



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

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-VISTA

I. BREVE CONTEXTUALIZAÇÃO

1. Trata-se de processo administrativo sancionador (“PAS”) instaurado pela Superintendência de Processos Sancionadores (“SPS” ou “Acusação”) para apurar eventuais irregularidades envolvendo negócios efetuados por fundos de investimentos geridos pela ARX Capital Management Ltda. (“ARX” ou “Gestora”).
2. Após efetuar suas diligências, a SPS concluiu que a ARX valeu-se da prerrogativa de realizar as especificações dos comitentes finais após o encerramento do pregão sem ter estabelecido critério prévio e equitativo de rateio sobre as ordens de compra e venda de valores mobiliários emitidas para os fundos sob a sua gestão, em infração ao artigo 14, II, da Instrução CVM nº 306/1999 e ao artigo 60, parágrafo único, combinado com o artigo 65-A, I, da Instrução CVM nº 409/2004. Além disso, o descumprimento da referida regra operacional teria permitido a Gestora, no entender da Acusação, distribuir os melhores negócios envolvendo contratos futuros de Índice Bovespa (IND) para determinados fundos em detrimento da carteira de investimentos de um fundo específico, a caracterizar prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, conduta definida no item II, “d”, da Instrução CVM nº 08/1979 e vedada pelo item I da mencionada Instrução.
3. Com relação ao diretor responsável pela atividade de gestão das carteiras de valores mobiliários da ARX, Carlos Eduardo Teixeira Ramos (“Carlos Ramos”), a SPS concluiu que o



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

www.cvm.gov.br

acusado não teria empregado o devido cuidado e diligência na gestão dos fundos por não ter estabelecido critério equitativo e preestabelecido para ratear as ordens emitidas em nome dos diversos fundos sob a gestão da ARX, em infração ao artigo 14, II, da Instrução CVM nº 306/1999 e ao artigo 60, parágrafo único, combinado com o artigo 65-A, I, da Instrução CVM nº 409/2004.

4. A administradora dos fundos, 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, José Carlos Lopes Xavier de Oliveira (“José Carlos Lopes”), foram acusados pela SPS de infringir o artigo 65, XV, combinado com o artigo 65-A, I, da Instrução CVM nº 409/2004, uma vez que não teriam observado o dever de fiscalização dos atos praticados pela Gestora, faltando, assim, com o dever de diligência esperado às circunstâncias.

5. Iniciado o julgamento do processo em 27 de agosto de 2019, o Ilustre Diretor Relator Gustavo Gonzalez concluiu pela: (i) condenação da ARX e de seu diretor responsável Carlos Teixeira à penalidade de advertência por ausência de critério de rateio equitativo de ordens de compra e venda de valores mobiliários; (ii) absolvição da ARX da imputação de prática não equitativa; e (iii) absolvição de BNY Mellon e de seu diretor responsável José Carlos Lopes por falta de diligência na fiscalização dos atos praticados pela Gestora.

6. Naquela oportunidade, pedi vistas do presente processo para melhor examinar os elementos de prova contidos nos autos, notadamente as peculiaridades da acusação formulada pela SPS relativa à suposta prática não equitativa.

7. Após analisar detidamente os documentos constantes do processo, compartilho das conclusões do Relator no tocante às absolvições dos acusados BNY Mellon e José Carlos Lopes e às condenações dos acusados ARX e Carlos Ramos. No entanto, diverjo, respeitosamente, da penalidade de advertência aplicada a estes acusados, pois ela não é proporcional à gravidade de conduta irregular comprovada nos autos, motivo pelo qual voto pela aplicação de multa pecuniária aos referidos acusados. Também formo convicção diversa em relação ao conjunto fático-probatório constante dos autos em relação à acusação de prática não equitativa formulada pela SPS em desfavor da ARX, pois, pelas razões que passo a expor, tenho por configurada a infração de que trata a Instrução CVM nº 08/1979.

8. Antes de revelar as razões de minha divergência, entendo importante fazer algumas considerações quanto à ausência de critério de rateio equitativo de ordens e à atuação de Carlos Teixeira na qualidade de diretor responsável pela ARX junto a esta Comissão.

