

**SESSÃO DE JULGAMENTO DO
INQUÉRITO ADMINISTRATIVO CVM Nº 35/98**

Interessados:

Alexandre Koch Torres de Assis
Merrill Lynch Dtm (atual Banco Merrill Lynch S.A)
Merrill Lynch Capital Markets PLC
Orestes Alves de Almeida Prado
Citibank Dtm S/A

Ementa :Contrato futuro de índice Ibovespa. Operação de "hedge". Liquidação, no vencimento, de posição detida por investidor atuando nos termos do Regulamento anexo IV à Resolução CMN nº 1289/87 com carteira de ações de composição semelhante à do Ibovespa, bem como, atuando como investidor direto, detentor de contratos futuros de índice de valor semelhante ao da carteira de ações por ele detida na qualidade de investidor Anexo IV. Forte pressão vendedora no mercado à vista. Queda do Ibovespa. – Não utilização de qualquer artifício ou intenção de provocar queda da cotação Ibovespa, induzindo terceiros a negociá-los. Absolvição.

Decisão : Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores decidiu **absolver** os interessados da acusação de manipulação de preços em negócios realizados na Bolsa de Valores de São Paulo, em 13/02/97, data de vencimento do contrato futuro de índice FEV 7, quando a Merrill Lynch Capital Markets PLC, para liquidar posição no mercado futuro, vendeu ações por ela detidas na qualidade de investidor anexo IV, no mercado à vista, na última meia hora do pregão, quando era definido o valor de liquidação financeira dos contratos futuros. A absolvição decorreu da ausência dos elementos caracterizadores da manipulação de preços.

O Colegiado ressaltou que embora ausentes no presente caso os elementos caracterizadores da manipulação de preços, operações semelhantes às que constituíram o objeto deste inquérito poderão ser passíveis de punição por parte da CVM, em razão da tipicidade de que possam vir a se revestir.

A CVM oferecerá recurso de ofício ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, nos termos do inciso II do artigo 9º do Anexo ao Decreto nº 1.935, de 20.06.96, de sua decisão de absolver os interessados.

Estiveram presentes à sessão de julgamento os Diretores Joubert Rovai, Relator, Durval José Soledade Santos, e o Presidente, José Luiz Osorio de Almeida Filho.

Rio de Janeiro, 21 de setembro de 2000.

**JOUBERT ROVAI
RELATOR**

**JOSÉ LUIZ OSORIO DE ALMEIDA FILHO
PRESIDENTE**

INQUÉRITO ADMINISTRATIVO CVM Nº 35/98

Interessados:

Alexandre Koch Torres de Assis
Citibank Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S/A
Merrill Lynch Capital Markets PLC
Merrill Lynch Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários
A Orestes Alves de Almeida Prado

RELATÓRIO**RELATOR : Diretor Joubert Rovai****I. Da Origem do Inquérito**

1. O Inquérito Administrativo em epígrafe foi instaurado para "apurar a eventual ocorrência de irregularidades nos negócios efetuados na BOVESPA e na BM&F, por conta de Merrill Lynch Capital Markets PLC e de Merrill Lynch D.T.V.M. S/A, no pregão de 13.02.97".

2. Conforme Relatório de Análise n.º 024/97 (fls. 23 a 36), datado de 30 de abril de 1997, da Gerência de Acompanhamento de Mercado de São Paulo (GMA-SP), em 13 de fevereiro de 1997, data do vencimento do contrato de IBOVESPA futuro FEV 7 na BM&F, fora observado um movimento muito grande na Bovespa, na última meia hora do pregão, em relação à maioria dos papéis que compõem a carteira do índice, em negócios realizados por diversas corretoras.

3. Tal movimento, segundo o referido Relatório, fizera com que o IBOVESPA, que até às 16:59 hs. apresentava uma oscilação positiva de 2,68%, apresentasse, às 17:22 hs., uma oscilação negativa de 2,02% em relação à abertura.

4. Em função dessa oscilação, a CVM solicitou à Bovespa e à BM&F que enviassem relatórios conclusivos acerca da situação, citando os principais comitentes envolvidos e suas operações.

5. Do relatório enviado pela Bovespa (fls. 57 a 65), em 19 de fevereiro de 1997, constam as seguintes conclusões:

- não foi constatado comportamento irregular por parte das corretoras envolvidas, quer na compra, quer na venda;
- não foi constatada concentração ou anormalidade em relação às contrapartes;
- ficou claro que o comportamento do índice, na última meia hora do pregão do dia 13 de fevereiro de 1997, deveu-se a substancial pressão vendedora exercida por um investidor, no caso Merrill Lynch Capital Markets PLC, investidor constituído nos termos do Regulamento Anexo IV à Resolução n.º 1.289/87, do Conselho Monetário Nacional.

6. A BM&F, em seu relatório (fls. 66 a 70), no tocante à ocorrência de expressivo volume de operações com ações, à vista, no pregão da Bovespa, a partir das 17:00 hs. do dia 13 de fevereiro de 1997, principalmente as relacionadas às vendas a vista de comitentes também detentores de posições vendidas no mercado futuro de IBOVESPA, teceu as seguintes considerações:

- um detentor de carteira de ações que esteja vendido no mercado futuro de índice e leva a posição a futuro para ser liquidada contra o índice de liquidação, se for se desfazer da carteira de ações o fará, pela lógica, durante o intervalo de tempo a ser computado no cálculo do índice de liquidação do contrato futuro;
- posições enquadradas no disposto acima tendem a impactar o volume de negócios à vista na última meia hora do pregão da Bovespa;
- parece ter sido esta a forma de atuação da Merrill Lynch no mercado à vista da Bovespa, ao contrário de sua atuação na BM&F, em que esteve ausente do mercado futuro após as 17:00 hs;
- o comitente comprado à vista em ações e vendido a futuro também pode sair da posição à vista de ações vendendo-a ao longo do pregão. Nesse caso, a posição a futuro normalmente também é revertida ao longo do pregão, acompanhando a reversão da carteira de ações. Esse procedimento é mais trabalhoso, porém chega a resultado semelhante.

