

**SESSÃO DE JULGAMENTO DO PROCESSO ADMINISTRATIVO
SANCIONADOR CVM Nº TA-SP2001/0236**

Indiciados: Banco Santander Brasil S/A
Gustavo Adolfo Funcia Murgel
Mario Gomes Toros
Santander Noroeste DTVM Ltda.

Ementa: **Prática de manipulação de preços, conforme definida na alínea "b" do inciso II da Instrução CVM nº 08/79, em infração ao item I da referida Instrução.**

Decisão: Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários decidiu, por unanimidade, **absolver** Mario Gomes Torós e Gustavo Adolfo Funcia Murgel e aplicar a pena de **multa** pecuniária, prevista no art. 11 da Lei nº 6.385/76, no valor de R\$500.000,00 ao Banco Santander Brasil S/A e pena de **multa** pecuniária no valor de R\$100.000,00 ao Santander Noroeste DTVM Ltda., pela prática de manipulação de preços, conforme definida na alínea "b" do inciso II da Instrução CVM nº 08/79, em infração ao item I da referida Instrução.

Proferiu defesa oral o doutor Paulo Cezar Castello Branco Chaves de Aragão, representante legal do Banco Santander Brasil S/A, da Santander Noreoreste DTVM Ltda. e dos senhores Gustavo Adolfo Funcia Murgel e Mario Gomes Toros.

Presente à Sessão de Julgamento o Procurador-federal especializado da CVM, dr. Celso Luiz Rocha Serra Filho.

Participaram do julgamento os diretores Eli Loria, relator, Norma Jonssen Parente, Wladimir Castelo Branco Castro e o Presidente da CVM, Dr. Marcelo F. Trindade, que presidiu a sessão.

Os indiciados punidos terão um prazo de 30 dias, a contar do recebimento de comunicação da CVM, para interpor recurso, com efeito suspensivo, ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, nos termos do parágrafo único do art. 14 da Resolução nº 454, de 16.11.77, do Conselho Monetário Nacional, prazo esse, ao qual, de acordo com a orientação fixada pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, poderá ser aplicado o disposto no art. 191 do Código de Processo Civil, que concede prazo em dobro para recorrer quando litisconsórcios tiverem diferentes procuradores.

A CVM oferecerá recurso de ofício ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional de sua decisão no tocante às absolvições proferidas.
Rio de Janeiro, 19 de julho de 2004.

ELI LORIA
Diretor-relator

MARCELO F. TRINDADE
Presidente da Sessão

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº TA-SP2001/0236

Indiciados: Banco Santander Brasil S/A
Santander Noroeste DTVM Ltda.
Mário Gomes Torós
Gustavo Adolfo Funcia Murgel

Relator: Diretor Eli Loria

RELATÓRIO

Senhores membros do Colegiado:

Trata-se do julgamento do Processo Administrativo CVM SP 2001/0236, instaurado com a finalidade de apurar a prática de manipulação de preços por parte do Banco Santander do Brasil S/A e de seu diretor, o Sr. Mário Gomes Torós, bem como pela Santander Noroeste DTVM Ltda. e por seu diretor, o Sr. Gustavo Adolfo Funcia Murgel.

De acordo com o relatório de apreciação do Termo de Acusação (fls. 150 a 159), o Banco Santander Brasil S/A ("Banco Santander") realizou, no mercado à vista da Bovespa, nos pregões de 28.04.00 e 27.06.00, operações de venda de ações que compunham o Ibovespa, provocando, assim, uma sensível queda no valor de fechamento daquele índice e gerando benefícios para aquela instituição financeira – na primeira data, em operações com contratos de Ibovespa futuro e na segunda, com opções flexíveis de compra do Ibovespa, por deter aquele Banco posições vendidas na BM&F.

Nas duas oportunidades acima, o Banco Santander emitiu ordens de venda de grandes lotes de ações nos 5 minutos finais do pregão, quando se realiza o "call" de fechamento, a preços inferiores aos então praticados, o que teria contribuído, de forma decisiva, para a queda do Ibovespa nos dias em questão.

Em 27.06.00, a atuação do Banco Santander foi acompanhada pela da Santander Noroeste DTVM Ltda. ("Santander DTVM") - fls. 1 e 14.

Os fatos ocorridos nos mencionados pregões foram levados ao conhecimento do Colegiado mediante o Processo CVM SP2000/0349, que, nas reuniões de 17.01.00 e 05.01.01, concluiu pela necessidade de abertura de inquérito para apurar as circunstâncias que envolveram o presente caso (fls. 25/31 e 32/37).

Da Acusação**operações de 28.04.00:**

Como a Bovespa já vinha antecipando ao mercado, passaria a vigorar, em 02.05.00, uma nova carteira teórica do Ibovespa, que traria, dentre outras alterações, a retirada dos Recibos de Carteira de Ações Telebrás ON e PN (RCTB31 e RCTB41, respectivamente).

Em 28.04.00 - último dia útil antes da data de modificação da composição do Ibovespa - o Banco Santander atuou fortemente no "call" de fechamento vendendo aqueles Recibos, o que teria gerado forte impacto negativo no Ibovespa. Conforme destacado pela SMI, o preço das ofertas de venda eram notavelmente inferiores aos praticados no mercado até aquele momento, conforme tabela às fls. 75, fornecida pela Bovespa, e o detalhamento elaborado pela SMI acostado às fls. 136 a 149.

Como indicado em relatório da Bovespa (fls. 81), o Banco Santander ordenou uma oferta de venda de 100.000 RCTB31 a R\$ 155,00/mil, às 17:00:43 hs., quando, desde às 10:14:02 hs., já havia uma oferta de compra de 1.000.000 daqueles papéis a R\$ 161,00/mil. Depois daquela oferta de venda seguiu-se outra, de 5.000.000, ao mesmo valor, às 17:00:55 hs., também ordenada pelo Banco Santander.

A SMI afirmou que a primeira oferta de venda encontrava-se abaixo do melhor preço de compra então apresentado (o que é conhecido como "oferta cruzada"), pelo que concluiu ter sido criada uma situação em que um vendedor tentava alienar ações por preço inferior ao oferecido por um comprador, subvertendo a lógica econômica de todo o processo de formação de preços (fls. 5/6).

As operações de RCTB41 ocorreram de modo semelhante. Quando o Santander (fls. 81) apresentou oferta de venda de 1.000.000 daqueles papéis a R\$ 200,00/mil, às 16:57:28 hs., (reservando uma oferta de venda total de 11.000.000), já havia uma oferta de compra de 2.000.000 a R\$ 216,00/mil. Com o aumento do preço em razão do leilão, as ofertas de compra chegaram a R\$ 215,00/mil (para 5.000.000 de ações), às 16:59:19 hs. Às 16:59:41 hs., o Banco Santander entrou com nova oferta de venda, de 1.000.000 de RCTB41 (reservando uma oferta total de 5.000.000), desta vez, a R\$ 213,00/mil, a qual não foi atendida (fls. 75).

Em documento encaminhado à Bovespa (fls. 39 e seguintes), o Banco Santander sustentou que, nas operações do dia 28.04.00, teria adotado a estratégia de "financiamento da carteira" ("cash and carry"), que tem início com a compra de uma carteira de ações representativa do Ibovespa e a concomitante venda de contratos de Ibovespa futuro no mesmo valor, de forma a garantir as posições contra oscilações de preços, e obter, como resultado, uma taxa de retorno prefixada, equivalente à diferença entre o preço da carteira à vista e o preço contratado no mercado de Ibovespa futuro (havendo ainda a opção de rolagem da posição).