II. DA AUSÊNCIA DE CRITÉRIO DE RATEIO EQUITATIVO DE ORDENS DE COMPRA E VENDA DE VALORES MOBILIÁRIOS

9. Acompanho as fundamentadas razões do Relator no sentido de que a ARX não foi capaz de comprovar a existência de um sistema de rateio de ordens com critérios equitativos e preestabelecidos que permitisse o grupamento das ordens emitidas para os diversos fundos sob 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

www.cvm.gov.br

sua gestão. Neste sentido, restou incontroverso¹ que ordens de compra e venda de IND foram realizadas de forma agrupada, em nome de uma única conta máster mantida pela ARX no intermediário, cuja distribuição das quantidades e preços dos contratos negociados para cada fundo de investimento ocorria após o encerramento do pregão.

10. Evidentemente que a ARX Strike poderia usar, na qualidade de gestora profissional de investimentos, a prerrogativa normativa de especificar os comitentes dos contratos após o encerramento do pregão. Todavia, ao decidir optar por esse procedimento operacional, a Gestora tinha o ônus de possuir sistema de rateio de ordens com critérios equitativos e preestabelecidos para justificar as especificações finais tomadas em nome dos diversos fundos por ela geridos, o qual deveria ser passível de posterior verificação das decisões de alocação tomadas pelo prazo mínimo de cinco anos.

11. E, apesar de ter feito uso da mencionada prerrogativa, a Gestora não foi capaz de comprovar a existência de um sistema de rateio apto a justificar a distribuição das operações realizadas ao final do pregão². Deste modo, a ARX não estabeleceu mecanismo capaz de assegurar a regular e equitativa distribuição dos negócios realizados para as cinco famílias de fundos existentes à época, a partir de uma mesma conta master, motivo pelo qual deve ser responsabilizada por infração ao artigo 14, II, da Instrução CVM nº 306/1999, e ao artigo 60, parágrafo único, da Instrução CVM nº 409/2004.

12. O diretor responsável para dar cumprimento às regras desta Comissão no âmbito da ARX, Carlos Ramos, embora tenha alegado que cada família de fundos tinha um critério pré-definido para rateio de ordens, do mesmo modo não foi capaz de demonstrar o uso de tal critério dentro de cada família, bem como não logrou explicar a razão pela qual as ordens de um fundo que não participava de uma família foram emitidas também por meio da conta master, ou seja, de forma agrupada.

13. Como já tive a oportunidade de ressaltar em votos precedentes, a criação de centros de imputação de responsabilidade é estratégia regulatória adotada pela CVM amplamente conhecida do mercado e sufragada de forma uníssona pela jurisprudência³ administrativa da Autarquia. Seu objetivo é evitar a diluição da responsabilidade no âmbito da pessoa jurídica e estimular a adoção

¹ Nas palavras do Relator: “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 caso, era um discount broker – e centralizar a liquidação, facilitando a centralização das margens”.

² De acordo com o relatório da Acusação, 97,3% das ordens emitidas em nome dos fundos geridos pela ARX no ano de 2007 foram especificadas após às 18h00, ou seja, a definição do comitente final foi realizada após o término do pregão. É certo que, neste momento, já eram conhecidos os valores de ajustes do dia para cada negócio realizado.

³ PAS CVM nº RJ2010/9129, Dir. Rel. Otávio Yazbek, julg. em 09.08.2011; PAS CVM nº RJ2010/13301, Dir. Rel. Luciana Dias, julg. em 23.10.2012; PAS CVM nº 08/2004, Dir. Rel. Luciana Dias, julg. em 06.12.2012; PAS CVM nº 03/2009, Dir. Rel. Ana Novaes, julg. em 30.04.2013; PAS CVM nº 01/2010, Dir. Rel. Roberto Tadeu, julg. em 09.07.2013; PAS CVM nº RJ2012/12201, Dir. Rel. Luciana Dias, julg. em 04.08.2015; PAS CVM nº RJ2013/5456, Dir. Rel. Roberto Tadeu, julg. em 20.10.2015; PAS CVM nº 12/2013, Dir. Rel. Gustavo Borba, julg. em 24.05.2016; PAS CVM nº RJ2016/6284, Dir. Rel. Pablo Rentería, julg. em 23.10.2018; PAS CVM nº 21/2010, Dir. Rel. Carlos Rebelo, julg. em 15.10.2019.



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

www.cvm.gov.br

de conduta diligente pelos administradores designados para ocupar certas funções, atribuindo-se a estes últimos a responsabilidade pelo cumprimento e fiscalização das normas legais e regulamentares⁴.