7. Ainda nos termos do Relatório de Análise n.º 024/97, em função de não ter restado totalmente esclarecida a estratégia envolvida na negociação do comitente Merrill Lynch Capital Markets PLC, o envolvimento da carteira própria da Merrill Lynch S/A DTVM nas operações realizadas no dia 13 de fevereiro de 1997 e a participação das corretoras envolvidas nas vendas das ações por ordem e conta de Merrill Lynch Capital Markets PLC, fora solicitado pela CVM, em 25 de fevereiro de 1997, à BM&F, Bovespa e BVRJ, a relação de todas as operações envolvendo aquele investidor e a citada Distribuidora, no período de 18 de dezembro de 1996 a 17 de fevereiro de 1997, bem como a identificação das contrapartes.

8. Concluiu a referida Análise, a partir dos dados fornecidos pelas bolsas, que:

- aparentemente a estratégia adotada pela Merrill Lynch Capital Markets PLC foi a de um financiamento, resultante da compra de uma carteira que simula a variação do IBOVESPA, associada a uma venda equivalente de contratos futuros de índice;
- Merrill Lynch Capital Markets PLC, investidor estrangeiro constituído nos termos do Regulamento Anexo IV à Resolução CMN n.º 1.289/87, administrado pela Citibank Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S/A (Citibank DTVM S/A), cujo titular da conta coletiva é Merrill Lynch Pierce, Fenner & Smith Incorporated, deve ter realizado operações com contratos futuros na BM&F através de outra forma jurídica, pois desde 1995 está vedada a participação de investidores estrangeiros em mercados derivativos;
- não ficou clara a distinção entre as diferentes contas do citado investidor estrangeiro;
- a participação da Merrill Lynch S/A DTVM consistiu, basicamente, na intermediação de compras e vendas de títulos pela Merrill Lynch Capital Markets PLC e, apesar de ter realizado vendas de ações que compunham, então, a carteira do IBOVESPA, parece não ter afetado a variação deste índice de forma determinante;
- não foi possível identificar se a forma de negociação utilizada pelas corretoras, na última meia hora do pregão do dia 13 de fevereiro de 1997, apresentou indícios de irregularidade e se algum dos participantes se beneficiou com as grandes oscilações ocorridas, pois os dados enviados pelas bolsas referiram-se exclusivamente a negociações realizadas pela Merrill Lynch Capital Markets PLC e pela Merrill Lynch S/A DTVM.

9. Em 21 de julho de 1997, foi elaborado o Relatório de Análise n.º 041/97 (fls. 38 a 40), da Gerência de Acompanhamento de Mercado de São Paulo (GMA-SP), com o intuito de esclarecer os pontos pendentes apontados no Relatório de Análise n.º 024/97.

10. Concluiu aquele Relatório que Merrill Lynch Capital Markets PLC operou na Bovespa, na BVRJ e na BM&F através de duas formas jurídicas distintas. No mercado à vista, na Bovespa e na BVRJ, teria negociado através da Merrill Lynch S/A DTVM, com os benefícios e regras atinentes aos investidores estrangeiros constituídos nos termos do Regulamento Anexo IV. No que diz respeito ao mercado de derivativos, inacessível a tais investidores estrangeiros, no período em questão, Merrill Lynch Capital Markets PLC aplicou recursos através dos procedimentos previstos na Circular n.º 2.677/96.

11. Tendo em vista a atuação do investidor Merrill Lynch Capital Markets PLC, no período de dezembro de 1996 a fevereiro de 1997, as conclusões apontadas no Relatório de Análise n.º 041/97 foram as seguintes:

- as operações nos diversos mercados só fariam sentido se agregadas numa mesma carteira as operações do Anexo IV e do investidor direto;
- a estratégia do investidor teria sido a de financiamento, com a compra de carteira à vista de ações que compõem o IBOVESPA, através do Anexo IV, associada à venda de contratos futuros de IBOVESPA na BM&F, através do investidor direto, em quantidades equivalentes;
- seria difícil precisar se o objetivo foi tão somente a operação de financiamento, pois já existiam posições anteriores na carteira do investidor estrangeiro;
- as operações do referido investidor nos diversos mercados consistiram em compras e vendas de montantes próximos, ou seja, as vendas efetuadas no mercado à vista foram compensadas com compras (ou liquidação das posições vendidas) nos mercados derivativos, sendo coerente a forma de desmontagem da operação;
- as vendas realizadas na última meia hora do pregão do dia 13 de fevereiro de 1997, na Bovespa, foram em volume acima da média diária negociada para a maioria dos papéis, tendo sido cumpridos os procedimentos de leilão previstos na Instrução CVM n.º 168/91.

12. A CVM, através de correspondência datada de 19 de setembro de 1997, solicitou à *Securities and Investment Board (SIB)* providências para obter esclarecimentos junto à Merrill Lynch Capital Markets PLC, especificamente sobre os seguintes itens (fls. 224 a 228):

- objetivo das operações objeto do presente Inquérito;
- se tais operações são consideradas infração às políticas de *compliance* internas do referido investidor, relativas a procedimento e ética nos negócios;
- se cada uma das sete Corretoras que intermediaram as operações estava ciente de que as outras seis estavam também executando ordens de venda transmitidas por aquele investidor;
- se foi utilizado algum serviço de consultoria financeira no Brasil, para auxiliar tais operações; e,
- se foram adotados quaisquer procedimentos em relação aos fatos narrados.

