

SESSÃO DE JULGAMENTO DO PROCESSO

ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 21/99

Indiciados: Bolsa de Mercadorias e Futuros – BM&F

Matrix S/A DTVM (atual Matrix Investimentos S/A)

Roberto Ruhman

Ementa : **Não configuração de infração à Resolução CMN nº 1.645/89, item II – Absolvição.**

Infração à Instrução CVM nº 08/79, inciso I, alínea "d" – Uso de prática não eqüitativa.

Violação dos artigos 10, incisos I, II e IV e 11, inciso IX, da Instrução CVM nº 82/88 – Operações irregulares.

Violação dos artigos 14, incisos I, II e IV e 16, inciso VII, da Instrução CVM nº 306/99 – Operações irregulares.

Decisão: Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da CVM, com base na prova dos autos e na legislação aplicável, nos termos do disposto no artigo 11, da Lei nº 6.385/76, decidiu, por unanimidade de votos:

1. **Absolver** a Bolsa de Mercadorias & Futuros – BM&F, da imputação de infração à Resolução CMN nº 1.645/89, item II.
2. Aplicar à Matrix S/A DTVM, atual Matrix Investimentos S/A, e ao seu diretor, o senhor Roberto Ruhman, as penas de **multas** pecuniárias nos valores de R\$ 500.000,00 e R\$ 50.000,00, respectivamente, por infração à Instrução CVM nº 08/79, inciso I, alínea d, por uso de prática não eqüitativa no mercado futuro de Ibovespa, causando prejuízos ao Fundo K2, em benefício do Fundo The Geo Summit, cotista dos Fundos Beta CE e Nuptse CE.
3. Aplicar à Matrix S/A DTVM, atual Matrix Investimentos S/A, e ao seu diretor, o senhor Roberto Ruhman, as penas de **multas** pecuniárias nos valores de R\$ 300.00,00 e de R\$ 30.000,00, respectivamente, por violação dos artigos 10, incisos I, II e IV e 11, inciso IX, da Instrução CVM nº 82/88, com as responsabilidades de que trata o art. 12 da mesma Instrução, quanto às operações de janeiro a abril de 1999; e por violação ao art. 14, incisos I, II e IV, e ao inciso VII do art. 16 da Instrução CVM nº 306/99, com as responsabilidades de que tratam os artigos 17 e 18 da mesma Instrução, quanto às operações de maio de 1999.

Os indiciados punidos terão um prazo de 30 dias, a contar do recebimento de comunicação da CVM, para interpor recurso, com efeito suspensivo, ao C.R.S.F.N, nos termos do § único do art.14 da Resolução CMN nº 454/77, prazo esse, ao qual, de acordo com orientação fixada pelo C.R.S.F.N, poderá ser aplicado o disposto no art. 191 do Código de Processo Civil, que concede prazo em dobro para litisconsórcios com diferentes procuradores.

A CVM oferecerá ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional recurso de ofício da absolvição proferida.

Proferiram defesas orais os advogados Mario Cezar de Andrade, representante legal da Matrix S/A DTVM, atual Matrix Investimentos S/A, e do seu diretor, senhor Roberto Ruhman; e Renato Mercadante Mortari, representando a BM&F.

Presente à sessão de julgamento a Doutora Marilisa Azevedo Wernesbach, representante da Procuradoria Federal Especializada na CVM.

Participaram do julgamento os Diretores Eli Loria, relator, Norma Jonssen Parente, Sergio Weguelin, Wladimir Castelo Branco Castro e o Presidente, Dr. Marcelo Fernandez Trindade.

Rio de Janeiro, 09 de dezembro de 2004

Eli Loria

Diretor-Relator

Marcelo Fernandez Trindade

Presidente da Sessão de Julgamento

Processo Administrativo Sancionador CVM nº 21/99

Indiciados: Bolsa de Mercadorias & Futuros – BM&F

Matrix Investimentos S.A. (sucessora de Matrix S.A. DTVM)

Roberto Ruhman, diretor da Matrix S.A. DTVM

Relator: Diretor Eli Loria

RELATÓRIO

Senhores Membros do Colegiado,

Trata-se de processo administrativo sancionador baseado em caso apresentado pela SMI - Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários e instruído pela SFI - Superintendência de Fiscalização Externa, contra a Bolsa de Mercadorias & Futuros – BM&F, Matrix S.A. DTVM e Roberto Ruhman.

O procedimento teve origem na detecção pela GMA-2 de três operações *day-trade* relevantes, durante o acompanhamento dos negócios realizados com contratos futuros de Ibovespa registrados na BM&F no pregão de 18/01/99.

De acordo com o relatório inicial, as três operações apresentavam características com indícios

comuns de serem pré-combinadas, realizadas tão-somente com a finalidade de gerar lucros e prejuízos previamente ajustados para as partes nelas envolvidas.

Com base nos indícios, o Presidente da CVM designou uma Comissão para a condução do referido IA, através da PORTARIA/CVM/PTE/Nº 068/99, de 18/05/99 (fls. 01). Em decisão de Reunião do Colegiado da CVM de 17/09/99 (vide extrato da Ata da Reunião do Colegiado Nº 31/99, às fls. 2.168) o prazo de instrução do IA foi prorrogado por 90 dias, ocorrendo nova autorização de prorrogação de mais 90 dias em 17/12/99, conforme extrato da Ata da Reunião do Colegiado Nº 40/99 (fls. 2.325). Em 28/12/99 a Comissão concluiu seus trabalhos com a apresentação do relatório (fls. 2.328 a 2.363), encaminhando em 25/01/00 os autos e o Relatório de Instrução ao Colegiado da CVM – MEMO/GFI-2/Nº004/00 (fls. 2.364).

