprovar a prática não equitativa, cuja caracterização, como, aliás, a dos demais tipos da Instrução CVM nº 08/1979, requer a demonstração de dolo ou, ao menos, de culpa grave, equiparada ao dolo eventual<sup>11</sup>.

47. A própria Acusação, aliás, parece concordar com esse fato. Tanto assim que, embora tenha concluído que o referido sistema não existia ao menos desde 2003, optou por separar a conduta da Gestora em dois períodos, acusando-a da conduta mais grave – a prática não equitativa – apenas para os atos praticados no ano de 2007. É importante ressaltar que, durante todo o período, as posições dos fundos geridos pela ARX e que operaram índices futuros foram concentradas na conta máster mantida na mesma corretora.

48. Por qual razão então a Acusação entendeu que a conduta da Gestora foi mais grave no ano de 2007? Basicamente, o que diferencia esse último ano dos demais, segundo a análise da Acusação, é o resultado dos experimentos estatísticos por ela realizados, que, somados aos elementos acima mencionados, formariam um “conjunto idôneo e convergente de indícios que apontam para a intencional distribuição irregular das ordens de compra e venda com o propósito

---

<sup>11</sup> Nas palavras do ex-presidente da CVM Marcelo Trindade, “no que se refere à Instrução 08/79, parece-me evidente que não se pode falar em simples negligência, para condenar-se algum agente com base naquela norma. Ou se está diante de dolo, ou ao menos, em meu pessoal entendimento, de culpa grave, equiparada ao dolo eventual [...]” (Voto proferido no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 16/02, acompanhado pelos demais membros do Colegiado, julgado em 10.10.06).



## 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 direcionar os prejuízos ao Fundo ARX Strike e beneficiar outros fundos geridos pela ARX Capital.<sup>12</sup>”

49. Com o intuito de demonstrar o dolo da conduta da ARX – insisto: elemento essencial para a caracterização da prática não equitativa –, a Acusação aponta, ainda, a suposta motivação do Gestor em aumentar a sua remuneração, destinando as operações mais lucrativas para os fundos que lhe pagavam maiores taxas de performance.

50. Começo pela **prova estatística**, principal motivo para a segregação da acusação em dois períodos distintos.

51. Os dados estatísticos são elementos que podem contribuir para o convencimento do julgador. No entanto, deve-se ter muito cuidado no manejo de dados estatísticos e consciência do que pode, efetivamente, ser demonstrado pela estatística. Sobre o assunto, vale citar a lição de Michele Taruffo:

“No âmbito das provas científicas, um tema peculiar é o uso de estatísticas como elementos de prova. Em verdade, as provas estatísticas têm adquirido cada vez mais importância nas últimas décadas (...). Todavia, surgem problemas relevantes relativamente ao uso apropriado das estatísticas como meio de prova. Alguns desses problemas relacionam-se ao fato de que a utilização apropriada das estatísticas é uma tarefa muito complexa e delicada, na qual erros e mal-entendidos são muito frequentes. Outra questão é se as chamadas «estatísticas puras» podem ser usadas para provar a existência de um fato específico. Apesar de alguns argumentos aduzidos a favor do uso probatório das estatísticas puras, a opinião amplamente dominante é no sentido de que estatísticas não podem oferecer um suporte probatório válido a um enunciado sobre um fato específico, posto que somente podem determinar a frequência relativa de classes de eventos. É claro que isso não significa que estatísticas não possam ou não devam ser usadas como prova: significa que, em geral, essas não são suficientes per se para que se estabeleça a probabilidade da ocorrência de um fato específico. Por outro lado, se o «fato» a ser provado é somente a frequência relativa de duas classes de eventos, estatísticas podem ser a prova adequada de tal fato. (...) Portanto, pode-se afirmar que não há bons argumentos contra o uso de provas estatísticas quando essas são diretamente relevantes aos fatos em litígio; porém deve-se ressaltar que fazer o uso correto de tais provas pode ser extremamente difícil e arriscado. Estabelecer a relevância dos

---

<sup>12</sup> O conjunto dos elementos apontados pela Acusação como caracterizadores da prática não equitativa e 2007 encontra-se transcrito no item 28 do relatório.