14. Nesse sentido, é o paradigma firmado no julgamento do PAS CVM nº RJ2010/9129, que trata da responsabilidade do diretor indicado pelo administrador de carteira pessoa jurídica como responsável perante a CVM, nos termos do art. 7º da Instrução CVM nº 306/99. Naquela assentada, asseverou-se:

[a] lógica de se estabelecer focos de responsabilização – diretores responsáveis por atividades específicas – é a de criar não apenas centros de imputação de responsabilidades, de modo que estas não fiquem sempre diluídas na pessoa jurídica, mas, também a de, com isso, criar estímulos para a conduta diligente – ou protetiva – dos administradores designados para aquelas funções.

Assim, ainda que uma determinada instituição sempre tenha adotado más práticas, de maneira generalizada, **cabe ao diretor responsável registrar seus esforços, tomar medidas hábeis tanto a resolver os problemas existentes, quanto a delimitar sua responsabilidade.** E isso, vale dizer, é um dos elementos a diferenciar a responsabilidade de que aqui se está tratando de responsabilidade objetiva. Também não é de inversão do ônus da prova que se trata no presente caso, uma vez que a situação, de flagrante irregularidade, restou também comprovada.

Não há que se falar em injustiça, então, na atribuição de responsabilidade a uma única pessoa no caso vertente, mas, sim, no fruto de uma estratégia regulatória que sempre foi clara. E não há que se falar também, a meu ver, que, em casos como este, a responsabilidade deva caber, de forma exclusiva, à instituição administradora (...) (grifou-se)

15. Na mesma linha, mas ainda sem a construção teórica consolidada dos “centros de imputação de responsabilidade”, é a manifestação da então Diretora Relatora Maria Helena de Santana no PAS CVM nº RJ2005/8510:

como diretor responsável, pessoa que existe na regulamentação exatamente para assegurar em nome da pessoa jurídica, que evidentemente não tem vontades, que as normas aplicáveis sejam por ela respeitadas, o diretor responsável só poderia ser eximido de culpa no caso em que ficasse demonstrado que ele tomou cuidados e providências para garantir o cumprimento dessas obrigações, que apesar de sua atuação não teriam sido seguidas.

16. Assim, à luz dos precedentes desta CVM, deveria Carlos Ramos ter demonstrado de que forma desincumbiu-se de suas responsabilidades, supervisionou com diligência ou promoveu esforços razoáveis para assegurar o cumprimento das normas estabelecidas pela CVM.

⁴ PAS CVM 19957.0003266/2017-90, Dir. Rel. Gustavo Borba, julg. em 10.04.2018.



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

www.cvm.gov.br

17. É consabido que a regulamentação da atividade de administração de carteira de valores mobiliários não apenas define os parâmetros que deverão ser fielmente observados pelas entidades que a desempenham, como também delas exige, com vistas à efetivação dos comandos normativos, a criação de mecanismos que garantam, por meio de controles internos, o permanente atendimento à legislação vigente⁵, que, no presente caso, dizia respeito à implementação de um sistema equitativo de rateio de ordens para os fundos sob gestão da ARX, o que claramente o acusado não logrou comprovar.

18. Assim, diante da inexistência de um sistema que efetivamente possibilitasse o rateio equitativo das ordens emitidas por meio da conta master em nome dos fundos geridos pela ARX, tenho 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.

19. Na dosimetria da pena, levarei em consideração, de um lado, os bons antecedentes dos acusados e, de outro, a) a natureza grave das infrações, nos termos do art. 18 da Instrução CVM nº 306/1999 e do 117 da Instrução CVM nº 409/2004, b) a prática da conduta por longo período de tempo, de 2003 a 2006, e c) a expressividade dos valores envolvidos.

III. PRÁTICA NÃO EQUITATIVA

20. A principal irregularidade apurada por meio do presente processo é a de que ARX teria direcionado, no momento da especificação das operações, os melhores negócios envolvendo contratos de IND para determinados fundos em detrimento da carteira de investimento do ARX Strike Fundo de Investimento Multimercado (“ARX Strike”), fundo exclusivo do clube de investimento dos empregados da Companhia Vale do Rio Doce (“Investvale”). Segundo a SPS, a prática adotada no âmbito da Gestora configuraria prática não equitativa vedada pelo item I e conceituada pelo item II, “d”, da Instrução CVM nº 08/79, *in verbis*:

I - É vedada aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários, a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a manipulação de preço, a realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não equitativas.