A Comissão de Inquérito solicitou informações à BM&F, tanto com relação às listagens das operações sob investigação quanto em relação aos procedimentos por ela adotados durante o evento. Também obteve informações cadastrais e declarações de diversos participantes responsáveis pelas operações cursadas em 18/01/99, ou que de alguma maneira estiveram envolvidas nos procedimentos adotados pela bolsa durante o episódio.

O Relatório da Comissão de Inquérito, baseado principalmente em informações fornecidas pela própria BM&F, apurou que duas das três operações inicialmente detectadas não foram objeto de apregoação pública, sendo registradas pela bolsa somente em seus mapas de operações.

De acordo com a bolsa, a autorização para o registro desses negócios ocorreu em caráter excepcional, "dado o momento de elevada tensão nos mercados em decorrência das alterações da política cambial".

Cabe lembrar que em 13/01/99 foi instituído pelo BACEN um novo regime de banda cambial, alargando os limites inferiores e superiores da faixa de flutuação para as taxas de câmbio. Esses novos limites de oscilação tornaram-se uma barreira à negociação nos mercados futuros, pois na mesma data a cotação da moeda americana no mercado *spot* atingiu de imediato o limite superior da nova faixa de flutuação. A situação persistiu inclusive após 18/01/99, data em que foi comunicada a adoção da livre flutuação do câmbio, pois a BM&F manteve o controle de elevação gradual dos limites de oscilação dos contratos futuros de taxa de câmbio, como medida a reduzir a inadimplência dos detentores de posições.

Em função desses fatores, *"alguns comitentes buscavam reduzir ou encerrar suas posições através de negociações chamadas de 'balcão'"*. E para isso, como 'válvula de escape', também utilizaram os contratos futuros de Ibovespa, que excepcionalmente em 18/01/99 tiveram o limite de oscilação ampliado pela bolsa de 15% para 25%.

Ao descrever as características das duas operações registradas em 18/01/99 a BM&F demonstrou de que modo permitiu que ocorressem no recinto da bolsa, em seu segmento de pregão, formas de negociação somente admissíveis em mercados de balcão.

A bolsa ressaltou que *"o próprio Banco Central, no âmbito de sua competência, como órgão regulador desta entidade, solicitou, em face da situação emergencial vivida, que se utilizasse o mecanismo da liquidação através dos 'mapas de liquidação financeira' para que determinados comitentes, justificadamente, pudessem efetuar o registro de operações que reduzissem ou encerrassem suas posições"*. Adite-se a isto o fato dos negócios não terem cursado o pregão, nem terem sido inclusos nas estatísticas da bolsa, fato que evitou sua interferência na formação

dos preços do mercado ou na exibição de falsa imagem de elevação de liquidez. Nesse sentido, a bolsa teria apenas exercitado seu poder de auto-regulação, adotando "*um mecanismo que possibilitou uma solução aos participantes do mercado que estavam impedidos de se desfazerem de suas posições perdedoras e, por conseqüência, a solvência do sistema como um todo*".

Os depoimentos prestados por representantes da BM&F e dos intermediários participantes nesses negócios deixaram claro que a dispensa irregular da apreçoação pública e da transparência das operações no mercado sob jurisdição desta autarquia serviu apenas para que a BM&F pudesse criar uma solução transitória e particular, acessível apenas a determinados comitentes que dela tomaram conhecimento.

Os representantes das corretoras alegaram ter consultado a bolsa sobre a viabilidade do registro de negócios de clientes dispostos a se desfazerem de posições vendidas, mas tendo em vista as limitações de preços vigentes nos contratos futuros de taxa de câmbio não era possível com os instrumentos disponíveis.

Um dos corretores comentou que as diferenças existentes nos mercados futuros de câmbio poderiam ser acertadas através de operações de *day-trade* negativos no mercado futuro de índice Bovespa. O pleito foi encaminhado à superintendência geral, que, em reunião ocorrida em 18/01/99, autorizou operações nesses moldes. Condiçãoou-se que os negócios não cursassem pelo pregão, que fossem excluídos para efeitos estatísticos, que as garantias fossem depositadas no mesmo dia, e que a bolsa acompanhasse o registro das referidas operações, para certificar-se que os casos poderiam ser considerados especiais.

Essa decisão foi comunicada apenas às corretoras solicitantes e ao BACEN. Não houve comunicação ao mercado ou à CVM, órgão regulador responsável, à época, no âmbito da BM&F, somente pelo mercado de contratos futuros de Ibovespa.

À Comissão de Inquérito restou claro que as duas operações, que envolveram três corretoras e três investidores diferentes, não poderiam ser qualificadas como irregulares, não cabendo, portanto, qualquer responsabilização aos comitentes e intermediários que delas participaram. Isto porque o fato de terem ocorrido fora de pregão impediria sua caracterização como operações que tivessem infringido o disposto na Instrução CVM nº 08/79. Para tal, existiria o pressuposto da ocorrência de uma atuação regular por parte das bolsas, com o devido zelo pela transparência das operações efetuadas dentro de seus recintos, o que a Comissão entendeu não ter ocorrido com a BM&F no caso em questão.

O relatório concluiu responsabilizando a BM&F por descumprir norma disposta em seus Estatutos Sociais (art. 55, inciso XIII), além de desrespeitar o art. 12 de seu Regulamento de Operações. A responsabilidade do Superintendente Geral da BM&F à época dos fatos ficou excluída, em virtude de seu falecimento em 08/04/99.