De acordo com aquela instituição financeira, quanto maior a semelhança dessa carteira ao Ibovespa, mais adequada estaria a operação ao resultado pretendido (pois menor seria o "descolamento da carteira"). O Banco Santander acrescentou que, para manter tal estratégia, era necessária a adaptação de sua carteira à nova composição do Ibovespa. Como os recibos em questão representavam, juntos, 43,42% do Ibovespa (fls. 5), tal adaptação exigiu operações volumosas por parte de quem estivesse seguindo a carteira do Ibovespa, o que poderia acarretar impacto significativo nas cotações daqueles recibos e, por conseguinte, no próprio índice.

Como a carteira do Ibovespa terminaria o dia 28.04.00 com uma composição e começaria o dia 02.05.00 com outra, uma oportunidade de ajuste da

carteira se daria no pregão do próprio dia 28, mediante a venda de RCTB31 e RCTB41 naquele pregão.

Assim, a atuação do Banco Santander no pregão de 28.04.00 poderia ser justificada economicamente, em princípio, se restasse comprovado que o Banco detinha carteira referenciada no Ibovespa e que utilizava a estratégia alegada.

A SMI entendeu, no entanto, que a conduta do Banco apresentou certas particularidades, que a afastaram da simples estratégia de investimento.

O Banco Santander informou (fls. 55), ainda, que o ajuste previsto do RCTB31 era de 44.800.000 de ações, tendo sido vendidos, no pregão do dia 28.04.00, 15.800.000 daqueles papéis, tendo a estratégia adotada pelo Banco, portanto, permitido a ele colocar apenas cerca de 35% do lote que precisaria vender. Já em relação aos RCTB41, estava previsto um ajuste envolvendo 130,9 milhões, tendo sido vendido 70% daquele lote no mencionado pregão.

O Banco Santander afirmou, ademais, ter elaborado um estudo comparando os ajustes a serem feitos com o volume médio diário negociado para cada ação, para ter, com isso, uma avaliação um pouco mais técnica das ações mais sujeitas a essa situação (fls. 45).

A SMI concluiu que, tendo em vista as médias negociadas para ambos os recibos em pregões anteriores, seria facilmente perceptível que tais quantidades de recibos dificilmente seriam vendidas na última meia hora de pregão, tampouco nos cinco minutos do "call" de fechamento (fls. 12/13).

Como indicado pela SMI, o volume médio negociado de RCTB31 nas duas semanas anteriores ao pregão de 28.04.00 fora de 133 milhões de ações (fl. 46), pelo que a venda de 44,8 milhões de RCTB31, necessária ao ajustamento da carteira, corresponderia a 33,7% daquela média. Tal proporção, salientou aquela superintendência, inevitavelmente afetaria de forma dramática as cotações, caso o Banco Santander decidisse vender a totalidade da posição em apenas um pregão e de maneira mais acentuada, se em um curto espaço de tempo (fl. 12).

Em relação ao RCTB41, informa a SMI que, nas duas semanas anteriores, a média diária negociada fora de 1.135 milhões de papéis (fls. 46), ao passo que a necessidade de ajuste da carteira do Banco Santander era de 130 milhões (11,4% da média) (fl. 12).

Em relação às operações em si, o Banco Santander informou, no mencionado documento encaminhado à Bovespa, que havia dado ordem ao corretor para abrir o leilão do "call", comunicando a ele a intenção de se vender 5 milhões daqueles recibos, a mercado, com o limite de R\$ 155,00. O leilão apresentou a entrada de compradores a R\$ 155,00 e somente para o lote oferecido (5 milhões), constatando-se, assim, a incapacidade da realização da venda do lote desejado (34 milhões) em razão da liquidez muito restrita da ação naquele momento. O leilão foi encerrado sem que pudessem ser efetuadas todas as vendas (fls. 55).

Sobre a venda "a mercado", o Relatório da Bovespa afirma, às fls. 81, que às 16:59 hs., o operador da Corretora Comercial informou o início do minuto final do leilão, momento em que o Banco Santander determinou a venda do lote de 5.000.000 de recibos ao preço de R\$ 155,00.

Quanto ao preço da oferta de venda dos RCTB41, o Banco Santander disse que, às 16:55 hs., deu ordem ao corretor para que esse vendesse 11 milhões a mercado, com limite de R\$ 200,00 para iniciar o leilão. Em relação a essa ordem, a Bovespa destacou que a corretora Magliano informou ter recebido uma ordem do Banco Santander para vender um lote de 11.000.000 de RCTB41 a R\$ 200,00, abrindo para o mercado apenas 1.000.000 desses papéis (fls. 81).

O Banco Santander sustentou que o preço de oferta abaixo do último preço negociado faz parte da dinâmica comum nos leilões de RCTB41, pois garante a execução integral da ordem na eventualidade de aparecerem outros vendedores e atrai mais compradores. afirmou, além disso, que o leilão atraiu compradores que aumentaram o preço do leilão para R\$ 211,00, não tendo ocorrido, todavia, um aumento significativo de lote esperado, para que fosse possível o aumento do lote de venda. Com isso, o leilão foi encerrado a R\$ 211,00, com os 11 milhões vendidos, restando, portanto, mais 38,9 milhões para serem vendidos (fls. 56).

As operações do Banco Santander com os recibos de Telebrás ocasionaram uma queda nas cotações de fechamento no mercado à vista (menos 3,69% para RCTB 31 e menos 1,84% para RCTB41, cf. fl. 6) e, por conseguinte, causaram impacto no valor de fechamento do Ibovespa naquele dia, o qual, em razão daquelas operações, teve sua alta reduzida de 2,08% para 0,63% (fls. 4).

A queda nas cotações daqueles papéis foi compensada no dia seguinte, com a alta dos papéis à razão de +5,12% e de +1,13%, respectivamente (fls. 6). Entretanto, destacou a SMI, que as altas observadas no pregão de 02.05.2000, para RCTB31 e RCTB41, não resultaram em impacto no Ibovespa (à vista), vez que aqueles papéis não mais compunham o mencionado Índice. Acrescentou que a oscilação negativa daqueles papéis, observada no dia 28.04.00, alterou o valor do Ibovespa, ao passo que sua oscilação positiva, verificada no pregão posterior, não ajustou o índice (fls. 8).

Com efeito, a queda de 28.04.00 veio a influenciar o pregão seguinte (de 02.05.00) no mercado futuro de Ibovespa, demandando ajustes que beneficiaram os investidores que detinham posições vendidas na BM&F, dentre os quais figurava o Banco Santander, detentor da segunda maior posição, com 1.670 contratos ao final do pregão de 28/04/00 (fls. 8).

A SMI informou que o Santander, naquela oportunidade, auferiu um resultado positivo de aproximadamente R\$ 1,13 milhão (fls. 8), depois de ter acumulado virtuais perdas no mercado à vista, em razão da venda dos recibos por preços inferiores aos praticados até então, da ordem de R\$ 100.500,00 (vide cálculos elaborados pela GMA-2 às fls. 135).

Sobre o caso, a Bovespa opinou no sentido de que seria possível concluir que a forma escolhida pelo Banco Santander para implementar sua estratégia foi baseada em premissa volátil, qual seja, a possibilidade de vender determinado lote no "call" de fechamento a uma cotação razoável, cuja execução estaria sujeita a situações extremas, como se acabou observando.

Aquela Bolsa qualificou de imprudente a condução dos referidos negócios pelo Banco Santander e afirmou não ser possível afirmar nem descartar a hipótese de as operações terem sido realizadas com o objetivo de obter vantagens em posições detidas em outros mercados (fls. 10).

A BM&F, por sua vez, indicou que o comportamento do Ibovespa futuro teve um movimento volátil, ao passo que, no mercado à vista, foi verificada uma queda brusca daquele índice no fechamento do dia. Asseverou que se deveria investigar se detentores de posições vendidas, os quais não realizaram negócios na BM&F no mercado Ibovespa futuro, teriam feito negócios no mercado à vista na Bovespa nos últimos minutos antes do encerramento do pregão. Assinalou, ademais, que, se operações realizadas fora da BM&F influenciaram a queda das cotações ao final do pregão do dia 28.04.00, dever-se-ia verificar quais os comitentes que fecharam negócios no mercado à vista da Bovespa nos minutos finais daquele pregão (fls. 64/65).