## 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)

dados estatísticos em um caso particular e determinar o valor probatório de tais dados para se provar um fato específico requer cautela e um treinamento especial no uso do cálculo próprio.”<sup>13</sup>

52. No contexto da CVM, as provas estatísticas são de especial relevância, por exemplo, para casos em que se discute o eventual descumprimento de obrigações de controle impostas aos participantes do mercado, que devem ser analisadas sob uma perspectiva sistêmica<sup>14</sup>. Já em casos que envolvem tipos dolosos, as provas estatísticas podem ser consideradas indícios válidos, mas sozinhas não são suficientes para sustentar uma condenação.

53. No caso em tela, todavia, me parece que a Acusação se escorou na suposta ausência de plausibilidade dos dados estatísticos obtidos para então buscar, nas negociações analisadas, elementos que pudessem demonstrar artificialidade nas alocações efetuadas – fazendo um caminho inverso daquele usualmente feito em casos similares.

54. Apesar da relevância dada pela Acusação aos dados estatísticos por ela trazidos, a meu ver, eles não são indícios aptos a robustecer a sua tese e autorizar a condenação, pois são contraditados pelos argumentos do Parecer Estatístico apresentado pela defesa. Assim, o que se discute no caso em tela não é a suficiência da prova estatística, mas a correção das análises estatísticas em que a Acusação se escora.

55. No meu entender, a defesa, com o Parecer Estatístico, logrou trazer uma série de elementos que colocam em xeque as análises realizadas pela Acusação (vide item 51 do relatório). Não pretendo aqui discutir cada uma das análises estatísticas, de modo individualizado ou minudente. Reportando-me, em benefício da síntese, aos resumos dos experimentos estatísticos trazidos pela Acusação e pela defesa, julgo que o trabalho realizado pelos pareceristas foi mais minucioso, tendo (i) considerado, por exemplo, um universo maior de operações, englobando todos 37 dias em que o Fundo ARX Strike negociou futuros de Índice Bovespa no ano de 2007 e (ii) apontado problemas em algumas das premissas utilizadas pela acusação (por exemplo, a de que as operações realizadas no mesmo dia são eventos independentes entre si).

56. Segundo o Parecer Estatístico, realizados os ajustes devidos, a probabilidade de o Fundo ARX Strike ter tido os resultados que teve seria de 13,7% – aproximadamente a mesma

---

<sup>13</sup> TARUFFO, Michele. *A prova*. São Paulo: Marcial Pons, 2014, pp.98-99.

<sup>14</sup> Sobre o assunto, reporto-me ao voto condutor que proferi em 13.08.2019 no julgamento do PAS CVM SEI nº 19957.002587/2017-77, de relatoria do Diretor Henrique Machado.



## 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)

probabilidade de se obter determinado número em um dado de 6 faces e infinitamente menor do que a probabilidade de 1 em 47 octilhões obtida pela Acusação.

57. Entendo não ser necessário, para fins desse julgamento, arbitrar qual a probabilidade correta. Parece-me, no entanto, forçoso reconhecer que a probabilidade real é muito menor do que aquela apontada pela Acusação. Ora, a Acusação havia concluído pela “recorrência, em anos anteriores a 2007, do padrão de concentração dos maiores prejuízos em ajustes do dia para o ARX Strike”<sup>15</sup>. Para ambos os períodos, foram realizadas análises estatísticas<sup>16</sup>. A razão pela qual dividiu a atuação da Gestora em dois períodos, formulando uma acusação de maior gravidade, baseada na Instrução CVM nº 08/1979, para o ano de 2007, foi justamente o fato de as análises estatísticas para esse último ano terem indicado probabilidades extremamente remotas. Assim, a se concluir que as probabilidades são bem diferentes daquelas trazidas pela Acusação, entendo que, pela própria lógica acusatória, fica prejudicada a caracterização da prática não equitativa.

58. De outro lado, o Parecer Estatístico indica ter identificado forte relação estatística entre a decisão do referido fundo de operar e a volatilidade do mercado,<sup>17</sup> fato que não foi identificado para os demais fundos geridos pela ARX<sup>18</sup>. Esse fato pode ser considerado um contraindício, pois parece corroborar o argumento da defesa de que o Fundo ARX Strike operava uma estratégia contra cíclica.

59. Passo, agora, ao exame da suposta **motivação** da ARX para a realização das operações – que poderia servir como um indício do dolo da acusada, elemento essencial para a caracterização da prática não equitativa. Também nesse ponto entendo que a defesa apresentou sólidos argumentos indicando que a suposta motivação da ARX de obter, por meio da suposta prática não equitativa, maiores taxas de performance é bastante inverossímil. Isto porque a Acusação se baseou, tão somente, na comparação das taxas de performance previstas nos regulamentos. A defesa contra-argumentou com um exame mais refinado, que considera a taxa de performance

---

<sup>15</sup> Item 95 do Relatório de Acusação.