Com relação à terceira operação, inicialmente incluída no IA por ter características semelhantes às duas primeiras, apurou-se, durante as investigações, e baseado mormente em correspondências da BM&F, que os negócios de *day-trade* envolvendo dois fundos administrados pela Matrix DTVM com contrato futuros de Ibovespa, também realizados naquele pregão de 18/01, não tiveram a mesma motivação que os demais.

As duas transações que compuseram o *day-trade* foram fechadas no pregão, segundo a bolsa,

sem interferência de terceiros, e realizadas entre os fundos Matrix K2 FIF e Matrix Beta CE, tiveram tratamento normal quanto a sua inclusão no boletim diário, não se confundindo com aquelas autorizadas para que comitentes pudessem complementar diferenças de preços decorrentes no mercado de dólar. O intervalo entre a compra e a venda que compôs o *day-trade* foi de 7 minutos, e envolveu 1.650 contratos, registrados com diferença de 350 pontos.

Como resultado, foi gerado um ganho de R\$1,73 milhão ao fundo Matrix Beta FRFCE e prejuízo equivalente ao fundo Matrix K2 FIF. O fundo Matrix Beta FRFCE tinha como único cotista o investidor não residente The Geo Summit Fund Ltd., enquanto o K2 era um fundo de varejo, com 257 cotistas naquela data.

Segundo declarou o responsável pela administração das carteiras dos fundos da Matrix, Sr. Roberto Ruhman, os negócios ocorridos no pregão de 18/01 "*foram operações normais realizadas, apenas, em um dia atípico de mercado*", e que realmente não tiveram por objetivo compensar diferenciais de preços de operações no mercado de câmbio.

A Comissão de Inquérito ampliou o período de investigação, e apurou a ocorrência de outras quatro operações simétricas de *day-trade* com contratos futuros de Ibovespa, sempre em prejuízo do fundo Matrix K2 FIF. Em todos os casos o beneficiado foi o Fundo Matrix Nuptse FRFCE, cujo único cotista era o mesmo The Geo Summit Fund.

Em função dessas características a Comissão concluiu que a Matrix DTVM, no exercício de sua função de administradora de carteira, além de não zelar para que as operações realizadas entre os fundos K2, Beta CE e Nuptse CE fossem eqüitativas, aproveitou-se de sua posição para colocar o fundo K2 em uma indevida situação de desequilíbrio, ao distribuir para o mesmo operações com cotações desvantajosas, causando-lhe um prejuízo de R\$2,17 milhões em benefício do The Geo Summit Fund, único cotista dos fundos de capital estrangeiro.

Matrix S.A. DTVM e seu diretor Roberto Ruhman foram responsabilizados por irregularidades de uso de práticas não eqüitativas – Instrução CVM nº 08/79, inciso I, alínea "d" – na distribuição de ordens entre os citados fundos. Também responsabilizou os intermediários RMC S.A. SC, a Stock Máxima S.A. CCV, a Link CM Ltda., e os respectivos diretores de operações em bolsa, Srs. Herique Freihofer Molinari, Eduardo Moraes de Carvalho e Daniel Cardoso Mendonça de Barros, como co-responsáveis pelo uso de práticas não eqüitativas no mercado futuro de Ibovespa.

O quadro a seguir totaliza, por comitente, as cinco operações apontadas pela Comissão de Inquérito, que demonstram os ganhos dos fundos Matrix Beta CE e Matrix Nuptse CE, e as perdas do Matrix K2:

| | | Matrix Beta CE | Matrix Nuptse CE | | | |
|----------------------------------|------------------|-----------------------|-------------------------|-----------------|------------------|------------------|
| Data | | 18/1/1999 | 8/4/1999 | 8/4/1999 | 21/5/1999 | 24/5/1999 |
| Ajuste <i>day-trade</i> (em R\$) | Matrix K2 | 1.732.500 | 94.500 | 105.000 | 52.500 | 186.300 |

| | | | | | |
|-------------------------|-------|-----|-----|-----|-----|
| Quantidade de contratos | 1.650 | 450 | 500 | 175 | 270 |
|-------------------------|-------|-----|-----|-----|-----|

Em 11/02/00 o processo foi sorteado e distribuído ao Diretor-relator Sr. Joubert Rovai (fls. 2.365), sendo redistribuído em 22/12/00 ao então Diretor-relator, Sr. Marcelo Fernandez Trindade (fls. 2.365).

Em 02/04/2002 o relator apresentou seu voto, e aprovou o Relatório da Comissão, com algumas retificações, a seguir resumidas. Com relação às operações dos fundos administrados pela Matrix DTVM, concordou com a existência de indícios de irregularidades na forma descrita pelo Relatório em exame, "*visto que deles (a Matrix DTVM e seu diretor responsável Roberto Ruhman) foram emanadas as ordens que culminaram em operações com características de prática não eqüitativa*". Adicionalmente à imputação de prática não eqüitativa, em referência às operações ocorridas entre janeiro e abril de 1999, acrescentou a ambos a imputação de violação do art. 10, incisos I, II e IV, e do art. 11, inciso IX, da Instrução CVM nº 82/88, com as responsabilidades de que trata o art. 12 da mesma Instrução. Para as operações cursadas em maio de 1999 a imputação de violação aos arts. 14, incisos I, II e IV, e ao art. 16 da Instrução CVM nº 306/99, com as responsabilidades de que tratam os arts. 17 e 18 da mesma Instrução.

Por outro lado, afastou as acusações de co-responsabilidade das intermediárias intervenientes naqueles negócios (idem para os respectivos diretores), por entender não restar comprovada, ou sinalizada por indícios veementes, a co-autoria da prática não eqüitativa praticada pelos investidores. Descartou, portanto, as imputações feitas pela Comissão à RMC S.A. SC, à Stock Máxima S.A. CCV, à Link CM Ltda., e aos respectivos diretores de operações em bolsa.