Diante do apresentado acima, a SMI concluiu, em relação às operações de 28.04.00, que, aparentemente, o Banco Santander teria decidido efetuar o ajuste de sua carteira de ações às expensas da integridade e da regular formação de preços do mercado acionário brasileiro. Acrescentou que o Banco Santander teria se aproveitado da mudança na carteira para obter vantagens em virtude de sua posição "vendida" no mercado futuro, optando por fazer ajustes no fechamento do pregão e não em um prazo mais longo, o que lhe proporcionava menor risco, mas que teria um impacto no mercado previsivelmente danoso, como se verificou.

Salientou a SMI, ainda, que o Banco Santander omitiu, em suas explicações à Bovespa, que, no pregão de 28.04.00, fora, na verdade, comprador de RCTB31 e RCTB41, tendo adquirido 149 milhões daqueles recibos preferenciais (contra vendas de 144,4 milhões) e de 35 milhões dos ordinários (contra vendas de 16,7 milhões) - fls. 13.

operações de 27.06.00:

Segundo a SMI, a estratégia de investimento levada a efeito pelo Banco Santander nas operações de 27.06.00 consistia numa operação de arbitragem, em que a posição "vendida" era composta por opções flexíveis de compra do Ibovespa e a posição "comprada", por ações e contratos de índice futuro. Visava-se, com isso, a apropriação dos juros advindos da interação entre ambas as posições.

A conjugação dessas posições propiciava, ainda, proteção contra as eventuais oscilações do mercado. Para os lançadores ("vendidos"), o lucro (ou menor prejuízo) estaria associado a uma eventual baixa no mercado, com a apropriação definitiva da diferença dos prêmios recebidos das posições lançadas e aqueles pagos pelas posições compradas.

De acordo com aquela Superintendência, no início do pregão de 27.06.00, a posição "comprada" do Banco Santander era composta de uma carteira de ações integrantes do Ibovespa e de 20 contratos de Ibovespa futuro.

Na posição vendida, o Banco Santander figurava como lançador em 2 séries de opções flexíveis de compra, cujo preço de exercício (15.446 pontos) encontrava-se, na data em questão, sensivelmente abaixo do valor do Ibovespa. O Banco Santander era também titular de séries com preço de exercício de 18.353 pontos, mas, em razão da cotação do índice na data de seu vencimento, não houve possibilidade de exercício.

Para as séries em que o Banco Santander se situava na posição lançadora, seu prejuízo guardaria proporção direta com a diferença entre o valor de mercado do Ibovespa e o preço de exercício. Assim, quanto mais alto o valor do índice, maior seria a perda incorrida pelo Santander.

O Ibovespa sofreu uma queda significativa ao longo do "call" naquele dia, recuando de 16.733 — variação de +0,06% em relação ao pregão anterior — para 16.512, fechando com baixa de -1,39% (fls. 17-18).

A SMI informou que, no "call" de fechamento de 27.06.00, o Banco Santander atuou na venda de 40 das 55 ações integrantes do Ibovespa e que a Santander DTVM vendeu outros 3 papéis que compunham o referido índice.

Indicou, ademais, que as operações de venda do Banco Santander e da Santander DTVM totalizaram cerca de R\$ 9,7 milhões, 61,7% do total transacionado pelo mercado durante o "call", ressaltando que a análise das operações do Banco Santander teriademonstrado que as cotações de suas ofertas foram,

em média, 5,17% inferiores à segunda melhor oferta concorrente em cada papel.

Diante disso, aquela Superintendência concluiu que as ordens passadas às corretoras pelo Banco Santander e pela Santander DTVM contribuíram de forma decisiva para a queda do Ibovespa ao longo do leilão de encerramento daquele dia.

Segundo a BM&F, no dia 27.06.00, houve 8 exercícios de opções flexíveis de compra referenciadas no Ibovespa (fls. 95) , *encontrando-se o Banco Santander na ponta lançadora em 2 deles*. Com a queda do Ibovespa gerada no “call”, o Banco Santander teria sido novamente beneficiado.

A SMI considerou que, não obstante a perda verificada no mercado à vista, em razão da venda de papéis do Índice abaixo de seu valor de mercado, teria havido benefícios no mercado de opções. Considerando-se as posições lançadas de opções flexíveis, a derrubada do valor do Ibovespa pode ter reduzido o prejuízo do Banco Santander no exercício de opções em cerca de R\$ 477.360,00, valor esse superior à perda resultante da venda dos papéis abaixo da cotação de mercado (cerca de R\$ 138 mil) - fls. 17/18.

Sobre essas operações, o Banco Santander explicou que, ao final do pregão de 27.06.00, procedeu à desmontagem da ponta comprada de sua estratégia, vendendo 520 contratos de Ibovespa futuro e o equivalente a 200 contratos em ações da carteira do Ibovespa. Em ambos os casos, salientou terem ocorrido mediante ordens a mercado, por diversas corretoras, o que atenderia às normas e regras do “call” de fechamento dos mercados da Bovespa e BM&F (fl. 93)

A SMI, todavia, entendeu que o Banco Santander adotou a iniciativa de venda dos papéis de forma indiscriminada, sem se preocupar com seus efeitos danosos sobre a eficiente formação de preços. Ressaltou que a desmontagem da posição não seguiu o critério alegado pelo Banco Santander. Isso pois, quando deveriam ter sido vendidos 520 contratos no encerramento do pregão, no máximo 440 deles foram efetivamente negociados, pelo que ao menos 80 contratos foram vendidos antes do início do período de ajuste, projetando uma ausência mínima de “hedge” de R\$ 4,13 milhões.

Assim, as vendas de contratos na BM&F não teriam ocorrido, em sua totalidade, no horário de cálculo do ajuste, enquanto as vendas das ações no “call” de fechamento foram defendidas como absolutamente necessárias para a manutenção da coerência da estratégia do Banco. A venda das ações naquele horário, contudo, resultou na redução do prejuízo com o exercício das opções.

Para aquela Superintendência, a escolha de diferentes critérios para a desmontagem de ambas as posições compradas não foi obra do acaso, por ser o efeito benéfico da queda do índice no fechamento absolutamente previsível (fl. 19-20).

Dessa forma, concluiu que as estratégias do Banco Santander e da Santander DTVM, de montagem de operações de “hedge”, não constituem, isoladamente, irregularidades puníveis pela regulamentação em vigor. Todavia, nos pregões de 28.04.00 e 27.06.00, essas entidades não se limitaram à desmontagem das posições nem à manutenção da estratégia de “hedge”, tendo, na verdade, tomado um conjunto de medidas que proporcionou benefícios financeiros consideráveis para o Banco Santander, em prejuízo do conjunto de participantes do mercado (fl. 20).

Com fulcro nos dados aqui apresentados, o Termo de Acusação conclui ter restado caracterizada, por parte do Banco Santander e da Santander DTVM, a prática de manipulação de preços vedada pela Instrução CVM n.º 08/79.