II - Para os efeitos desta Instrução conceitua-se como:

(...)

d) prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, aquela de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação.

⁵ Nos termos do que dispõe o parágrafo único do art. 14 da Instrução CVM nº 306/99.



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

www.cvm.gov.br

21. Como se observa, a configuração do referido ilícito pressupõe uma ação ou omissão que possa resultar para qualquer uma das partes envolvidas em negociações com valores mobiliários indevida posição de desigualdade em face dos demais participantes da operação.

22. A importância da vedação à prática não equitativa para o funcionamento eficiente do mercado de valores mobiliários já foi destacada por este Colegiado, cabendo mencionar, neste particular, o voto condutor do Diretor Wladimir Castelo Branco Castro, proferido no âmbito do julgamento do PAS CVM nº05/1999, de 23.11.2000, cujo excerto reproduzo a seguir:

O risco existe para o mercado, como em um jogo. Mas, em todo jogo, mesmo o mais arriscado, há regras, que devem ser cumpridas. Se as regras são iguais para todos, tem-se um mercado equitativo. Mas, quando, por exemplo, as cartas de um jogo vêm a ser marcadas, aí se configura uma situação não equitativa, muito diferente do risco que o jogo traz em si. Lucros e perdas são normais, desde que não provocados artificialmente, por manobras ardilosas, nem pela quebra do equilíbrio entre as partes.

23. Uma das possíveis situações que se afigura ilícita à luz do que dispõe o mencionado dispositivo é aquela em que os agentes realizam negociações denominadas “operações com seguro”, isto é, operações de compra e venda de valores mobiliários que são distribuídas a fim de produzir lucros para determinados investidores e prejuízos para outros, notadamente entidades de previdência complementar. Estas entidades assumem, com isso, o risco da variação do preço do ativo, funcionando como “seguradores” dos investidores beneficiados pelo esquema, o que caracteriza um claro desequilíbrio entre os participantes envolvidos, sendo esta justamente a prática irregular que o referido dispositivo busca coibir.

24. No presente caso, compartilho, primeiramente, do entendimento do Relator segundo o qual as provas estatísticas têm especial relevância na formação da convicção do julgador a respeito da ocorrência ou não de determinado fato, mas elas não são suficientes para amparar, *per si*, uma condenação. Do mesmo modo, registro, também em linha com o Relator, que as áreas técnicas desta Comissão devem ter cautela na realização de experimentos estatísticos, bem como cuidado nas conclusões extraídas a partir desses experimentos em casos que tais.

25. Compulsando os autos, temos, de um lado, uma sofisticação dos experimentos estatísticos realizados pela SPS para comprovar o direcionamento das ordens em desfavor da ARX Strike, e, de outro, o esforço da defesa para afastar, por meio de bem fundamentado parecer estatístico, as premissas utilizadas pela Acusação e suas correspondentes conclusões.

26. Sobre o tema, cabe, de plano, afastar as alegações da defesa no tocante ao suposto erro amostral cometido pela SPS. Ressalto, neste particular, que a metodologia amostral foi utilizada no presente processo para selecionar algumas operações realizadas pelos diversos fundos, a fim de se verificar, de forma detalhada, como as ordens emitidas pela ARX foram registradas e, ao final, especificadas. E, como já examinado, referida amostragem foi destacadamente capaz de ilustrar,

**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

www.cvm.gov.br

com nitidez, o passo a passo do procedimento operacional utilizado no âmbito da ARX, o qual se revelou irregular à luz da legislação de regência.

27. A par disso, embora seja possível identificar excesso de importância dado pela Acusação às suas conclusões estatísticas, forçoso reconhecer que, mesmo desconsiderando as probabilidades descritas pela Acusação, a SPS produziu conjunto probatório idôneo e suficiente para demonstrar que a ARX colocou o fundo ARX Strike em situação bastante desfavorável em relação aos demais fundos sob a sua gestão.