13. Como Merrill Lynch Capital Markets PLC é autorizado pela *Securities and Futures Authority*, a *SIB* solicitou permissão à CVM para passar àquele órgão a solicitação que fora dirigida (fl. 230).

14. A *Securities and Futures Authority* enviou correspondência ao referido investidor institucional, solicitando as informações requeridas pelo órgão regulador brasileiro (fls. 233 e 234).
15. Foram, então, fornecidas pela Merrill Lynch as informações sintetizadas abaixo (fls. 235 e 236, traduzidas às fls. 486 a 506).
16. Merrill Lynch Capital Markets PLC detinha uma posição de aproximadamente US\$ 250 milhões, composta exclusivamente de ações integrantes do IBOVESPA, a qual estava protegida por uma posição vendida correspondente a 10.255 contratos futuros de índice. A intenção era "rolar" as posições futuras. Todavia, a mesa de operações somente foi capaz de fazê-lo em relação a 1.100 contratos. Dadas as condições do mercado, foi decidido que seria melhor encerrar a posição, a rolá-la em termos irrealistas. Isto implicaria na liquidação da posição à vista. Eis a razão das ordens de venda.
17. Para que o investidor não incorresse em prejuízo, seria necessário vender as ações aos mesmos níveis de ajuste dos contratos futuros, isto é, na última meia hora do pregão.
18. Esclareceu, ainda, que usualmente as corretoras não são informadas acerca de outras que estão executando ordens para Merrill Lynch. Todavia, por saberem que as ordens foram dadas contra o vencimento, teria ficado claro a cada uma das Corretoras que outras estariam negociando ações que não lhes foram designadas, embora tal não tivesse sido dito explicitamente.
19. Apenas as sete Corretoras mencionadas teriam participado das operações.
20. Segundo Merrill Lynch, as operações foram realizadas de acordo com as normas e a estratégia adotada foi a de proteger a posição da maneira mais econômica.
21. Finalmente, foi esclarecido que não houve intenção de influenciar o mercado e que, se tivesse havido contrapartes dispostas a pagar preços realistas pelos contratos futuros, teriam eles sido "rolados". Na ausência de tais contrapartes, deu-se a venda das ações e, em razão da forma de cálculo do preço de liquidação, ela teve que acontecer em um curto espaço de tempo.
22. Foram feitas consultas a órgãos reguladores americano e australiano, acerca dos procedimentos adotados em casos onde há suspeitas de manipulação de mercado, semelhantes ao ora tratado (fls. 241 a 244, tradução às fls. 477 a 483).
23. Em 25 de fevereiro de 1998, foi proposta a abertura de Inquérito Administrativo, para apurar a possível ocorrência de manipulação de preços, tendo sido apontados como responsáveis a Citibank Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S/A, administrador de carteiras da Merrill Lynch Pierce, Fenner & Smith Incorporated (titular da conta através da qual operou Merrill Lynch Capital Markets PLC) e o Sr. Orestes Alves de Almeida Prado, Diretor responsável apontado pelo administrador (fls. 02 a 08).
24. O Colegiado da CVM, em reunião datada de 10 de junho de 1998, acompanhando o então Diretor-Relator, votou pela abertura de Inquérito Administrativo (fls. 12 e 13).
25. Os interessados foram notificados da instauração do presente Inquérito (fls. 14 e 15) e prestaram esclarecimentos (fls. 268 a 272, 526 a 531, 548 e 549).
26. Concluída a fase de instrução, a Comissão designada pela PORTARIA/CVM/PTE/N.º203, de 26 de outubro de 1998, apresentou seu Relatório (fls. 686 a 702), do qual constam, resumidamente, os fatos a seguir expostos.

II. Dos Fatos

27. Entre os dias 29 de novembro de 1996 e 31 de janeiro de 1997, o investidor Merrill Lynch Capital Markets PLC, atuando nos termos do Regulamento Anexo IV à Resolução CMN n.º 1289/87, montou uma carteira de ações com Beta semelhante ao IBOVESPA (fl. 45).
28. Paralelamente, o referido investidor, em conformidade com o disposto na Circular n.º 2.677/96, negociou contratos futuros de IBOVESPA na BM&F (fls. 16 e 17).
29. Em 13 de fevereiro de 1997, data de vencimento dos contratos de IBOVESPA FEV 7, o investidor, atuando sob as normas do Anexo IV, vendeu uma carteira de ações no valor de aproximadamente R\$ 220 milhões, em sua maioria nos trinta minutos finais do pregão, negociando 45 das 49 ações que compunham o IBOVESPA (fls. 32 a 34).
30. Todas as operações efetuadas por Merrill Lynch Capital Markets PLC teriam sido ordenadas pela Merrill Lynch D.T.V.M. S/A, tendo representado 21,2% do volume total de vendas no mercado à vista nesse dia. Desse volume, 92,9% (mais de R\$ 200 milhões) foram provenientes de operações de venda realizadas na última meia hora do pregão.
31. Conforme Relatório da Bovespa, do volume total dos negócios realizados com ações do IBOVESPA, durante todo o pregão do dia 13 de fevereiro de 1997, 36,5% foram realizados na última meia hora (fl. 59).
32. Além disso, o volume negociado por Merrill Lynch Capital Markets PLC na referida data superou, em muitos dos papéis transacionados, o volume diário dos mesmos (fl. 31).
33. Na mesma data, o IBOVESPA apresentava trajetória de alta ao longo de todo o dia, situação esta que começou a reverter após as 17 hs., chegando a cair 4,58% em apenas 22 minutos (fls. 57 e 58). O comportamento do índice nos últimos trinta minutos do pregão, conforme relatório da Bovespa, foi influenciado pela atuação do investidor Merrill Lynch Capital Markets PLC, responsável por aproximadamente 57% do

volume de vendas à vista neste período (fls. 61 e 63).