Da Defesa

Devidamente intimados, os indiciados apresentaram, conjuntamente, suas razões de defesa (fls. 1006/1144), sustentando, preliminarmente, ser nulo o presente processo administrativo, pois:

- o Inquérito Administrativo sob apreço deveria ter sido instaurado com a nomeação de uma Comissão de Inquérito, como prevê o art. 2º da Resolução CMN n.º 454/77. Mesmo após a reunião do Colegiado que aprovou a instauração deste Inquérito, a CVM solicitou que o Banco Santander, a Santander DTVM e a Santander Brasil S.A. CCVM prestassem esclarecimentos nos autos do Processo CVM n.º SP 2000/0349, indicando que não havia, por parte da autoridade fiscalizadora, convicção quanto à materialidade e à autoria, necessárias à formulação direta do Termo de Acusação;
- há dois processos administrativos (Processo CVM SP 2000/0349 - Processo I - e o Processo CVM SP 2001/0236 - Processo II) cuidando dos mesmos fatos, em prejuízo ao direito à ampla defesa, por obrigar uma pessoa a responder duas vezes pela mesma conduta e por inexistir meio de refutar todos os itens da acusação em um processo, já que os elementos que formaram a convicção do julgador encontram-se em mais de um processo;
- é nula a decisão tomada pelo Colegiado em 02.04.02, pelo fato de o Termo de Acusação, formulado nos autos do Processo II, não ter levado em consideração a explicação fornecida pelo Banco Santander e pela Santander DTVM. Estando os atos administrativos ligados aos motivos que lhe deram origem (Teoria dos Motivos Determinantes), é nulo o ato decorrente de motivação equivocada ou de fundamentação deficiente.

Quanto ao mérito, a defesa trouxe, em síntese, os seguintes argumentos:

Em relação às **operações do dia 28.04.00**:

- a posição simultânea no mercado à vista e no mercado futuro adotada pelo Santander era reflexo da estratégia chamada “cash and carry”, que seria uma estratégia clássica, não especulativa, que visa à obtenção de rendimentos os quais, na data da contratação da operação, são pré-fixados, sendo pois uma operação de renda fixa;
- a estratégia de “cash and carry” torna-se atrativa quando o diferencial entre o preço futuro e aquele à vista supera o custo oportunidade – taxa de juros – dos recursos a serem investidos na aquisição dos bens no mercado à vista;
- para que o ganho de renda fixa inicialmente projetado se concretize, é essencial a similaridade entre a carteira aplicada pelo investidor na estratégia “cash and carry” e a carteira teórica do Ibovespa;
- para se manter sempre o mais próximo possível da carteira teórica do Ibovespa, o Banco Santander utiliza-se dos seguintes métodos: (a) monta a sua carteira de “cash and carry” com praticamente a totalidade dos ativos componentes da carteira teórica do Ibovespa e procura comprar os ativos a ela referentes simultaneamente à venda de sua posição no Ibovespa futuro, utilizando-se de várias corretoras para que este objetivo seja alcançado e (b) ajusta sua carteira sempre de acordo com as modificações na carteira teórica do Ibovespa, vendendo os ativos que deixam de compô-la ou que têm sua participação relativa reduzida e adquirindo os ativos que passarão a compor o referido índice ou que terão sua participação aumentada;
- seguindo esses procedimentos, o Banco busca eliminar ao máximo o risco de descolamento e aproximar-se do “hedge perfeito”;
- a modificação da composição carteira teórica do Ibovespa, a partir de 02.05.00, consistia, entre outras alterações, na saída dos Recibos de Carteiras de Ações da Telebrás ON e PN (RCTB31 e RCTB41, respectivamente), os quais representavam uma participação conjunta na carteira superior à 40%, o que ensejou a necessidade de ajuste da carteira de “cash and carry” do Banco Santander, mediante a venda destes recibos e a aquisição de outros tantos papéis.

Em relação às **operações do dia 27.06.00** (fls. 1041 a 1047):

- a estratégia de arbitragem adotada havia sido montada em 26.04.00, com prazo de duração de 2 meses e vencimento em 27.06.00, e como em toda a operação desse tipo, a posição “comprada” da estratégia era contrabalançada por uma posição “vendida”;
- a posição comprada era composta, no início do pregão de 27.06.00, de uma carteira de ações integrantes do Ibovespa e 520 contratos de Ibovespa futuro, enquanto a posição vendida era uma posição de “call spread” – constituída pela aquisição simultânea de uma posição comprada (titular) e outra vendida (lançadora) de um determinado número de opções flexíveis referenciadas ao Índice Bovespa (vide quadro às fls. 1042);
- numa operação de “call spread” assim estruturada, a parte que aposta na alta do preço dos ativos subjacentes ao derivativo em questão (no caso, as opções flexíveis referenciadas ao Ibovespa) assume, na estratégia, uma posição comprada alavancada, especulativa;
- de acordo com o entendimento do professor e ex-diretor da Bolsa Brasileira de Futuros, Virgílio Samuel Gibbon, “uma expectativa de alta, para o mercado como um todo, leva à compra de um “call spread” que consiste em adquirir a posição comprada a um preço de exercício inferior àquele estabelecido para a posição vendedora...” (fls. 1042);
- o Santander figurava na posição de vendedor de um “call spread” na operação estruturada e a defesa explica, nas palavras do referido professor, que “a contraparte, para atender à pretensão do cliente, se expõe ao risco de que o mercado, de fato, suba”;
- contudo o Banco Santander, na qualidade de arbitrador, detém métodos operacionais para neutralizar seu risco, seja através da assunção de posições contrárias nos mercados à vista, seja via contratos futuros de índice;
- assim, estaria justificada a posição comprada do Banco Santander composta de uma carteira de ações representando o equivalente a 200 contratos de Ibovespa à vista e 520 futuro;
- já as opções flexíveis, que compunham a posição vendida do Banco, essas tinham data de vencimento definido, 27.06.00, quando haveria a extinção total dessa

posição vendida da seguinte forma: (a) estando o Ibovespa à vista cotado aproximadamente a 16.500 pontos, o Banco não exerceria as opções flexíveis de compra de que era titular, visto que o preço de exercício das opções - 18.353 – era superior à cotação à vista do dia e, assim, “virariam pó” e (b) o Banco exerceria as opções flexíveis de compra em que figurava como lançador, posto que, nesse caso, o preço de exercício – 15.446 – era inferior à cotação à vista do dia;

- a liquidação da operação de exercício das opções flexíveis, segundo as regras da BM&F, dar-se-ia pela diferença entre o preço unitário (no caso, o de fechamento do Ibovespa) e o preço de exercício, conforme fórmula do modelo oficial de contrato da BM&F;
- consumada a extinção da posição vendida do Santander, restaria apenas sua posição comprada, mas, como o pressuposto da manutenção da estratégia de arbitragem é justamente a existência de posições compradas e vendidas – equivalentes, fazia-se necessária a atuação do Banco para restabelecer o equilíbrio quebrado;
- em tese, o Banco Santander poderia, de duas maneiras, recuperar esse equilíbrio: desfazendo-se de sua posição comprada mediante a alienação dos ativos que a compunham, ou assumindo uma nova posição vendida, caso a contraparte – Citibank – aceitasse rolar a posição que vencia;
- como não houve a rolagem da operação do “call spread” pela contraparte, restou ao Banco Santander a primeira opção;
- segundo a melhor doutrina em finanças, para o encerramento dessa estratégia, é fundamental que a reversão da posição comprada se faça a preços os mais próximos possíveis daqueles que, conforme previamente acordado com a contraparte, serão levados em consideração para o cômputo do Ibovespa na liquidação dos contratos de opções, sob pena de ocorrer o indesejado descolamento; e
- quanto mais próximo o preço de fechamento no mercado à vista estivesse do preço de exercício das opções em que o Banco Santander figurava como lançador, menor seria o valor decido pelo Banco a titular da opção.

Apresentadas essas considerações iniciais, os defendentes passaram a refutar as premissas em que a acusação teria se baseado.