28. A primeira evidência, neste sentido, emerge da constatação de que, num mesmo intervalo de tempo (ano de 2007), determinados fundos obtêm lucros em ajustes do dia na negociação de contratos de IND, enquanto a carteira do fundo ARX Strike suporta elevados prejuízos na negociação do mesmo contrato. Quanto ao desequilíbrio da alocação das operações, convém reproduzir tabela⁶ com a soma dos ajustes do dia envolvendo a negociação de contratos de IND de cada fundo sob a gestão discricionária da ARX em 2007:

Fundo	Compras	Vendas	Ajustes do Dia (R\$)
ARX EXTRA FUNDO DE INVESTIMENTO FINANCEIRO	16.967	18.317	3.548.232,00
ARX FUNDO DE INVESTIMENTO EM ACOES	1.432	1.432	(485.767,00)
ARX HEDGE FUNDO DE INVESTIMENTO FINANCEIRO	252	256	191.988,00
ARX INSTITUCIONAL FIF	258	303	66.950,00
ARX LONG AND SHORT 30 FIM	12.184	11.864	570.319,00
ARX LONG AND SHORT FDO DE INV.MULTIMERCADO	11.057	10.667	416.537,00
ARX LONG SHORT 30 PF FIM	1.640	1.542	134.675,00
ARX PLUS FDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO	2.289	2.553	762.483,00
ARX PLUS MAX FIM	10	12	6.754,00
ARX STRIKE FIM	11.475	10.625	(6.795.100,00)
BIARRITZ LLC	7.626	8.287	886.646,00
ESPECIAL 4 FIM	129	310	53.948,00
ESPECIAL 5 FIM	420	470	149.812,00
ESPECIAL II FUNDO DE INVESTIMENTO EM ACOES	2.536	2.579	101.319,00
FUNDO DE INVESTIMENTO FINANCEIRO ANDES	592	317	75.208,00
M195 FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO	1.286	822	148.401,00
M215 FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO	1.317	745	150.995,00
MATCH POINT INVESTMENT LLC	2.980	3.175	611.281,00
MATCH POINT INVESTMENTS LLC	5.309	5.187	2.499.320,00
Total geral	79.759	79.463	3.094.001,00

29. Como se observa, o resultado negativo do ARX Strike na negociação de IND é ruinoso em relação aos demais fundos analisados pela SPS. E, a despeito de o ARX FIA também ter

⁶ Item 58 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

www.cvm.gov.br

apurado prejuízo em ajustes do dia no mercado futuro de IND, verifica-se que as perdas incorridas por esses dois fundos foram bastante distintas, uma vez que o resultado negativo do ARX Strike superou em 13 vezes o prejuízo sofrido pelo ARX FIA.

30. Ademais, a Acusação demonstrou que, nos pregões em que a ARX obteve os maiores prejuízos em ajustes do dia, tais prejuízos concentraram-se na carteira de investimentos do ARX Strike. Com efeito, dos 221 pregões do ano de 2007 em que foram registradas operações dos 19 fundos, em apenas 38 dias foram registrados negócios do ARX Strike. No entanto, nos 10 dias de maior prejuízo da conta master da ARX negociando contratos de IND, o ARX Strike operou em 9 deles. E, dos 12.224 contratos negociados pelos 19 fundos nestes dias, cerca de 65% foram especificados em nome do ARX Strike, o que representou 92,7% do prejuízo total. O prejuízo acumulado pelo ARX Strike apenas nesses dias é praticamente igual ao prejuízo total do fundo no ano de 2007, conforme ilustra a tabela⁷ a seguir reproduzida:

Comitente	Contratos		Resultado	
	quantidade	%	(R\$)	%
ARX Strike	7.900	64,5%	(6.839.000,00)	92,7%
Outros 18 fundos	4.344	35,5%	(540.740,00)	7,3%
Total	12.244	100,0%	(7.379.740,00)	100,0%

31. Ainda analisando os dados relativos aos 10 piores dias de negociação da conta master da ARX em 2007, a Acusação consignou que, em 7 dos 9 dias em que o ARX Strike operou, **houve a especificação de 100% dos contratos com ajuste do dia negativo para o fundo**. Ademais, em 2 pregões, os prejuízos do ARX Strike superaram inclusive os prejuízos da própria conta master, uma vez que nesses dias as operações com ajustes positivos foram especificadas apenas para os demais fundos, conforme revela a tabela⁸ a seguir:

Data	Prejuízo total (R\$)	Prejuízo ARX Strike (R\$)	Resultado ARX Strike / Total
28/11/2007	(1.235.200,00)	(1.235.200,00)	100%
12/11/2007	(1.066.700,00)	(1.066.700,00)	100%
05/01/2007	(1.040.370,00)	(619.200,00)	60%
14/11/2007	(762.800,00)	(896.800,00)	118%
21/11/2007	(705.300,00)	(705.300,00)	100%
13/09/2007	(578.300,00)	(528.850,00)	91%
05/10/2007	(551.600,00)	(551.600,00)	100%
18/01/2007	(535.120,00)	(776.850,00)	145%
18/09/2007	(458.500,00)	(458.500,00)	100%
17/10/2007	(445.850,00)	0,00	0%

⁷ Item 68 do relatório de inquérito.