Com relação às operações relacionadas a gerar ajustes de operações com contratos futuros de câmbio, concordou com a não imputação de conduta indevida aos intermediários e comitentes, discordando, contudo, de seu fundamento. Observou que "*os comitentes e intermediários participaram de uma operação previamente discutida e autorizada pela BM&F que, como autoridade auto-reguladora, deu-lhes toda a certeza de regularidade, especialmente considerando a situação do mercado naquele momento*".

Já no que refere à atuação da BM&F no caso, o diretor-relator concordou em haver indícios mais do que suficientes para a imputação de conduta irregular. Conforme relatado, "*a decisão de autorizar a utilização do mercado futuro de Ibovespa, regulado e fiscalizado por esta autarquia, em operações cuja finalidade não tinha paralelo com a das operações normais daquele mercado, subvertendo sua natureza, deveria ter sido precedida de consulta à CVM*".

O entendimento do diretor-relator foi de que a conduta caracterizou provável infração à Resolução CMN nº1.645/89, item II (que alude ao item I). Sucintamente, a norma estabelece obrigações às bolsas de mercadorias e de futuros, quando da verificação de algumas hipóteses, da cientificação imediata à CVM das irregularidades verificadas e das medidas corretivas empreendidas, fato não ocorrido. Por fim, o voto não considerou que a BM&F tivesse descumprido o art. 55, inciso XIII, de seus Estatutos Sociais, nem o art. 12 do seu Regulamento de Operações, retificando a imputação feita à BM&F no Relatório da Comissão de Inquérito.

O Relatório de Instrução do IA CVM Nº 21/99 foi aprovado na Reunião do Colegiado nº14/02, de 02/04/02 (extrato da Ata e Voto do então Diretor-Relator Marcelo Trindade às fls.

2.382/2.400), tendo o Colegiado acompanhado o voto do diretor-relator.

As intimações, feitas em 12/07/2002 à Matrix S.A. DTVM (fls. 2.430 e 2.431), ao seu diretor Roberto Ruhman (fls. 2.432 e 2.433), e à Bolsa de Mercadorias & Futuros – BM&F (fls. 2.434), imputaram aos participantes, respectivamente, as seguintes infrações:

- À Matrix S.A. DTVM e ao Sr. Roberto Ruhman:
 - Infração à Instrução CVM nº 08/79, inciso I, alínea "d", por uso de prática não eqüitativa no mercado futuro de Ibovespa, causando prejuízos ao fundo K2 em benefício do The Geo Summit Fund, cotista dos fundos Beta CE e Nuptse CE;
 - Quanto às operações de janeiro a abril de 1999, violação ao art. 10, incisos I, II e IV, e ao art. 11, inciso IX, da Instrução CVM nº 82/88, com as responsabilidades de que trata o art. 12 da mesma Instrução;
 - Quanto às operações de maio de 1999, violação ao art. 14, incisos I, II e IV, e ao inciso VII do art. 16 da Instrução CVM nº 306/99, com as responsabilidades de que tratam os arts. 17 e 18 da mesma Instrução.
- À Bolsa de Mercadorias & Futuros – BM&F por infração à Resolução CMN nº 1.645/89, item II.

Em atendimento ao decidido pelo Colegiado da CVM, foi encaminhada em 05/09/02 à Secretaria da Receita Federal uma cópia do Relatório da Comissão de Inquérito do IA CVM Nº 21/99, para as providências cabíveis.

Os acusados foram regularmente intimados em 12/07/02. A Matrix Investimentos S.A., sucessora de Matrix S.A. DTVM, e o Sr. Roberto Ruhman apresentaram defesa em 23/09/02 (fls. 2.452 e 2.529). A Bolsa de Mercadorias & Futuros – BM&F apresentou defesa em 20/09/02 (fls. 2.545 a 2.589).

Em 18/10/02 a Matrix Investimentos S.A., sucessora de Matrix S.A. DTVM, apresentou sua proposta de Termo de Compromisso (fls. 2.591 a 2.594). A indiciada propôs a celebração de um Termo de Compromisso com a CVM, obrigando-se a produzir um documento (p.ex. uma cartilha) contendo princípios e recomendações de conduta em momento de crise, e a ela entregue para a utilização que julgar mais apropriada. Em 21/10/02 o Sr. Roberto Ruhman apresentou sua proposta de Termo de Compromisso (fls. 2.595), na qual declarou subscrever integralmente a proposta de Termo de Compromisso apresentada pela Matrix Investimentos S.A.

Em 06/03/03 a BM&F apresentou sua intenção de negociar a celebração de Termo de Compromisso (fls. 2.598 a 2.602). Apontou a bolsa, como elementos de sua proposta, a inclusão de cláusula no Termo que estabeleça que a BM&F, ao detectar quaisquer situações anormais de mercado que possam configurar infrações a normas legais ou regulamentares, ou que consubstanciem práticas não eqüitativas, modalidade de fraude ou de manipulação, assumiria a obrigação de comunicar o fato à CVM.

O Colegiado, no entanto, em reunião realizada em 03/11/04 indeferiu as propostas de celebração de termo de compromisso, em face da gravidade das acusações, por considerar que as propostas eram insuficientes e que as mesmas não atendiam aos objetivos da lei, restando

de pronto o exame das razões de defesa apresentadas.

DEFESAS

A Matrix Investimentos S.A., sucessora de Matrix S.A. DTVM, apresentou defesa tempestiva em 23/09/02 (fls. 2.453 a 2.528).