A primeira premissa criticada foi a relativa aos preços de venda dos valores mobiliários em questão, tendo sido aventado que (fls. 1048 a 1067):

- em relação à alegação da acusação de que a “oferta cruzada” subverte a lógica econômica de todo o processo de formação de preços, a defesa afirma que esse raciocínio não é aplicável neste caso, tendo-se em vista que o funcionamento do “Leilão de Call de Fechamento” obedece a regras e normas específicas;
- em um “call” de fechamento, preços de venda menores que os ofertados pelo melhor comprador são frequentes e que isto ocorre “ (a) quando existe a intenção de venda de lote maior do que a melhor oferta em aberto, sem que haja ofertas de preço mais atrativas para o volume desejado; (b) o investidor não quer correr o risco de não ter a sua oferta atendida”;
- no “call” de fechamento, não é possível a venda por preços diferenciados, pois apenas um preço final prevalece para todas as ofertas, buscando-se uma maior quantidade possível de participantes, saindo, do conjunto de oferta e demanda, um preço de equilíbrio;
- não é raro, para o mercado em questão, que uma oferta pela qual se pretende a venda de volume maior do que as ofertas em aberto seja feita por preço abaixo de ofertas de compra em aberto, para que, assim, seja obtida a liquidez necessária;
- as ofertas em apreço decorreram da necessidade de o Banco Santander se ater às estratégias que vinha implementando e, no âmbito das quais, as ditas vendas se deram;
- esse entendimento seria verdadeiro tanto para as operações na estratégia de “cash and carry” (28.04.00), quanto para as estratégias de “call spread” (27.06.00);
- no primeiro caso, a necessidade era de se ajustar a carteira de sua estratégia de “cash and carry” às modificações do Ibovespa, e, no segundo, era de desfazimento da posição comprada a preços mais próximos possíveis daqueles que seriam considerados para a liquidação das operações flexíveis.

operações do dia 28.04.00 – estratégia “cash and carry” (fls. 1057 a 1061):

- o ajuste da carteira do Banco Santander, decorrente da modificação da composição da carteira teórica do Ibovespa, a partir de 02.05.00, gerou a necessidade de substituição de um volume substancial de valores mobiliários;
- era imprescindível a oferta de preço mais atrativo para que se obtivesse a venda do volume necessário e, conseqüentemente, o sucesso da consecução da estratégia visada;
- tal afirmação pautava-se em duas razões: (a) no “call” de fechamento daquele dia, o tamanho dos lotes com ofertas de compra era irrisório face ao tamanho do lote que deveria ser vendido para a manutenção da estratégia “cash and carry” e (b) não obstante a oferta à preços atrativos dos recibos Telebrás – RCTB31 e RCTB41, o Banco Santander não conseguiu vender todos os lotes que pretendia para cumprir a mencionada estratégia;
- o Santander pretendia vender, no “call” de fechamento, 34 milhões de RCTB31 e 49,9 milhões de RCTB41, enquanto o lote de recibos RCTB31, com oferta de compra em aberto no “call” em questão, era de apenas 1 milhão de ações e o lote de recibos RCTB41 totalizava apenas 2 milhões, de forma que as ofertas existentes, por corresponderem a apenas 3% e 4% dos lotes que o Banco Santander desejava vender, não atendiam à demanda daquela instituição financeira;
- as regras próprias do “call” de fechamento estabelecem que só há um preço de fechamento pelo qual são fechados todos os negócios e ofertas atendidas, não sendo a lógica da acusação aplicável a este caso;
- a fixação do preço único de fechamento ocorre de um procedimento em que são reunidos o primeiro melhor preço (a primeira melhor oferta de compra) com o primeiro menor preço (a primeira melhor oferta de venda), o segundo melhor preço com o segundo menor preço, e assim sucessivamente;
- o preço pelo qual todas as operações serão fechadas consistirá no preço oferecido pelo último participante do leilão, cuja ordem puder ser atendida após casadas todas as ofertas de venda e compra que puderem ser atendidas segundo o procedimento acima descrito, i.e., as operações serão fechadas pelo “preço da oferta atendida parcialmente no último ‘mach’ possível” (fl. 1059);
- se o Banco Santander tivesse praticado o preço idêntico ao que vinha sendo oferecido para compra dos RCTB31 e RCTB41, “ provavelmente só teria conseguido vender 1 milhão e 2 milhões de RCTB31 e RCTB41, respectivamente” (fl. 1059);
- a oferta de lote significativo a preço sensivelmente inferior às melhores ofertas em aberto foi provocada pelo fato de que não haveria compradores de tamanho lote a preços superiores;
- o oferecimento, pelo Banco Santander, de preço de venda mais atrativo do que até então estava sendo ofertado, no call de 28.04.00, provocou substancial aumento de interesse pelos mencionados ativos no mercado, bem como a reação de compradores no sentido de melhorarem suas ofertas;
- o Banco Santander, mesmo tendo praticado preços atrativos no referido call, não logrou desfazer-se de toda a posição de Recibos Telebrás que integravam sua estratégia cash and carry;
- com relação ao RCTB31, o ajuste pretendido era de 44,8 milhões de ações, tendo sido vendidas 10,8 milhões durante o pregão e apenas 5 milhões durante o call e que, com relação ao RCTB41, o ajuste pretendido era de 130,9 milhões de ações, tendo sido vendidas 81 milhões durante o pregão e 11 milhões durante o call de fechamento;
- a necessidade de que fossem ofertados preços mais atrativos para que se alcançasse o objetivo de venda do lote desejado de recibos também se comprova pelo fato de que, mesmo diante de tais ofertas atrativas, o Banco Santander não conseguiu alcançar tal objetivo.

operações de 27.06.00 – estratégia de “call spread” (fls. 1061/1067):

- fazia-se necessário o desfazimento da posição comprada da estratégia “call spread” a preços os mais próximos possíveis daqueles que seriam considerados para a liquidação das opções flexíveis (a saber, os preços de fechamento do mercado à vista);
- o uso de preços inferiores às melhores ofertas em aberto era forçoso, posto que o Banco Santander precisava obter a máxima garantia de que conseguiria colocar as ações pretendidas;
- ante as regras do leilão do “call” que obrigam todos os negócios a fecharem um mesmo preço, o Banco Santander tinha de fazer uma oferta de venda a preços mais atrativos, sem o que, possivelmente, não conseguiria vender os lotes que pretendia;
- o preço de fechamento não é fruto da atuação de um único comitente;

- no dia 27.06.00, foram negociadas pelo Banco Santander 42 ações diferentes no "call" de fechamento, dentre as quais, (a) treze (31% vendidas no "call") em pouco ou nada influenciaram o preço de fechamento, o qual foi determinado por ofertas de compra a preço igual ou muito próximo aos preços que estavam vigorando antes do início do "call"; (b) vinte e duas (52% vendidas no "call") geraram forte reação de compradores, tendo o preço de fechamento sido muito superior ao preço das ofertas realizadas e (c) sete (17% vendidas no "call") tiveram preços fechados abaixo do preço negociado antes do "call", sem que tenha havido reação significativa de compradores;
 - não é previsível que a oferta de venda a preços baixos resulte em uma queda de preços;
 - "a venda por preço abaixo de ofertas existentes no mercado era uma necessidade para aumentar a demanda pelos ativos, tanto em 28.04.00 quanto em 27.06.00, e, portanto, tinha um objetivo não só usual nesse tipo de mercado (e, principalmente, em leilões de call de fechamento), quanto legítimo, legal e economicamente amparado" (fl. 1062);
 - a Bovespa estabelece procedimentos especiais no caso de ofertas que sejam consideradas "fora dos parâmetros", compostos por regras que visam a garantir a transparência e a maior interferência possível dos participantes do mercado, obrigando qualquer operação que ultrapasse certos parâmetros de preços ou de quantidade à submissão de um leilão especial;
 - o "call" de fechamento é um desses procedimentos especiais, estando os papéis que compõem a carteira teórica do Ibovespa diariamente a ele submetidos;
 - em carta do Superintendente Geral da Bovespa dirigida ao jornal "Estado de São Paulo" (fls. 231 e 232), aquele manifestou sua divergência em relação a uma notícia a qual afirmava que a operação de venda de recibo Telebrás, em 28.04.00, havia sido realizada fora dos parâmetros do mercado, afirmando que "...os preços alcançados em leilão nunca podem ser considerados fora dos parâmetros" (fl. 1063);
 - a Instrução CVM n.º 168/91, em seu art. 1º, determina que a Bolsa de Valores adote procedimentos especiais de negociação para as operações que representem quantidade de ações ou direitos sensivelmente superiores à média diária negociada nos últimos pregões;
 - a interpretação de uma situação como extrema ou "fora de parâmetros" cabe às bolsas de valores, sob supervisão da CVM, o que não ocorreu no caso;
 - não é razoável que ao Banco Santander ou à Santander DTVM seja atribuído o ônus de antever que as oscilações ocorridas nos dias 28.04.00 e 27.06.00 poderiam vir a ser consideradas inadequadas pela CVM, já que: (a) essas oscilações estavam dentro dos limites estabelecidos nas próprias regras da bolsa e (b) as operações foram realizadas em conformidade com as diretrizes das estratégias financeiras a que se referiam e em observância às normas pertinentes, sem que tenha havido dolo.
- No que tange à premissa acerca da escolha do momento para a realização das operações de venda, afirmou a defesa que (fls. 1067/1081):