<sup>16</sup> Itens 58 a 80 do Relatório de Acusação para o período de 2007; itens 81-95 do Relatório de Acusação para o período de 2003 a 2006.

<sup>17</sup> A propósito, constava do próprio regulamento do fundo que seu investimento “envolve um alto grau de risco adotaria “a estratégia de investir em títulos e valores mobiliários de alta volatilidade, que potencializam tanto o lucro como a perda, podendo gerar, inclusive, perdas temporais de patrimônio” (fls. 293).]

<sup>18</sup> V. item II.4 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)

efetiva (i.e., ajustada para descontar o efeito de rebates) e que muitos dos fundos supostamente beneficiados estavam, quando da realização das operações, abaixo da linha d'água.

60. Com esses ajustes, verifica-se que o estudo, apresentado pela defesa, acerca do impacto de uma alocação *pro-rata* patrimônio líquido entre os fundos que negociaram futuros de índice em 2007 demonstrou que o suposto benefício da Gestora foi ínfimo, de menos de R\$15 mil (equivalente a 0,03% da receita auferida pela ARX no exercício em questão). Especialmente quando se considera que o Investvale era, então, um cliente extremamente relevante para a ARX, inclusive no tocante à receita, não me parece factível que as coisas tenham de fato transcorrido do modo descrito na Acusação. Assim, embora o argumento da Acusação seja, em tese, possível, deve ser afastado no caso concreto.

61. Entendo também que a rentabilidade do Cartinvest no período coberto por este PAS é outro contraíndício. Sobre esse ponto, tem razão a defesa quando diz que o Fundo ARX Strike deve ser analisado em conjunto com a carteira do Investvale, e, portanto, a estratégia adotada pela Gestora deve ser interpretada considerando tanto a parcela à vista detida na carteira do Investvale quanto a parcela detida por meio do fundo – uma vez que este era um dos veículos utilizados pela estratégia “Cartinvest”. Mais especificamente, como já mencionado no relatório, o Fundo ARX Strike servia como instrumento 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.

62. Naturalmente, o fato de o investidor supostamente prejudicado pela operação de seguro ter obtido lucro no período em que a infração teria sido praticada, inclusive nos negócios feitos em seu nome no contexto das operações do seguro, não é por si só determinante para afastar uma acusação de prática não equitativa. Nesse caso, contudo, os fatos parecem contradizer a tese acusatória. Tenho dificuldade para concluir, com base nas provas dos autos, que Fundo ARX Strike foi sistematicamente prejudicado em operações com índices para beneficiar outros fundos geridos pela ARX cujos regulamentos previam taxas maiores de gestão, quando constato (i) que a taxa efetiva de gestão do Cartinvest entre 2004 e 2007, considerando performance (“ROA”), foi de aproximadamente 3,06% a.a. - um dos maiores ROAs dentre os fundos geridos pela ARX no período; e (ii) que a rentabilidade do Cartinvest sistematicamente superou a dos Fundos Beneficiados – sendo que, especificamente no ano de 2007, no qual a prática não equitativa teria se consumado, o Cartinvest teve o melhor desempenho dentre as carteiras administradas pela ARX (38,7%).



## 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)

63. Assim, os únicos indícios que sobrevivem ao confronto com a defesa são (i) a utilização da conta máster e (ii) a incapacidade da Gestora de demonstrar a existência de sistemas de rateio preestabelecidos. Esses elementos, sozinhos, não bastam para concluir pela prática não equitativa. Nesse sentido, a defesa e o parecer jurídico posteriormente acostado apontam que o caso dos autos se diferencia dos típicos casos de operação de seguro analisados pelo Colegiado. Embora eu discorde da defesa e entenda que o referido ilícito pode, em teoria, ser caracterizado mesmo quando não se demonstra a existência de *day-trades*<sup>19</sup>, julgo que as provas dos autos são muito menos robustas do que aquelas constantes dos casos que resultaram em condenações<sup>20</sup>.