Preliminarmente, argumentou a indiciada que embora a Comissão de Inquérito tenha sido designada para apurar eventual ocorrência de irregularidades em operações realizadas na BM&F em 18/01/99, foram incluídas no rol de operações supostamente irregulares outras operações realizadas pela Matrix em 18/04/99, e em 21 e 24/05/99. Ou seja, teria a Comissão extrapolado os limites que lhe foram conferidos, "*ao não se confirmar qualquer irregularidade*" na operação de 18/01, "*pôs-se a solicitar mais informações à BM&F*", exclusivamente sobre os fundos da Matrix, quando constatou ter havido novas operações nos meses de abril e de maio de 1999. "*Com isso, construiu um argumento supostamente convincente de irregularidade*".

Também foi destacado o fato do relatório da Comissão aprovado pelo Colegiado ter excluído as duas outras operações de 18/01/99, que foram confessadamente realizadas para viabilizar acordos pré-combinados, e não levaram à responsabilização de nenhum dos comitentes ou das corretoras envolvidas, mas tão somente da BM&F.

Alegou a indiciada que as operações por ela realizadas em 18/01/99 não podem ser consideradas operações não-equitativas, por não ter havido qualquer desigualdade ou desequilíbrio entre as partes. Aquele pregão teria sido um dia atípico de mercado, e a BM&F teria previamente examinado e aprovado as operações apregoadas pela Matrix. Argumentou que todas as operações atenderam aos requisitos legais a elas aplicáveis, não podendo ser confundidas com operações irregulares.

Comentou o fato de que, apesar das perdas havidas pelo fundo, o K2 ter sido um dos mais rentáveis da categoria naquele período, e que o mesmo tinha um perfil agressivo, que "*o quotista assume todos os riscos decorrentes da política de investimentos adotada pelo K2, ciente da possibilidade de realização de operações que coloquem em risco o patrimônio do K2*", na forma do regulamento. Relatou que o valor da cota do fundo K2 no início de jan/99 era de R\$1.801,89, e ao fim de 1999 a cota passou a valer R\$2.842,09.

Quanto aos fundos estrangeiros Matrix Beta CE e Matrix Nuptse CE, confirmou que se tratavam de fundos exclusivos cujo único cotista era o não residente The Geo Summit Fund, que informou ter cotas pulverizadas nas mãos de 260 investidores.

Apresentou o argumento que não se pode considerar uma operação irregular apenas pelo *day-trade* ter movimentado um número elevado de contratos, por ser uma operação direta, e por ter sido realizada com uma diferença de pontos elevada e, em relação ao fato da Comissão ter concluído que as operações em questão "*estavam fora da média das demais operações, tanto no que se refere ao volume de contratos negociados, quanto no que se refere às cotações praticadas*", a indiciada argumentou que quando há valores extremos, como é o caso do mercado de derivativos, a média, na forma proposta pela Comissão, é uma medida distorcida dos valores da amostra, e que "*não serve de prova de que uma ou outra cotação estava 'fora da média'*".

Considerou que a suposta incompatibilidade definida pela Comissão como inverídica, pois ainda

que houvesse uma média estatisticamente válida, seria necessário verificar se a diferença entre tal média e a cotação dos negócios da Matrix foi estatisticamente relevante, o que não foi feito no caso.

Relatou que em 18/01 a diferença do *day-trade*, de 350 pontos (margem de 4,82%), foi compatível com a volatilidade de 8,3% no mercado naquele pregão. E que, se fossem tão incompatíveis, teriam ocorrido interferências do mercado, o que não ocorreu.

Citou o fato da BM&F ter informado, em seu depoimento sobre as operações de 18/01/99, *"ho que tange às operações realizadas entre o fundo Matrix Beta CE e o fundo Matrix K2 FIF, a bolsa esclareceu que tais operações foram efetuadas através de negócio fechado em pregão, ... esses negócios foram submetidos a leilão, sem interferência, ... e ..., de acordo com a bolsa, na ocasião da realização desses day-trade, todos os elementos dos negócios foram revistos, não se detectando, contudo, qualquer indício de irregularidade"*.

Também argumentou que a análise contextualizada dos fatos leva a conclusão de que não houve nem é possível pretender-se falar em conluio, simulação, desequilíbrio ou desigualdade do fundo K2 nas operações realizadas em 1999.

Concluiu ter evidenciado que as operações dos pregões de 18/01, 08/04, 21/05 e 24/05/99 são inatacáveis, por terem cumprido rigorosamente a praxe de mercado e todas as normas a elas aplicáveis, inclusive as de auto-regulamentação, e requereu julgar improcedente a acusação da Comissão.

O Sr. Roberto Ruhman apresentou defesa em 23/09/02 (fls. 2.530 a 2.544). Utilizou as mesmas argumentações adotadas pela Matrix, reforçando a incoerência das acusações à administradora de recursos e a ele, visto que as corretoras intermediárias dos negócios suspeitos foram afastadas de qualquer acusação de irregularidade.

Com relação a sua atuação como administrador de recursos de terceiros, ponderou que atuou com a cautela e diligência que lhe foi exigido. Assim, o fato do K2 ser um fundo agressivo, cujo regulamento trazia, inclusive, previsão de perda do patrimônio total em decorrência de operações de risco, rebate a acusação de ter havido desrespeito aos limites autorizado ao administrador, e que o fundo tenha incorrido em riscos que não tivessem sido previstos.

Declarou também que a relação fiduciária entre os cotistas do K2 FIF e a Matrix não foi danificada após o evento, em vista dos bons resultados obtidos pelo fundo. Em função do regulamento do fundo prever a remuneração de uma taxa de performance mensal de 20% sobre o que ultrapassasse o CDI no mesmo período, argumentou o Sr. Ruhman que havia um incentivo de o administrador conseguir melhores rentabilidades, e não fazia sentido causar perdas ao fundo, pois estaria contrariando seu próprio interesse.