operações de 28.04.00:

- o procedimento de venda concentrada no "call" de fechamento visava a evitar ou, ao menos, a reduzir o chamado "risco de descolamento" entre o preço de execução da venda e o de fechamento do mercado;
- o Banco Santander tradicionalmente possuía uma estratégia de "cash and carry" vinculada ao permanente "acompanhamento" da carteira do Ibovespa;
- a melhor doutrina na área de finanças aconselha que os negócios com a finalidade de ajuste de carteira sejam realizados no menor espaço de tempo possível;
- é impossível montar uma carteira – ou ajustá-la – por preço idêntico àqueles embutidos no índice à vista no momento da venda a futuro, vez que a montagem da carteira ocorre ao longo de certo período e não no exato momento, nem pelo mesmo preço da venda a futuro, sendo a mesma impossibilidade aplicável a cada ajuste periódico da carteira;
- o aumento de risco para a montagem da estratégia consistente na existência do lapso de tempo entre negociações seria aplicável à hipótese de ajuste da carteira;
- para se obter o máximo de exatidão e sucesso na operação, deve-se evitar que os preços de venda/compra das ações para ajuste da carteira "cash and carry" difiram dos preços embutidos no Ibovespa, que são calculados no fechamento, de forma que a atuação do defendente no sentido de buscar ao máximo concentrar suas vendas no final do mercado não pudesse ser considerada "inovadora";
- a nova carteira é precificada com base no preço de fechamento do mercado à vista no dia anterior ao início da vigência do novo Índice;
- considerando que os preços embutidos no Ibovespa são calculados ao preço de fechamento do quadrimestre, a implementação mais eficiente da estratégia "cash and carry" pressupõe que quaisquer ajustes de carteira ocorram o mais próximo possível do horário de fechamento;
- as duas opções apresentadas pelo Banco Santander são, na verdade, duas opções para a estratégia "cash and carry", quais sejam, aquela em que se assume o risco de "deslocamento" e a que não se assume tal risco. Nesta última hipótese, as negociações são concentradas no período que constitui o período-base do cálculo da nova carteira (o fechamento do mercado);
- a doutrina financeira sugere que se opte pela segunda hipótese, já que a primeira elevaria em muito o risco da operação. No entanto, restrições de caráter operacional podem levar à adoção forçosa da primeira hipótese em relação à parte estratégica;
- em todas as ocasiões de mudança do Ibovespa, estando em curso a estratégia "cash and carry", o Banco Santander procurava realizar os ajustes de sua carteira negociando a maior quantidade possível de ativos no momento relevante do cálculo do novo Índice;
- diante do fato de que haveria uma mudança drástica no Ibovespa naquele quadrimestre, considerou-se que a política de concentração total de negócios no fechamento não poderia ser implementada para a alienação dos Recibos, tendo o Banco realizado seus negócios de maneira menos concentrada, de acordo com o modelo clássico de estratégia, não havendo, portanto, nenhum fundamento à acusação de "dolosa concentração de vendas no call de fechamento".

operações de 27.06.00:

- o momento de desfazimento da posição de "hedge" estava previsto no próprio contrato;
- o mercado de opções flexíveis é tecnicamente sofisticado, sendo as operações conhecidas em profundidade pelas partes envolvidas, em geral instituições profissionais no mercado;
- o Citibank sabia que as instituições financeiras procuram satisfazer suas posições de "hedge" o mais próximo possível do período de cálculo dos preços dos ativos subjacentes, bem como que a liquidação das opções flexíveis se faria pelo preço de fechamento do mercado, tendo assumido o risco desse preço, qualquer que fosse ele;
- deveria saber, ainda, que era adequado que o desmonte fosse feito no momento da liquidação das opções flexíveis;
- é da própria essência das operações de arbitragem que não se tomem os chamados "riscos direcionais", sendo evidente a necessidade de vendas das ações na data em questão;
- é essencial a adoção da política ou procedimento de se aproximar ao máximo o preço de liquidação das posições de "hedge" ao preço de exercício dos contratos de opções flexíveis;
- também no caso da estratégia "call spread", o conjunto de preços determinado no "call" de fechamento do dia 27.06.00 seria relevante para a determinação do valor de fechamento a ser utilizado para o exercício dos contratos de opções flexíveis, que constituíam a posição vendida remanescente do "call spread" detida pelo Banco Santander;
- o Banco Santander tinha razões técnicas relevantes para alienar a sua carteira de ações à vista aos mesmos preços que seriam considerados para o cômputo do Ibovespa de fechamento;
- o leilão de "call" é o mecanismo existente para uma melhor formação de preços;
- há razões técnicas para a escolha do "call de fechamento" como o momento da liquidação do "hedge" do "call spread", não havendo porque se apegar a conjecturas de suposta má-fé, ou objetivos indiretos não comprovados.

Quanto à terceira premissa, segundo a qual a utilização de uma grande quantidade de papéis nas ofertas do Banco Santander e da Santander DTVM teria colaborado para que essas instituições determinassem os preços dos papéis, forçando a sua baixa, assinala a defesa que os volumes ofertados e negociados estavam dentro dos volumes habituais de negociação dos papéis a que se referiam, inexistindo a alegada "venda maciça" de ativos.

Em relação à quarta premissa, que trata do objeto de auferimento de ganhos no mercado de futuros, os defendentes sustentaram ser entendimento pacífico que o tipo "manipulação de preços" não se configura sem que se verifique o objetivo de obtenção de vantagem econômica, devendo a conduta do agente, portanto, gerar uma vantagem econômica, para que se configure o resultado ilícito.

operações de 28.04.00:

- é irrelevante o fato de o Ibovespa oscilar, para cima ou para baixo, em algum momento específico entre a data de seu início e aquela prevista para sua liquidação, desde que a estratégia não seja liquidada naquela data, nem nos dias seguintes;
- o valor do índice, tanto à vista quanto o futuro, somente possui relevância na data de início da operação, pois é com base em tais parâmetros que a taxa de renda fixa pretendida é calculada;
- o dia 28.04.00 (ou o dia útil seguinte, 02.05.00) não era a data de início da estratégia, nem a data de seu vencimento, tampouco aquela em que o Banco Santander liquidaria (ou liquidou) sua posição, não tendo a pontual oscilação do índice, naquele dia, portanto, nenhuma implicação ou impacto no resultado final da estratégia sob análise;
- a oscilação do índice futuro em 28.04.00 e 02.05.2000 seria irrelevante, porque a posição do Banco Santander em sua estratégia "cash and carry" foi mantida após tais datas, não tendo o preço do fechamento do leilão das referidas datas nenhuma relevância ou consequência para aquela instituição financeira;
- a posição do Banco Santander na estratégia "cash and carry" permaneceu idêntica à de 28.04.00 até 03.05.2000, tendo sido modificada (para cima) a partir de 04.05.2000;
- a carteira "cash and carry" já estava montada há algum tempo em 28.04.00, e assim permaneceu até 02.05.2000, tendo sido carregada quase que integralmente até o vencimento do Índice Futuro de junho;
- a posição, tanto da carteira de ações quanto do Ibovespa Futuro, permaneceu a mesma após aquele dia, pelo que o cálculo do resultado do dia seguinte do Ibovespa Futuro feita pela Acusação representa um equívoco;
- os ajustes diários da BM&F não interferem no resultado global da operação;
- em uma operação de futuro, o que importa é o seu resultado global, não devendo ela ser tomada pontualmente;
- o fato de ter recebido ajuste positivo em 02.05.2000 não melhorou nem piorou o resultado total da operação, já que, em vários outros dias seguintes até a liquidação, houve o ajuste negativo;
- o Banco Santander, em 28.04.00, buscava apenas realizar o ajuste quadrimestral da estratégia "cash and carry".

operações de 27.06.00:

- a contraparte da operação conhecia e concordou contratualmente que a liquidação das posições se daria com base no preço de fechamento e não no de 16:55 h, quando se encerra o pregão eletrônico;
- não foi a atuação isolada do Banco Santander e da Santander DTVM, nos últimos 5 minutos do pregão, que gerou a oscilação de que recente a Acusação; não obstante as cotações da oferta do Banco terem sido 5,17% inferiores à segunda melhor oferta concorrente em cada papel, o fechamento se deu com queda de 1,32%;
- o preço de fechamento do leilão de "call" não foi determinado pelos preços de ofertas de venda, mas pela interação das ofertas de compra e venda;
- os defendentes não tinham outra opção que não a venda de ativos componentes da posição "comprada", tendo em vista a decisão da contraparte da operação de não rolar sua posição;
- essa posição não representava um "hedge" perfeito; ao assumirem uma posição "comprada" (ou seja, um "hedge"), teriam assumido maior risco para si, em benefício do próprio mercado;
- a alternativa escolhida era a que melhor garantiria os interesses do mercado e da própria contraparte, por proporcionar menor oscilação de preços para o primeiro e menores perdas para a segunda;
- os defendentes assumiram um risco bastante grande para uma posição de arbitrador, minimizando os riscos de impactos relevantes na bolsa, decorrentes da eventual necessidade de venda de lote muito grande no mercado à vista;
- ao adotar posição especulativa na estratégia, com lote substancial e vencimento pontual, e ao não arrolar a sua posição, a contraparte não deixou melhor alternativa ao arbitrador, o qual teve que liquidar a sua posição;
- a "redução de prejuízo" era a melhor hipótese para o Banco Santander e para a Santander DTVM, além de ser a melhor alternativa para a contraparte. A vantagem patrimonial indireta que decorreu da queda dos ativos foi uma das consequências do desfazimento/liquidação, mas não seu objetivo, que era o do desfazimento/liquidação em restrita observância da política da instituição financeira;
- os procedimentos adotados estavam de acordo com a política interna das instituições em que ocorreram e refletiam a melhor técnica sobre essa matéria.

Quanto à quinta premissa, acerca da intenção de causar "dano", elemento essencial do ilícito administrativo objeto do presente inquérito, a defesa assinalou que:

- não é razoável que se considere que o Banco Santander tenha promovido as vendas no "call" de fechamento com a finalidade de auferir lucros nos ajustes positivos no mercado de futuros, sendo irrelevante tal ajuste diário para o resultado final da estratégia "cash and carry";
- não tendo havido a suposta vantagem nem a intenção de obtê-la, não há ilícito;
- em leilões do tipo "call" de fechamento, é comum serem feitas ofertas relevantes a preços substancialmente maiores ou menores do que as ofertas em aberto naquele momento, não decorrendo, daí, nenhuma oscilação de preço relevante na direção supostamente 'esperada' ou 'previsível';
- mesmo no leilão do "call" de fechamento, a oferta de venda de um lote substancial de ações a preço mais baixo do que a oferta de compra em aberto não tem necessariamente o efeito de forçar a queda do preço de fechamento de tais ações, da mesma forma que a oferta de um lote substancial de ações a preço mais alto do que a oferta de venda em aberto não tem necessariamente o efeito de forçar a alta de fechamento de tais ações;
- o fato de que alguém 'deveria saber' que, com a venda de número elevado de ações o preço poderia ser diminuído, não significa que se tenha agido com esse objetivo ou, ainda, que tenha constituído manipulação;
- ao definir a conduta da "manipulação de preços", a norma prevê um especial fim de agir, qual seja, a utilização de qualquer processo ou artifício voltado para a elevação, manutenção ou rebaixamento da cotação de um valor mobiliário - a individualização de um dado fim como integrante do núcleo da ação típica constitui o chamado 'dolo específico', em contraposição ao dolo genérico";
- no momento em que o Banco Santander e a Santander DTVM realizaram as vendas, as regras aplicáveis permitiam e legitimavam-nas, não sendo possível imputar aos defendentes as consequências que, por distorções inerentes à falta de regulamentação aplicável, acabaram por se verificar;
- a movimentação acionária somente poderia ser caracterizada como "manipulação de preços" se os referidos agentes tivessem atuado dolosamente com a intenção de alterar a cotação de um determinado valor mobiliário;
- faltando o especial fim de agir estabelecido pela norma, não se completa o tipo subjetivo, não podendo ser imputada aos agentes a prática de "manipulação de preços".

Quanto aos demais "indícios" apontados pela Acusação, afirmou a defesa que:

- o Banco Santander não teria omitido à Bovespa a informação de que fora comprador líquido no pregão de 28.04.00, mas isso dizia respeito especificamente à estratégia "cash and carry" e não à totalidade das negociações ocorridas naquela data;
- em carta enviada em 30.01.2001 à CVM, o Banco Santander afirma ter buscado esclarecer o assunto, detalhando as operações que teriam pertencido à estratégia "cash and carry", diferenciando tais operações daquelas pertencentes a outras estratégias, não tendo esses esclarecimentos, todavia, sido levados em consideração pela acusação;
- não se pode imputar responsabilidade aos Defendentes por não apresentarem um extrato da CBLC que demonstrasse a propriedade da carteira de ações na exata proporção dos papéis integrantes do Ibovespa em 28.04.00, posto que tal documento não foi a eles solicitado;
- o extrato é absolutamente inaplicável para os efeitos desejados, porque: (a) as informações nele contidas referem-se à posição total mantida em custódia na CBLC pelo Banco Santander e não especificamente às estratégias desse deficiente; (b) tratava-se de extrato mensal e não diário, considerando apenas as posições já fisicamente liquidadas, refletindo, pois, a posição de dois dias antes; e (c) as posições que constam do extrato não são calculadas pelo preço de fechamento, mas por uma média.

Sobre a suposta atuação dos defidentes, em 27.06.00, em desacordo com a estratégia de "evitar riscos direcionais", afirmaram que, por documento datado de 31.01.02, já informaram à SMI que haviam sido vendidos 445 contratos no final do pregão e que os 75 contratos restantes (e não 80) foram negociados antes do fechamento. Assim, jamais ocorreu a ausência de "hedge", já que aqueles últimos contratos não foram vendidos antes do período de ajuste, mas realocados para outras estratégias do Banco Santander, ao preço de fechamento do dia.