34. Visando esmiuçar a atuação do investidor, a Comissão de Inquérito, dentre outras diligências, solicitou à Bovespa e à BVRJ informações sobre sua atuação após o dia 13 de fevereiro de 1997. A análise dos relatórios enviados (fls. 280 a 459) permitiu concluir que o investidor não recompôs sua carteira, evidenciando que a estratégia adotada foi a de fazer um *hedge* de parte de sua carteira.

35. Foram também solicitadas à BM&F informações acerca das cotações dos contratos futuros de IBOVESPA FEV 7, ao longo de todo aquele dia, visando avaliar o quanto a atuação do investidor no mercado à vista influenciou o mercado futuro de índice.

36. A análise dos relatórios enviados pela BM&F (fls. 560 a 679) revelou uma sincronia entre o movimento do IBOVESPA e a cotação (em pontos) dos contratos futuros de índice (gráfico de fl. 693).

37. Conforme Relatório da Comissão de Inquérito, verificar-se-ia, a partir do exame dos autos, que Merrill Lynch Capital Markets PLC operou no mercado à vista da Bovespa através do Anexo IV e no mercado futuro de índice IBOVESPA da BM&F na condição de investidor direto.

38. Embora em conformidade com a regulamentação, tais operações não poderiam ser consideradas advindas de diferentes investidores ou interesses isolados, porquanto o Sr. Alexandre Koch Torres de Assis, Diretor de operações da Merrill Lynch D.T.V.M. S/A, declarou (fls. 270 a 271) "que, excepcionalmente nessa operação de 13 de fevereiro de 1997, havia um vínculo em virtude da posição futura representar um *hedge* de parte da posição à vista da Merrill Lynch".

39. A análise da atuação de Merrill Lynch Capital Markets PLC no mercado à vista evidenciaria que este investidor negociou um pequeno volume de ações no mercado à vista durante o pregão do dia 13 de fevereiro de 1997, vendendo a quase totalidade de sua carteira na última meia hora do pregão.

40. No mercado futuro, o referido investidor estava, na mesma data, "vendido" em 10.255 contratos futuros de IBOVESPA FEV 7, dos quais 1.100 foram "rolados" para o próximo vencimento. O investidor não operou na BM&F após as 17 hs (fl. 69).

41. Conforme o Relatório da Comissão, concluir-se-ia que o investidor, para executar sua estratégia de operação, manipulou o mercado, porquanto sem sua atuação direta no mercado à vista, não seria factível o encerramento dos contratos futuros de IBOVESPA aos preços praticados em 13 de fevereiro de 1997. Assim, Merrill Lynch Capital Markets PLC, constituído nos termos do Regulamento Anexo IV teria manipulado a cotação do IBOVESPA no mercado à vista, em benefício dele mesmo, porém na condição de investidor direto, ao exercer forte pressão vendedora nos últimos trinta minutos do pregão daquele dia, influenciando o fechamento dos contratos futuros de índice e obtendo vantagem financeira ao minimizar os prejuízos.

42. Assim, restaria caracterizada, por parte de Merrill Lynch Capital Markets PLC, a infração definida no item II, alínea "b", da Instrução CVM n.º 08/79.

43. Dever-se-ia responsabilizar, também, pela mesma infração, a Merrill Lynch D.T.V.M. S/A e seu Diretor responsável, Sr. Alexandre Koch Torres de Assis, Citibank DTVM S/A e seu Diretor responsável, Sr. Orestes Alves de Almeida Prado, os dois primeiros ordenantes das operações e os últimos administradores de carteira de Merrill Lynch Capital Markets PLC.

44. O Colegiado da CVM, acompanhando o voto do então Diretor-Relator (fl. 704 e 705), aprovou o Relatório da Comissão de Inquérito (fls. 718 e 719).

45. As pessoas às quais foram atribuídas responsabilidades foram intimadas a apresentar suas defesas (fls. 707 a 711).

III. Das Defesas

III.a. Defesa da Citibank Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S/A e do Sr. Orestes Alves de Almeida Prado

46. Alegaram os Defendentes em sua defesa (fls. 725 a 752) que, embora intempestiva, será considerada, ter o Relatório da Comissão de Inquérito violado o artigo 5.º, inciso LV, da Constituição Federal, e o artigo 2.º da Lei n.º 9.784/99, porquanto a acusação em relação a eles teria sido vaga, genérica e superficial, afetando negativamente o seu direito de defesa.

47. Alegaram, ainda, violação ao disposto no inciso XLV da Constituição Federal, uma vez que a responsabilização dos Defendentes fora invocada com base em interpretação equivocada do disposto no artigo 2.º, inciso II, do Regulamento Anexo IV à Resolução n.º 1.289/87, do Conselho Monetário Nacional. Tal dispositivo responsabilizaria o administrador apenas pelos atos praticados em nome do investidor. Não tendo os Defendentes praticado qualquer ato relacionado à suposta manipulação de preços, não poderiam ser por ela responsabilizados.