De acordo com a defesa, restou comprovado que não houve a prática de qualquer ilícito pelo indiciado, e requereu seja julgada improcedente a acusação, arquivando-se os autos.

A Bolsa de Mercadorias & Futuros – BM&F apresentou defesa em 20/09/02 (fls. 2.545 a 2.589). Esclareceu as condições e os procedimentos adotados à época dos fatos, citando de pronto que entende não ter infringido os termos do item II da Resolução CMN nº 1.645/89.

Citou ter comunicado as medidas adotadas ao Banco Central, regulador do mercado de dólar futuro, no qual as providências causariam efeitos. Destacou também que teria prestado

esclarecimentos sobre os procedimentos na pessoa do então diretor da CVM Sr. Leonardo Brunet Mendes de Moraes.

Argumentou que a instabilidade vivida na crise cambial ocorrida em janeiro de 1999 e a existência de limites de oscilação nos mercados futuros criaram uma situação em que investidores viram-se impedidos de reduzir ou encerrar suas posições nos mercados de dólar. Em vista disso, a BM&F e o BACEN autorizaram a realização de negociações *ex-pit*, ou seja, fora dos pregões da bolsa, nos quais ficariam pactuados os preços e as condições em que as posições seriam encerradas, de forma voluntária para as partes envolvidas.

O BACEN teria solicitado e acompanhado tais procedimentos, neles não tendo verificado nenhuma irregularidade. Também ressaltou que o mercado de Ibovespa, onde parte das operações *ex-pit* cursaram, não foi afetado ou sofreu qualquer interferência na formação de preços, e a bolsa se cercou de todos os cuidados para o registro das operações, não se criando nenhuma *"situação anormal"* de qualquer natureza.

Ressaltou que os Estatutos Sociais previam que a bolsa estabelecesse *"procedimentos especiais para quaisquer operações efetuadas nos pregões da bolsa, bem como para as liquidações física e financeira dos contratos negociados e em aberto"*. As medidas tomadas estariam entre os procedimentos especiais possíveis para liquidar posições em aberto.

Também alegou que o fato que determinaria a obrigatoriedade de comunicar as providências tomadas à CVM seria que o *"objeto da ocorrência"* fosse um valor mobiliário, nos termos da lei, e que as ocorrências que demandavam pronta atuação da BM&F tinham como *locus* o mercado de dólar futuro, que era regulamentado à época exclusivamente pelo Banco Central do Brasil.

Acrescentou, por fim, que o mercado futuro de Ibovespa não sofreu efeitos, diretos ou indiretos, em razão das medidas tomadas, não havendo se afigurado necessária uma comunicação formal à CVM.

Ademais, aditou *"o fato de que houve o envolvimento da autoridade auto-reguladora – a BM&F, mas não da CVM, na administração e solução da crise"*, e citou que *"a reflexão e os questionamentos que merecem ser feitos, sob o ponto de vista de proteção do mercado investidor, estão relacionados ao comportamento que se espera dos agentes de mercado em momentos como aquele de janeiro de 1999, e o que pode ser feito para minimizar os riscos inerentes a tais situações, sem que se condene injustificadamente operações legítimas, realizadas num momento de grande pressão, alta volatilidade e informação insuficiente, e tampouco que se permita que operações irregulares sejam realizadas sob o (então falso) pretexto da atipicidade"*.

Em 02/12/04 a Bolsa de Mercadorias & Futuros – BM&F aditou suas razões de defesa indicando ser a atual estrutura de mercado diversa daquela que vigia em 1.999 com a implantação de diversos novos controles. Destacou a aprovação do Código de Ética dos participantes do mercado da BM&F, em 22.10.03, e a regulamentação dos procedimentos de inquérito e de processo administrativo, bem como com a adoção de critérios patrimoniais mais rigorosos e de novas regras de *compliance*.

Acrescenta, por fim, ter sido ampliado o fluxo de informações entre as diversas áreas da BM&F e a CVM, tanto no pronto atendimento das demandas da CVM quanto pelo envio espontâneo de informações.

É o Relatório.

Rio de Janeiro, 9 de dezembro de 2004.

Eli Loria

Diretor-Relator

Processo Administrativo Sancionador CVM n° 21/99

Indiciados: Bolsa de Mercadorias & Futuros – BM&F
Matrix Investimentos S.A. (sucessora de Matrix S.A. DTVM)
Roberto Ruhman, diretor da Matrix S.A. DTVM
Relator: Eli Loria

VOTO

Senhores Membros do Colegiado:

O primeiro aspecto a ser examinado no presente processo administrativo sancionador envolve a materialidade das operações praticadas na BM&F com contratos futuros de IBOVESPA. Com efeito, não se discute mais se tais operações ocorreram ou não, listadas que se encontram nos autos, tendo sido analisadas com detalhe.

A CVM, em sua atividade rotineira de fiscalização, identificou na lista de negócios do pregão de 18/01/99 dois *day trades* que por si só não eram justificáveis, e que não sofreram o tratamento esperado de qualquer operação de bolsa pois: (i) não foram apregoados; (ii) não seguiram os preços vigentes no momento de seu registro nos mapas de negociação; e, (iii) trouxeram ajustes elevadíssimos para os padrões do mercado futuro de Ibovespa.

Ao permitir o registro de negócios no mercado de Ibovespa futuro com a finalidade única de acertar o encerramento de contratos de dólar futuro, que não estavam sob a jurisdição da CVM, a bolsa legalizou uma situação sobre a qual não tinha total autonomia.