⁸ Item 70 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

www.cvm.gov.br

32. A ocorrência desses resultados é, sem sombra de dúvidas, mais um forte indicio de que a carteira do ARX Strike funcionava como um “seguro” para os dias de alta volatilidade do mercado, quando havia maior probabilidade de a Gestora não conseguir comprar e vender pelos preços inicialmente pretendidos.

33. Neste ponto, cabe afastar o argumento da defesa de que essas operações teriam esteio em “estratégia contra cíclica”⁹ adotada pela ARX na gestão da carteira do ARX Strike. Ainda que o ARX Strike tivesse bastante flexibilidade para negociar no mercado de valores mobiliários, uma vez que sua política de investimento previa “*investir em títulos e valores mobiliários de alta volatilidade, que potencializam tanto o lucro como a perda, podendo gerar, inclusive, perdas temporais do patrimônio*”, investir em ativos voláteis é bastante distinto de negociar em dias de alta volatilidade.

34. Como se sabe, é bastante difícil saber antecipadamente se determinado pregão terá ou não alta volatilidade. Ainda que os agentes de mercado possam intuir tal aspecto, somente no final do pregão a medida de volatilidade pode ser, de fato, conhecida. Ademais, muitos dos eventos que causam maior variação nos preços dos ativos negociados em bolsa ocorrem justamente durante o pregão, sendo, por isso, bastante difícil prever tal movimento.

35. Além disso, o acusado não apresentou nenhum método de controle de risco que pudesse justificar a alegada “estratégia contra cíclica” consistente em negociar contratos de IND somente em dias de alta volatilidade do mercado, ou seja, não foi trazido aos autos nenhum modelo teórico referencial que pudesse minimamente prever os momentos nos quais o ARX Strike deveria comprar, vender ou manter contratos de IND, de sorte a perseguir ventilada estratégia.

36. Tenho, aliás, que a explicação dada para respaldar as operações flagrantemente desvantajosas para o ARX Strike é bastante simplória para ser prestada por uma Gestora profissional, com registro nesta Comissão, o que denota que tal explicação é uma tentativa de dissimular a verdadeira razão para a ocorrência daquelas operações.

37. Deste modo, o fato de o ARX Strike ter negociado nos dias de maior volatilidade do mercado, sem seguir uma estratégia minimamente definida e passível de verificação posterior das decisões tomadas, justamente quando foram constatados os maiores prejuízos na conta master da ARX, demonstra que sua carteira foi indevidamente utilizada, nestes momentos, para amortecer perdas que deveriam ter sido também suportadas pelos demais fundos, mas foram dolosamente atribuídas ao ARX Strike.

⁹ Nas palavras da defesa, “*em comprar quando a bolsa está caindo e que, em regra, a existência do chamado momentum nos preços de ativos faz com que, ao longo de um dia, o preço caia (ou suba) ainda mais, sendo impossível saber o ponto mais baixo dessa queda, é comum a ocorrência de fortes ajustes do dia negativos em carteiras que utilizam a estratégia contra cíclica, sendo essa a simples explicação para os fatos que a acusação resolveu tratar como irregulares*”.



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

www.cvm.gov.br

38. Melhor sorte não merece o argumento de que a rentabilidade positiva da Cartinvest¹⁰ representaria um contra indício suficiente para desviar o olhar dos demais elementos de prova que conduzem a conclusão quanto à ocorrência da prática não equitativa. De acordo com a estratégia direcional de investimentos *long-only* definida em sua política de investimento, a Cartinvest mantinha destacado volume de recursos em ações para apostar na alta de suas cotações, enquanto o ARX Strike dispunha de apenas R\$98 milhões para realizar sua política de investimentos. E, como o índice Bovespa encerrou o ano de 2007 com alta acumulada de 43,7%¹¹, era perfeitamente esperado que, mesmo com os prejuízos sofridos pelo ARX Strike, dada a sua participação inferior, a Cartinvest apresentasse, em seu conjunto, rentabilidade positiva, como de fato ocorreu.