48. Finalmente, aduziram os Defendentes que não ocorrera manipulação de preço, pois esta exigiria que os agentes atuassem no mercado de capitais para provocar condições artificiais visando, com isso, obter vantagens para si ou para outrem. As ordens de venda do investidor Merrill Lynch Capital Markets PLC teriam visado, tão somente, liquidar uma operação de *hedge* validamente contratada, sendo parte do processo normal

de formação de preços no mercado, bem como teriam observado todas as regras a elas aplicáveis.

49. Além disso, o investidor não tivera qualquer intenção de manipular o mercado, pois lucros (ou perdas) obtidos com a venda dos ativos no mercado à vista seriam compensados por perdas (ou lucros) na liquidação dos contratos futuros.

50. Finalmente, alegaram que a caracterização da manipulação de preço exigiria a atuação dolosa dos agentes ou co-autores e os Defendentes não teriam participado, nem eram obrigados, nos termos da Resolução CMN n.º 1.832/91 e do Contrato de Administração por eles firmado, a participar das operações legitimamente efetuadas por Merrill Lynch D.T.V.M. S/A, em nome do investidor.

III.b. Defesa da Merrill Lynch D.T.V.M. S/A e de Merrill Lynch Capital Markets PLC

51. O Banco Merrill Lynch S/A (atual denominação social de Merrill Lynch D.T.V.M. S/A) e Capital Markets (anteriormente denominada Merrill Lynch Capital Markets PLC), em sua defesa (fls. 760 a 793), afirmaram que, nos sete dias anteriores ao vencimento do contrato futuro de IBOVESPA FEV 7, Merrill Lynch Capital Markets PLC transmitira inúmeras ordens de compra de contratos futuros de IBOVESPA FEV 7 e de venda de contratos futuros de IBOVESPA ABR 7, visando rolar sua posição vendida nesse mercado, sem, contudo, obter sucesso, em virtude do volume excessiva e inesperadamente baixo de negócios na BM&F na data do vencimento dos contratos futuros de IBOVESPA FEV (quinta-feira imediatamente após o Carnaval), e nos dias que a antecederam.

52. A desmontagem do *hedge* teria gerado à Merrill Lynch Capital Markets PLC resultado financeiro negativo de R\$ 1.313.545,39 (hum milhão, trezentos e treze mil, quinhentos e quarenta e cinco reais e trinta e nove centavos).

53. Alegaram, inicialmente, que a manipulação de preço pressupõe a criação de um preço artificial do valor mobiliário, formado a partir de operações ilegítimas, sem correlação com as forças econômicas regulares de mercado.

54. Dessa forma, meras oscilações verificadas na cotação de valores mobiliários, em virtude de ordens substanciais de compra ou venda, se decorrentes de operações com fim legítimo, não seriam consideradas movimento artificial de preço.

55. Segundo os Defendentes, negócios com fim legítimo, que afetem a cotação de determinado valor mobiliário, não constituiriam manipulação de mercado.

56. A caracterização da conduta ilegal repousaria na finalidade do agente de criar cotações artificiais e não no resultado da operação.

57. Alegaram os Defendentes, ainda, que seria necessário o dolo para caracterizar a manipulação de preço. Assim, somente haverá manipulação de preço quando ficar demonstrado que o agente maliciosamente praticou o ato antijurídico, ou seja, utilizou-se de processo ou artifício para causar cotação artificial de valores mobiliários, levando terceiros a negociar com os mesmos.

58. Para a caracterização da manipulação de preço seria essencial demonstrar-se, ainda, que a conduta do agente visou ludibriar terceiros, fazendo com que negociassem ações a preços artificiais, para obter benefício.

59. Afirmaram os Defendentes terem realizado uma operação de *hedge* e, assim sendo, sua preocupação maior não era a variação das cotações no mercado à vista, uma vez que o preço dos contratos futuros converge para os preços à vista à medida em que se aproxima o momento do vencimento dos contratos futuros.

60. O *hedge* neutralizaria o risco de variação do preço dos papéis da carteira, porém, introduziria o risco de base, a qual consiste na diferença entre o preço futuro da carteira e a sua cotação à vista. Este risco existiria em razão de, em muitos casos, o preço de liquidação dos contratos futuros basear-se na média de preços praticados no mercado à vista, durante determinado período.

61. Para os Defendentes, a verdadeira preocupação do *hedger* consistiria em procurar minimizar o risco de base e, portanto, a liquidação de um *hedge* deve ocorrer no momento em que é menor o risco de variação na base, que é o período durante o qual o preço de liquidação dos contratos futuros é calculado, quando os preços à vista e futuro convergem.

62. Os Defendentes afirmaram que as posições nos mercados à vista e futuro foram assumidas pela mesma pessoa jurídica, o investidor Merrill Lynch Capital Markets PLC, representando um único interesse, que era proteger parcialmente sua carteira à vista contra oscilações futuras, através de dois mecanismos cambiais distintos.

63. Alegaram que a operação foi montada apenas para fins de *hedge* e, sendo legítima, da mesma forma que o fora a sua desmontagem, não poderia configurar manipulação de preço.

64. Ademais, a execução de ordens substanciais não caracterizaria manipulação. Em tais casos, a legislação do mercado de capitais apenas exigiria a adoção de procedimentos especiais, os quais foram observados.

65. O fato de tais ordens terem contribuído para a queda do IBOVESPA não bastaria para caracterizar a manipulação de preços.

66. Acrescentaram os Defendentes não ser possível saber, de antemão, se a venda da posição à vista, durante o período no qual o valor de liquidação dos contratos futuros é calculado, seria lucrativa ou não. Portanto, não poderia ser objeto de ação premeditada destinada a manipular preço.