64. Em resumo, entendo que não existe uma prova conclusiva de prática não equitativa. Tampouco há prova indiciária, que, como reiteradamente decidido por esse Colegiado, não é formada por indícios esparsos, mas por um conjunto consistente de indícios convergentes. A toda evidência, a possibilidade de a infração ter ocorrido não autoriza a condenação<sup>21</sup>. Os poucos elementos trazidos pela Acusação que resistem a um exame crítico não me parecem autorizar a conclusão de que houve prática não equitativa – aliás, não parecem suficientes sequer para a Acusação, pois também estavam presentes no período de 2003-2006, quando se optou por uma imputação menos gravosa.

---

<sup>19</sup> É comum que as chamadas “operações de seguro” sejam realizadas para garantir ganhos para determinado investidor ou grupo de investidores. Em mais de um precedente, a prática ilícita consistia em realizar duas operações em sentidos opostos pela conta máster – p. ex. compra e venda de um determinado ativo financeiro. Mais adiante no pregão, verificava-se qual teria sido a estratégia vencedora e se fechava um *day-trade* para garantir o lucro para o investidor beneficiado, alocando a operação perdedora para um outro investidor. No entanto, a realização de operação apenas em um sentido não descaracteriza a “operação de seguro”. Nesse caso, o investidor beneficiado não tem certeza de que obterá lucro, mas sabe, de antemão, que não sofrerá prejuízos, uma vez que apenas operações vencedoras serão alocadas para a sua conta. A prática não equitativa, no caso, decorre do fato de que a conta de um investidor é utilizada para assegurar que outro investidor não correrá riscos em suas operações no mercado de valores mobiliários.

<sup>20</sup> V. p. ex. PAS CVM nº 13/2005, Dir. Rel. Otavio Yazbek, j. em 25.06.2012, e PAS CVM nº RJ2016/1465, Dir. Rel Gustavo Gonzalez, j. em 15.05.2018.

<sup>21</sup> Nesse sentido, vale citar o voto do Diretor Relator Pedro Marcílio no PAS CVM nº 09/2004, j. em 20.06.2006: “A coerência e plausibilidade da teoria da acusação, no entanto, não são suficientes para sancionar a conduta de qualquer pessoa em um Estado de Direito. Faz-se necessário comprovar a teoria, não pela simples demonstração do resultado das operações ou pela demonstração de que a performance dos indiciados diminuiu substancialmente após a saída do indiciado Bernardo Clemente da sociedade para qual trabalhava, como fez a acusação, mas a partir de provas admitidas em direito. A coerência entre o resultado obtido e o modus operandi pressuposto pela acusação apenas demonstra a coerência de sua tese, mas não a comprova. Inexistentes esses resultados, a teoria não seria nem mesmo crível. Por esse motivo, o fato de os outros indiciados que teriam se beneficiado dessa especificação “não conforme” das ordens serem pessoas necessárias à implementação dessa especificação vai ao encontro da tese da acusação, mas também não é prova”



## 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)

65. Diante de todo o exposto, voto pela absolvição da ARX da acusação de realização de prática não equitativa.

### IV. CONCLUSÃO

66. Por todo o exposto, com fundamento no artigo 11 da Lei nº 6.385/1976, voto:

- i. pelo reconhecimento da prescrição da pretensão punitiva da CVM no que se refere aos fatos praticados entre 2003 a 30.12.2005;
- ii. pela condenação da ARX à penalidade de advertência por ausência de critério de rateio equitativo de ordens de compra e venda dentre os diversos fundos sob sua gestão no período entre 31.12.2005 e 31.12.2006, prevista no artigo 14, II, da Instrução CVM nº 306/1999 e no artigo 60, parágrafo único, da Instrução CVM nº 409/2004;
- iii. pela absolvição da ARX da acusação de infração ao artigo 65-A, I, da Instrução CVM nº 409/2004;
- iv. pela absolvição da ARX da imputação de prática não equitativa, definida no item II, letra “d”, da Instrução CVM nº 08/1979 e vedada pelo item I da mencionada Instrução;
- v. pela condenação de Carlos Ramos à penalidade de advertência 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 vigor, especialmente no que se refere aos critérios de rateio de ordens, em 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;
- vi. pela absolvição de BNY Mellon da acusação de violação ao artigo 65, XV, c/c artigo 65-A, I, ambos da Instrução CVM nº 409/2004; e
- vii. pela absolvição de José Carlos Lopes da acusação de violação ao artigo 65, XV, c/c artigo 65-A, I, ambos da Instrução CVM nº 409/2004.

É como voto.

Rio de Janeiro, 27 de agosto de 2019

**Gustavo Machado Gonzalez**

Diretor Relator