Mesmo alegando que os *day trades* não cursaram o pregão viva-voz, e que desta forma não alteraram as condições de preço, a BM&F subverteu a natureza do mercado de Ibovespa futuro. Ouviu apenas a instituição reguladora do mercado onde os problemas primários ocorreram – o Banco Central do Brasil, mas dispensou a manifestação de qualquer ciência e autorização da instituição reguladora do mercado onde as operações extraordinárias foram registradas – a Comissão de Valores Mobiliários.

O citado procedimento não cuidou simplesmente da liquidação financeira de contratos em aberto no mercado de dólar, como alegou a bolsa, mas sim de duas negociações inteiras de *day trades* no mercado futuro de índice. Foram estes negócios que se tornaram excepcionais, em vista da peculiaridade de terem sido registrados fora de pregão e com resultados pré-acertados.

No caso, a BM&F utilizou uma previsão de seus Estatutos Sociais para prevenir e corrigir uma

situação anormal de mercado de dólar futuro, mas para tal utilizou-se do mercado de Ibovespa futuro, que é um índice referenciado em valores mobiliários e, portanto, sujeito ao regime da Lei nº 6.385/76 e à supervisão da CVM.

No entanto, em relação a esse episódio, deve-se levar em consideração o ambiente de risco cambial vivido naquele período de janeiro de 1999.

Verifico que a BM&F, em sua correta percepção de que todo e qualquer risco devesse ser minimizado, adotou algumas medidas que entendeu mais adequadas. As decisões foram tomadas consultando-se alguns intermediários, alguns participantes, e em última instância o Banco Central do Brasil, que não se opôs à solução encontrada. Além disso, a BM&F também apresentou esclarecimentos a um diretor da CVM à época, ainda que verbalmente.

Pelo exposto, entendo que a não formalização pela BM&F de comunicação a CVM das medidas corretivas empreendidas foi plenamente justificada, considerando as circunstâncias excepcionais do momento de crise por que passava o mercado, fruto do novo regime de banda cambial instituído, e não caracterizou, no meu entender, infração ao disposto no inciso II da Resolução CMN nº 1.645/89.

Ainda no processo em julgamento, a Comissão de Inquérito apontou sete operações que entendeu terem sido realizadas de forma irregular. Duas delas seguiram a finalidade até aqui discutida. Os demais cinco *day trades* foram realizados em nome de fundos de investimentos administrados pela Matrix DTVM, atual Matrix Investimentos.

Cumprir destacar, de início, que a sistemática de identificação dos investidores participantes de negócios na BM&F possuía, à época, características particulares, dentre as quais a possibilidade de identificação dos comitentes finais após o término das operações no pregão.

Assim, a identificação nas transações na bolsa não ocorre simultaneamente à execução das operações em pregão. Daí conclui-se que numa determinada operação simétrica de *day trade* que envolva dois investidores, é possível se "escolher" a ponta ganhadora e a ponta perdedora do negócio, desde que se tenha discricionariedade sobre as posições desses dois investidores.

Tal "ponta ganhadora" poderia ser determinada a partir do comportamento do mercado. O ganho auferido em tais operações seria determinado pela oscilação dos preços do contrato ocorrida entre os negócios do *day trade*, não sendo necessário sequer o encerramento do pregão para a determinação desse valor. Ao ganhador caberiam os melhores negócios, e ao perdedor os piores.

A primeira operação de *day trade* realizada pelos fundos Matrix K2 e Matrix Beta CE foi citada na própria proposta de abertura de inquérito, e ocorreu em 18/01/99. A decisão da Comissão de Inquérito em estender o período de avaliação dos fundos da Matrix para o período de janeiro a junho de 1999 mostrou-se acertada, pois identificou a mesma sistemática em diversas outras ocasiões, e eliminou a justificativa de que as estratégias dos fundos administrados pela Matrix foram coincidentemente opostas somente no pregão de janeiro, e que tenham sido contrapartes eventuais na BM&F. Também concluiu-se que o *day trade* do dia 18 de janeiro não serviu para acertar o encerramento de posições detidas nos mercados futuros de dólar, como foram os casos das outras duas operações acima discutidas.

Apesar de administrar e gerir fundos com cotistas e objetivos diversos, as cinco operações de

day trade identificadas no relatório da comissão de inquérito deixaram claro que a Matrix se valeu do poder discricionário do qual possuía para transferir resultados da ordem de R\$2,17 milhões do fundo Matrix K2 FIF, cujos cotistas eram investidores brasileiros, para os fundos Matrix Beta CE e Matrix Nuptse CE, cujo cotista único era o estrangeiro The Geo Summit Fund.

As justificativas dadas pelos administradores, de o K2 ter sido um dos mais rentáveis de sua categoria e de seus cotistas terem assumido os riscos de implantação de estratégias de alto risco, não explicam os motivos que levaram a Matrix a efetivar cinco *day trades* diretos entre as partes, sempre trazendo benefícios a um fundo em detrimento da rentabilidade do outro. Apenas reforçam a tese de que os cotistas do fundo K2 não tiveram condições de verificar o ocorrido, pois o total de ganhos da carteira ao longo dos meses encobriu a perda dos R\$2,17 milhões.

O simples fato da Matrix ter fechado os contratos em operações diretas já pressupõe que as partes não tinham interesse em correr os riscos de mercado. Ao abrir uma ordem de compra simultaneamente a uma ordem de venda, em mesma quantidade e preço, num mesmo instante, e reverter tais posições mais adiante, num mesmo instante e em quantidades idênticas às iniciais, restou demonstrada a nítida intenção de se transferir recursos de um investidor para o outro.