67. Alegaram, finalmente, que a atuação do investidor, além de ser plenamente justificável do ponto de vista econômico, teria se pautado pela observância a todas as regras e práticas internacionalmente reconhecidas para a liquidação de uma operação de *hedge*.

III.c. Defesa do Sr. Alexandre Koch Torres de Assis

68. O Defendente alegou, em sua defesa tempestivamente interposta (fls. 797 a 838), inicialmente, e com fundamento nos princípios constitucionais da igualdade, do devido processo legal e da ampla defesa, a nulidade do presente Inquérito com relação a ele.

69. Alegou, ainda, que o Relatório da Comissão de Inquérito não teria se restringido à descrição circunstanciada dos fatos, mas procedido a pré-julgamento das questões propostas.

70. Ademais, teria a Comissão de Inquérito concluído, contrariamente a todas as provas anexadas aos autos e não obstante a ausência de qualquer fundamento legal, pela prevalência de sua tese acerca da ocorrência de manipulação de preços.

71. A denúncia teria se mostrado inepta, em relação à acusação imputada ao ora Defendente, uma vez que seu indiciamento teria decorrido apenas do fato de ocupar, à época, cargo na administração da Merrill Lynch DTVM, sem que lhe fosse atribuída, a qualquer momento, qualquer ação ou omissão que comprovasse sua participação nas irregularidades apontadas.

72. Alegou o Defendente, ainda, a inexistência dos pressupostos indispensáveis à caracterização de manipulação de preços.

73. Não teria havido a utilização de qualquer ardil ou artifício. O investidor Merrill Lynch Capital Markets PLC teria atuado através de distintos mecanismos cambiais, com o objetivo de efetuar legítima operação de *hedge*.

74. Alegou o Defendente que, além do elemento objetivo, a caracterização da manipulação exigiria a presença do elemento subjetivo, no caso, o dolo específico, representado pela vontade consciente de provocar a alta ou a baixa de preços e, para o referido investidor era irrelevante se o mercado à vista da Bovespa fechasse em alta, em baixa ou estável, pois eventuais ganhos (perdas) no mercado futuro seriam compensados por perdas (ganhos) no mercado à vista.

75. Finalmente, a Merrill Lynch DTVM S/A e Merrill Lynch Capital Markets anexaram aos autos os pareceres de fls. 859 a 1171, bem como petição (fls. 851 a 858) requerendo a extinção do presente Inquérito, com fundamento no artigo 52 da Lei n.º 9.784/99, uma vez que o ato administrativo nele consubstanciado teria sido praticado em desconformidade com a ordem jurídica vigente, tornando inútil o objeto da decisão.

É o Relatório.

VOTO DO RELATOR

1. Trata o presente Inquérito de eventual prática de manipulação de preços no mercado de capitais, por parte do investidor Merrill Lynch Capital Markets PLC (doravante referido como investidor), em negócios realizados em bolsas de valores, em 13 de fevereiro de 1997.

2. Nesta data, vencimento do contrato futuro de índice FEV 7, o investidor, atuando nos termos do Regulamento Anexo IV à Resolução n.º 1.289/87, do Conselho Monetário Nacional, detinha carteira de ações de composição semelhante à do IBOVESPA, no valor de aproximadamente R\$ 220 milhões.

3. Na mesma data, Merrill Lynch Capital Markets PLC detinha, como investidor direto, 10.255 (dez mil, duzentos e cinquenta e cinco) contratos futuros de IBOVESPA FEV 7, dos quais conseguira "rolar" apenas 1.100 (hum mil e cem) contratos, restando em aberto posição equivalente a R\$ 239.200.000,00.

4. Para liquidar a posição por ele detida no mercado futuro, o investidor vendeu suas ações no mercado à vista na última meia hora de pregão, quando era, então, definido o valor de liquidação financeira dos contratos futuros. Dado o grande volume negociado, as operações foram realizadas com a observância dos procedimentos previstos na Instrução CVM n.º 168/91.

5. Em razão da forte pressão vendedora exercida no mercado à vista por Merrill Lynch Capital Markets PLC, o IBOVESPA, que apresentava oscilação positiva de 2,68% às 16:59 hs., passou a apresentar, às 17:22 hs. oscilação negativa de 2,02%.

6. Foi, então, imputada ao investidor, à instituição administradora e seu Diretor responsável e à instituição intermediária e seu Diretor responsável, eventual prática de manipulação de preços, por terem provocado queda do índice, a fim de tornar factível a liquidação da posição do investidor no mercado futuro.

7. A Comissão de Inquérito, a partir da análise dos elementos constantes dos autos, afirmou poder deduzir-se, "em primeiro lugar, que o investidor Merrill Lynch Capital Markets PLC executou um *hedge* de parte de sua carteira de ações, montada entre dezembro de 1996 e fevereiro de 1997, mediante a compra de contratos futuros de índice IBOVESPA"...(fl. 697).

8. Ao aproximar-se a data de vencimento dos contratos futuros de IBOVESPA FEV 7, o investidor poderia efetuar a rolagem da posição detida ou a liquidação dos contratos em aberto.

9. Conforme informação fornecida pela BM&F, em Relatório acerca dos contratos futuros de IBOVESPA com vencimento em fevereiro de 1997, foram eles caracterizados pela existência de grande volume de contratos em aberto, quando da abertura do pregão no dia de seu vencimento. Dos 50.334 (cinquenta mil, trezentos e trinta e quatro) contratos em aberto nesta data, 41.498 (quarenta e um mil, quatrocentos e noventa e oito) foram encerrados contra o índice da última meia hora de pregão do mercado à vista (fls. 66 a 70).