39. Quanto à motivação da ARX para agir contrariamente à legislação, cabe destacar que essas operações são consideradas ilícitas independentemente de resultarem em vantagem financeira para aqueles que a praticaram, pois o que a norma busca evitar é que determinados agentes sejam colocados indevidamente em posição de desequilíbrio em relação a outros investidores na negociação de valores mobiliários, conforme já mencionado neste voto. Além disso, a análise dos precedentes do Colegiado da CVM acerca da matéria demonstra que não há um conjunto de elementos pré-definidos que deverão necessariamente estar presentes para caracterizar a ocorrência de “operações com seguro”¹², variando conforme as peculiaridades do caso concreto.

40. Assim, embora não se tenha identificado um beneficiário específico para as operações desvantajosas especificadas para o ARX Strike, importante registrar que os demais fundos geridos pela ARX, em especial os fundos abertos, com um número expressivo de cotistas, obtiveram lucros na negociação de contratos de IND no período objeto da investigação, tendo, por isso, beneficiado-se do ilícito.

41. Noto, ademais, que, diferentemente de outros casos de práticas não equitativas em que normalmente é difícil compreender a relação de todos os investidores envolvidos no esquema irregular, o presente processo tem a peculiaridade de ocorrer dentro da mesma Gestora, com as operações realizadas por meio da mesma conta master, mantida no mesmo intermediário, cujo controle dos comitentes finais e das quantidades negociadas era efetuado após o encerramento do pregão e sem a utilização de qualquer critério prévio e equitativo de alocação das operações, tendo um fundo sido colocado em posição de desequilíbrio em relação aos demais.

¹⁰ Cartinvest é a designação dada pela ARX Capital para a estratégia de investimento aplicável aos ativos da Investvale, que incluem carteira própria e o Fundo ARX Strike.

¹¹ <<https://oglobo.globo.com/economia/bovespa-encerra-2007-com-alta-acumulada-de-437-4131313>>, acessado em 04.11.2019.

¹² Nesse sentido, no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 21/06, julgado em 07.08.2012, a Diretora Relatora Ana Novaes asseverou que “(...), mais do que parâmetros pré-definidos, este Colegiado já consolidou reiteradas vezes ‘o entendimento de que a presença de indícios variados e convergentes é suficiente para a formulação de uma peça acusatória e, eventualmente, de uma condenação’”. No mesmo sentido, ver PAS CVM nº 06/2012, julgado em 20.08.2008.



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

www.cvm.gov.br

42. Todos esses fatos devidamente comprovados nestes autos levam à minha convicção de que, na realidade, a concentração de prejuízos em nome do ARX Strike não foi fruto da alegada “estratégia contra cíclica” adotada pela ARX, mas sim da utilização indevida do fundo como anteparo das operações, com destacado ajuste do dia negativo, realizadas pela ARX em dias de alta volatilidade. Por tais razões, o ARX Strike foi colocado em condição de desequilíbrio em relação aos demais, a caracterizar prática não equitativa vedada pela regulamentação desta Comissão, motivo pelo qual voto pela responsabilidade da ARX no presente caso.

43. Na dosimetria da pena, levarei em consideração, de um lado, os bons antecedentes do acusado e, de outro, a) a natureza grave da prática não equitativa prevista no item II, alínea “d”, da Instrução CVM nº 08/1979 e vedada pelo seu item I, b) a prática reiterada da conduta; e c) o elevado prejuízo causado ao fundo.

IV. CONCLUSÃO

44. Por todo o exposto, divirjo parcialmente do voto do Diretor Relator e, com fundamento no art. 11, II, da Lei nº 6.385/76, voto:

- (i) pela condenação da ARX à penalidade de R\$100.000,00 (cem mil reais) 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;
- (ii) pela condenação de Carlos Teixeira à penalidade de R\$50.000,00 (cinquenta mil reais) por não ter promovido 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; e
- (iii) pela condenação da ARX à penalidade de R\$400.000,00 (quatrocentos mil reais) pela prática não equitativa, conforme conduta definida no item II, letra “d”, da Instrução CVM nº 08/1979 e vedada pelo item I da mencionada Instrução.

É como voto.

Rio de Janeiro, 03 de dezembro de 2019

HENRIQUE BALDUINO MACHADO MOREIRA
DIRETOR