Certo é que a regra da BM&F obriga a que operações diretas sejam submetidas a leilão mas também é certo que as operações sendo realizadas ao preço praticado pelo mercado levam a não haver interferência. Ademais, é preciso considerar que as características do contrato futuro de IBOVSPA são bastante diferentes das de uma ação negociada em bolsa, em especial quanto ao fato de que a quantidade de ações emitidas é limitada, enquanto os contratos futuros podem ser criados *ad infinitum*. Assim, os conceitos utilizados para análise das negociações de ações em bolsa de valores devem ser relativizados quando se estuda a negociação de derivativos, no caso na BM&F.

Assim, para a consecução de seus objetivos, as partes não dependeram do preço vigente, e nem precisaram forçar sua alteração, pois o que se pretendia era o encerramento do *day trade*. A condição ideal era a de que o preço de abertura do *day trade* fosse diferente do de fechamento, para viabilizar a transferência do recurso. E quanto maior a diferença de preços, maior a volatilidade durante o pregão, mais efetivos foram os resultados obtidos.

Em vista da faculdade que o administrador tinha de especificar os beneficiários de cada negócio ao término do pregão, é óbvio inferir que a Matrix deu um tratamento diferenciado às partes, e colocou em posição de desequilíbrio o fundo local, em benefício do fundo com cotista estrangeiro. O fato dos negócios terem sido realizados a preços correntes de mercado, sem sofrer interferência de terceiros, seguindo as regras de mercado dispostas pela bolsa, não conferem às referidas operações o cunho de legalidade alegada na defesa. Apenas uma análise *a posteriori* poderia trazer tal afirmação. E não é o que concluo verificando a repetição e a frequência com que os *day trades* ocorreram entre as partes, sempre com vantagens para o fundo com cotista estrangeiro.

O fato de que todas as operações tenham sido diretas e o fato dos fundos não carregarem posição anterior acentua a convicção de que aqueles negócios foram abertos para serem encerrados no mesmo pregão. Daí, concluo que a ação do administrador de recursos, tendo conhecimento prévio da identificação de ambas as pontas das operações, foi de direcionar as especificações de modo a produzir lucro para um fundo e prejuízo para outro, independente de

quaisquer outros fatores, mesmo tendo sido cumpridos todos os termos formais dos negócios, caracterizando a realização de práticas não eqüitativas adotadas pelo administrador dos fundos.

Além disso, ao distribuir resultados entre as partes, o administrador deixou de desempenhar suas atribuições de forma adequada e, portanto, de atingir os objetivos dos titulares da carteira, e utilizou práticas que prejudicaram os cotistas, e provavelmente passaram despercebidas por estes. Ao causar prejuízos propositais aos cotistas do Fundo K2, o administrador negligenciou os interesses dos titulares da referida carteira e possibilitou a transferência de recursos em operações entre os fundos.

Por todo exposto, em observância ao artigo 11 da Lei nº 6.385/76, Voto no seguinte sentido:

1. absolver a Bolsa de Mercadorias & Futuros – BM&F, da imputação de infração à Resolução CMN nº 1.645/89, item II.
2. à Matrix S/A DTVM, atual Matrix Investimentos S/A, e ao Sr. Roberto Ruhman:
 - a. por infração à Instrução CVM nº 08/79, inciso I, alínea "d", por uso de prática não eqüitativa no mercado futuro de Ibovespa, causando prejuízos ao fundo K2 em benefício do The Geo Summit Fund, cotista dos fundos Beta CE e Nuptse CE, à pena de multa pecuniária respectivamente no valor de R\$500.000,00 e de R\$50.000,00;
 - b. por violação ao art. 10, incisos I, II e IV, e ao art. 11, inciso IX, da Instrução CVM nº 82/88, com as responsabilidades de que trata o art. 12 da mesma Instrução, quanto às operações de janeiro a abril de 1999, e por violação ao art. 14, incisos I, II e IV, e ao inciso VII do art. 16 da Instrução CVM nº 306/99, com as responsabilidades de que tratam os arts. 17 e 18 da mesma Instrução, quanto às operações de maio de 1999, à pena de multa pecuniária, respectivamente no valor de R\$300.000,00 e de R\$30.000,00.

É o meu Voto.

Rio de Janeiro, 9 de dezembro de 2004.

Eli Loria

Diretor-Relator

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR

CVM Nº 21/99

Declaração de voto do Diretor Wladimir Castelo Branco Castro, na Sessão de Julgamento do dia 09 de dezembro de 2004.

Senhor presidente, eu acompanho o voto do Diretor-relator.

Wladimir Castelo Branco Castro

DIRETOR

Declaração de voto do Diretor Sergio Weguelin na Sessão de Julgamento do dia 09 de dezembro de 2004.

Senhor presidente, eu também acompanho o voto do Diretor-Relator.

Sergio Weguelin

DIRETOR

Declaração de voto da Diretora Norma Jonssen Parente na Sessão de Julgamento do dia 09 de dezembro de 2004.

Senhor presidente, eu também acompanho o voto do Diretor-Relator.

Norma Jonssen Parente

DIRETORA

Declaração de voto do Presidente Marcelo Fernandez Trindade, na Sessão de Julgamento do dia 09 de dezembro de 2004.

Eu também acompanho o voto do Diretor-Relator e proclamo o resultado do julgamento na forma do seu voto, informando ao indiciado absolvido que a CVM interporá recurso de ofício de sua decisão ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional e aos indiciados punidos que poderão interpor recurso, no prazo regulamentar, ao mesmo Conselho.

Marcelo Fernandez Trindade

Presidente