10. As condições de rolagem do contrato futuro de IBOVESPA FEV 7 foram atípicas, pois o que normalmente ocorre, nos últimos dias de negociação de contratos futuros, é a redução do volume de contratos em aberto, de vencimento próximo, e o aumento do número de contratos em aberto para o vencimento seguinte.

11. Dadas as condições anormais de liquidez e formação de preços para a rolagem dos contratos futuros, restou ao investidor liquidá-los.

12. Para liquidar sua posição, o investidor, pautando-se por sua atuação de *hedger*, decidiu vender suas ações na última meia hora do pregão do dia 13 de fevereiro de 1997.

13. O grande volume de vendas ordenadas pelo investidor, intermediadas por oito Corretoras, provocou oscilação negativa no IBOVESPA.

14. A questão a ser enfrentada, então é a seguinte: estaria configurada a manipulação de preços no mercado de capitais?

15. Antes de examinar a ocorrência ou não da infração, deve ser abordado que Merrill Lynch DTVM S/A e Merrill Lynch Capital Markets PLC requereram a extinção do presente processo, com fundamento no artigo 52 da Lei n.º 9.784/99.

16. A mesma Lei, em seu artigo 69, dispõe:

Art. 69. - Os processos administrativos específicos continuarão a reger-se por lei própria, aplicando-se-lhes apenas subsidiariamente os preceitos desta lei.

17. A Lei n.º 6.385/76 preceitua, em seu artigo 9.º, parágrafo 2.º, que o inquérito administrativo instaurado pela CVM observará o procedimento fixado pelo Conselho Monetário Nacional, assegurada ampla defesa.

18. Assim, aos processos administrativos instaurados pela CVM aplica-se o disposto na Resolução n.º 454/77, do Conselho Monetário Nacional.

19. No tocante à infração imputada aos Indiciados, a Instrução CVM n.º 08/79, em seu item II, alínea "b", assim a define, *in verbis*:

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

a) (...)

b) manipulação de preços no mercado de valores mobiliários, a utilização de qualquer processo ou artifício destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo terceiros à sua compra e venda;

(...)

20. Da definição da manipulação, emergem os elementos necessários à sua caracterização.

21. Em primeiro lugar, a manipulação de preços requer a utilização de qualquer processo ou artifício.

22. Conforme Relatório da Comissão de Inquérito (fls. 698 e 699), o artifício utilizado pelo investidor consistiria na sua atuação através de duas formas jurídicas distintas, tendo sido afirmado que, "ao operar através de duas formas jurídicas distintas, ou seja, através do Anexo IV, no mercado à vista, e como investidor direto, no mercado futuro de índice, utilizou-se de artifícios para levar a cabo sua estratégia de manipulação, visto que estaria operando formalmente sob personalidades distintas, o que teoricamente dificultaria a identificação dessa estratégia".

23. O investidor não operou sob personalidades jurídicas distintas. Operou utilizando-se de mecanismos cambiais distintos e em conformidade ao que dispunha a regulamentação vigente à época. O fato de ter operado no mercado futuro na condição de investidor direto, por ser-lhe vedado, então, fazê-lo na condição de investidor do Anexo IV, sob a qual operou no mercado à vista, não caracteriza, por si só, a utilização de artifício.

24. A alegada estratégia, por sua vez, pode ser traduzida, conforme afirmado pela própria Comissão, como uma legítima operação de *hedge*.

25. Outro elemento necessário à caracterização da manipulação é a intenção do agente de elevar, manter ou baixar a cotação de valores mobiliários, induzindo terceiros à sua compra e venda.

26. A manipulação requer, portanto, o dolo específico do agente, consubstanciado na intenção de influir na cotação de valores mobiliários, induzindo terceiros a negociá-los.

27. Foi afirmado pela Comissão de Inquérito, ter-lhe restado "a incontestável convicção de que o investidor Merrill Lynch PLC, ao vender maciçamente sua carteira à vista nos últimos minutos do pregão de 13.02.97, agiu deliberadamente para "derrubar" o IBOVESPA no mercado à vista da Bovespa e assim influenciar o índice de fechamento dos contratos futuros de IBOVESPA FEV 7 na BM&F"...

28. Não se pode negar que a atuação do investidor, vendendo grande quantidade de ações em reduzido

espaço de tempo, provocou a queda do índice. Porém, o fato de ter concentrado a venda de suas ações no período de definição do preço de liquidação do contrato futuro, não induz à conclusão de que teria pretendido derrubar o índice, uma vez que a sua queda, elevação ou manutenção lhe seria absolutamente indiferente.

29. Como mencionado, diante da impossibilidade de rolagem de sua posição no mercado futuro, o investidor teria de liquidá-la, vendendo, para tal, sua carteira de ações no mercado à vista.

30. A desmontagem gradual da posição de *hedge*, além das dificuldades operacionais, requereria condições favoráveis nos mercados à vista e futuro, além de deixar o investidor exposto a um maior risco de base, não sendo, portanto de se exigir que ele assim procedesse.

31. A venda das ações na última meia hora do pregão, quando o preço médio de venda das ações e o preço de liquidação do contrato futuro de índice tendem a convergir é, do ponto de vista econômico, a alternativa mais racional, uma vez que minimiza o risco de exposição à base, que é a diferença entre o preço à vista e o preço futuro.

32. Ainda que ciente de que sua atuação provocaria a queda do índice, não se pode afirmar ter sido esta a intenção do investidor, uma vez que eventuais ganhos no mercado à vista seriam compensados por perdas no mercado futuro e vice-versa.

33. Segundo John Hull, "o *hedge* compensa o lucro no objeto de negociação com o prejuízo no contrato futuro, o que pode parecer contraproducente. Contudo, nunca é demais enfatizar que o propósito do *hedge* é reduzir o risco, uma vez que ele tende a melhorar resultados desfavoráveis e a piorar resultados favoráveis".

34. Além disso, a culpabilidade, conforme ensina Damásio E. de Jesus, é composta de três elementos: imputabilidade, potencial consciência da ilicitude e exigibilidade de conduta diversa. Assim, "a conduta só é reprovável quando, podendo o sujeito realizar comportamento diverso, de acordo com a ordem jurídica, realiza outro, proibido... Quando não lhe era exigível comportamento diverso, não incide o juízo de reprovação, excluindo-se a culpabilidade".

35. Não seria dado exigir, face ao critério então determinante do preço de liquidação do contrato futuro, que o investidor vendesse suas ações em período diferente.

36. Não se pode afirmar que a intenção do investidor tenha sido provocar a queda do índice, a qual, repita-se, era-lhe indiferente. Ainda, tal queda, se tivesse sido provocada, refletiria uma cotação artificial.

37. Segundo Cesare Pedrazzi e Paulo José da Costa Júnior, as cotações "são falsas enquanto provocadas por manobras artificiosas, que hajam alterado o funcionamento do mercado, divergentes daquela que teria sido a resultante do jogo normal de oferta e procura".

38. A queda na cotação do IBOVESA, em 13 de fevereiro de 1997, não decorreu da utilização de artifício. Foi resultante da ordem substancial de venda das ações, ordenada pelo investidor.

39. A título de argumentação, cabe citar que, no caso presente, se o investidor tivesse realizado a mesma operação, porém em volume substancialmente inferior e, portanto, sem que provocasse a queda do índice, não teria nada de irregular na desmontagem de seu *hedge* e, tampouco, em relação ao momento escolhido para fazê-lo. Partindo de tal premissa, a conclusão a que se chega é que a operação não é, em si, irregular e a queda do índice não decorreu de manipulação, mas da grande quantidade de ações vendidas em curto espaço de tempo.

40. Um ilícito praticado no âmbito do mercado de capitais prescinde, para sua configuração, do volume das operações e do resultado auferido em razão das mesmas. Sendo realizadas em desconformidade com a regulamentação, caracterizado estará o ilícito.

41. Não houve por parte do investidor, ainda, qualquer intuito de induzir terceiros à negociação com valores mobiliários. A ele importava, tão somente, a venda de suas ações e a liquidação de sua posição no mercado futuro.

42. Considerando que não houve a utilização de qualquer artifício, bem como que não houve a intenção de provocar a queda da cotação do IBOVESA, induzindo terceiros a negociá-lo, **voto pela absolvição dos Indiciados.**

43. Cumpre salientar, todavia, dois pontos importantes. O primeiro deles refere-se à responsabilização atribuída à Citibank D.T.V.M. S/A e ao Sr. Orestes Alves de Almeida Prado, respectivamente, instituição administradora e Diretor responsável pela administração de carteiras de Merrill Lynch Capitais Markets PLC. Embora a Resolução n.º 1.832/91, do Conselho Monetário Nacional, ora revogada, atribuisse à instituição administradora a responsabilidade pelos atos praticados em nome do investidor, tal instituição e seus responsáveis muitas vezes sequer tinham conhecimento das operações por ele realizadas. A regulamentação vigente, levando em conta tal fato, não contém qualquer disposição nos mesmos termos do revogado artigo 2.º, inciso II, da Resolução CMN n.º 1.832/91.

44. Finalmente, deve ser ressaltado que, embora ausentes os elementos caracterizadores da manipulação de preços, operações semelhantes às que constituíram o objeto do presente Inquérito poderão ser passíveis de punição por parte da CVM, em razão da tipicidade de que possam vir a se revestir. Não é desejável que o mercado de capitais, em razão da atuação de um único comitente, sofra impacto como o decorrente da atuação de Merrill Lynch Capital Markets PLC no caso presente.

45. A estruturação de operações complexas, envolvendo derivativos, requer, por parte das instituições financeiras que operam no mercado de capitais, detalhada análise dos riscos envolvidos e deve ser aprovada por mais de uma instância decisória, dependendo dos volumes envolvidos.

46. Os montantes das operações de que ora se trata são elevados até mesmo para mercados mais desenvolvidos e os efeitos que causariam no mercado de capitais brasileiro deveriam ter sido objeto de preocupação por parte de Merrill Lynch.

47. Assim, esta deveria ter avaliado, *a priori*, a probabilidade de não conseguir rolar parcela significativa de sua posição, numa semana particularmente singular, como a do Carnaval no Brasil, e ter, em conseqüência, que vender uma posição acionária de aproximadamente R\$ 220 milhões, em meia hora de pregão.

48. Qualquer profissional experiente do mercado de capitais teria condições de prever o estrago que tal venda produziria, bem como a repercussão que o fato poderia ter, inclusive na imprensa, dada a notoriedade dos protagonistas. É de se esperar que os dissabores deste Inquérito tenham servido de lição aos Indiciados.

É o meu VOTO

Rio de Janeiro, 21 de setembro de 2000.

JOUBERT ROVAI
Diretor-Relator

Voto do Diretor Durval José Soledade Santos :

Acompanho o voto do Relator.

Voto do Presidente José Luiz Osorio de Almeida Filho :

Acompanho o voto do Relator.