Quanto à indicação, por parte da acusação, de que não seria verdadeira a alegação do Banco Santander de que não havia outra maneira de proceder à desmontagem, os defidentes sustentaram que:

- a CVM agiu de forma tendenciosa, utilizando-se de um jogo de palavras para tentar demonstrar uma contradição na argumentação do Banco Santander, a qual jamais existiu;
- o único "hedge" possível para o Banco Santander seria o da venda pontual da carteira (27.06.00) ou a realização de ajustes (28.04.00) no fechamento do mercado;e,
- as duas opções teóricas apresentadas pelo próprio Banco Santander são, na verdade, as duas opções apresentadas pela própria doutrina financeira para a estratégia "cash and carry" – a doutrina financeira sugere que se opte pela segunda hipótese (não se assume risco de "deslocamento", concentrando-se as negociações no período-base do cálculo da nova carteira), por ser o formato que melhor atende ao objetivo da estratégia.

Os defidentes alegaram existir na acusação referências errôneas, trazendo como exemplo a citação transcrita no item 10 da análise – tal trecho trata da prática de "squeeze" no mercado de "commodities", mercado de liquidação física, que difere daqueles de liquidação financeira.

Adicionalmente, esclareceram os defidentes que:

operações de 28.04.00:

- não houve nenhum tipo de incoerência na atuação do Banco Santander, que vendeu ações quando era o caso de exclusão ou redução de participação no Ibovespa, mas também comprou ações quando era o caso da respectiva inclusão ou aumento de participação;
- o que levou o Banco Santander a vender recibos foi o mesmo motivo que o levou a comprar outras ações: ajustar sua carteira na estratégia 'cash and carry';
- o efeito negativo das vendas dos recibos provavelmente só não foi anulado pelo efeito de suas compras naquele dia porque os recibos tinham um peso significativamente maior do que os demais papéis do Ibovespa e foram retirados do cômputo do índice de uma única vez;
- as oscilações ocorridas em 28.04.00 correspondem a um movimento natural e usual do mercado quando há modificações da carteira teórica do Ibovespa, em função, dentre outros, da necessidade de ajuste das estratégias de participantes atuantes do mercado.

Sobre a situação específica dos Srs. Mário Gomes Torós e Gustavo Adolfo Funcia Murgel alega a defesa que os defidentes em questão não participaram das operações de 28.04.00 e 27.06.00 em razão de sua pouca relevância relativa (por representarem percentuais baixos em relação ao volume total das operações realizadas pelos defidentes naquelas datas), não havendo, pois, como se caracterizar o dolo específico que integra o ilícito de manipulação de preços, tampouco o dolo eventual ou a culpa, ainda que *in vigilando*;

A defesa sustenta, por fim, que todos os defidentes devem ser absolvidos.

É o Relatório.

Rio de Janeiro, 14 de julho de 2004

Eli Loria
Diretor-Relator

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM SP 2001/0236

Indiciados: Banco Santander Brasil S/A
Santander Noroeste DTVM Ltda.
Mário Gomes Torós
Gustavo Adolfo Funcia Murgel

Relator: Diretor Eli Loria

VOTO

Senhores membros do Colegiado:

De início, quanto à alegação de nulidade do presente processo por conta da não constituição de Comissão de Inquérito, cumpre ressaltar que a CVM possui a faculdade de optar por uma das metodologias regulamentadas de apuração dos fatos e elaboração da acusação. Trata-se de faculdade da Administração, que decide em cada caso específico se constitui uma Comissão de Inquérito ou se será elaborado um termo de acusação.

No caso, decidiu o Colegiado pelo Termo de Acusação, o qual foi elaborado respeitando-se a regulamentação aplicável. Segundo avaliação desta CVM, a apuração dos fatos não exigiria a Comissão de Inquérito, uma vez que as informações então obtidas a respeito do caso eram suficientes, tanto em termos de autoria quanto de materialidade para a elaboração deste Termo.

Quanto a uma eventual duplicidade procedimental, é descabida a sugestão de que os defidentes respondem a duas vezes pela mesma conduta (fls. 1016 e segs.). Os elementos necessários à convicção do julgador encontram-se única e exclusivamente no Processo Administrativo Sancionador CVM SP2001/0236. Uma leitura atenta do Termo de Acusação apresentado pela SMI (fls. 1/24) revela que não há referência a documentos "externos" ao presente processo. Aliás, uma vez solicitados, todos os documentos exigidos pela defesa foram incorporados ao processo, e todas as solicitações de vistas foram deferidas (v. despacho às fls. 182), inclusive com a pertinente prorrogação de prazo para apresentação de defesa.

Por fim, para o encerramento da análise das preliminares, afasto também a alegação de nulidade da decisão do Colegiado, visto que os fatos narrados no Termo de Acusação constituíram evidência suficiente para a abertura do presente Processo Administrativo, dadas as evidências factuais de alteração no funcionamento regular do mercado, conforme bem demonstrou o então Diretor-Relator, em seu voto de 02.04.02 (fls.150/159).

Assim, afastadas as preliminares, passo a analisar o mérito das alegações da defesa.

Sobre os preços e o momento da venda dos valores mobiliários

A primeira alegação da defesa é relativa à frequência com que se observa a existência de ofertas de compra e venda com "preços cruzados", quando o preço da melhor oferta de compra existente é superior ao preço da melhor oferta de venda. Dadas as evidências apresentadas pelos defidentes, fls. 1051/1055, é preciso reconhecer que tal prática pode ocorrer nos períodos de *call* de fechamento.

O *call* de fechamento é um leilão eletrônico realizado no encerramento do pregão, em que ofertas de compra e de venda são colocadas pelas corretoras sem fechamento imediato de negócios. Face às características das ofertas de compra e de venda colocadas (especialmente em termos de quantidade e preço), ao final do *call* (que à época dos fatos aqui analisados, tinha a duração inicial de cinco minutos) determina-se um único preço (o "preço de fechamento"), que atenderá ao maior número possível de ofertas (ponderadas pelas respectivas quantidades de ações) e é uma referência importante para o mercado, mas nos dias 28.04 e 27.06.00 tal preço era particularmente importante.

Na primeira data, 28.04.00, tratava-se do último dia de vigência da carteira teórica do Ibovespa – vide item nº 10 do Termo de Acusação (fls. 3) - que contava com os Recibos de Carteira de Ações Telebrás (RCTB31 para as ações ordinárias e RCTB41 para as ações preferenciais), que a partir do pregão imediatamente subsequente (02.05.00) não mais fariam parte da carteira do Ibovespa.

A saída de tais recibos do índice deveu-se ao fato de que as ações que representavam, oriundas da cisão da antiga Telebrás S.A., já eram livremente negociadas no mercado. Assim, a Bovespa decidiu que os recibos deixariam de fazer parte do índice e seriam substituídos por outras ações, de acordo com a liquidez de cada uma delas.

Já o preço de fechamento de 27.06.00 era a referência para o encerramento de uma série de contratos de opções flexíveis sobre o preço do Ibovespa, registrados na BM&F, cujos ajustes eram calculados com base neste preço de fechamento.

É sabido que as particularidades do leilão no fechamento podem motivar a utilização de estratégias de negociação que não seriam aplicáveis ao pregão regular. Assim, a colocação de ofertas com "preços cruzados" no período do *call* não constitui em si uma irregularidade. O que importa é a possibilidade de se alterar o preço de fechamento com a colocação de ofertas ao longo do *call* que determinem preços mais baixos.

Assim, ainda que se considere o preço de cada oferta colocada por ordem dos defendentes, é essencial se verificar as quantidades ofertadas, que também são base para a determinação do preço de fechamento.

Inicialmente, tome-se como exemplo a negociação de RCTB31 no encerramento do pregão de 28.04.00, segundo informações apresentadas pela própria Bovespa (fls.75), e conforme detalhado às fls. 137 a 148.

Verifica-se que o *call* se iniciou com um preço teórico de R\$161,00, uma baixa de 1,8% em relação ao último negócio do pregão regular, motivado pelo cruzamento da oferta de venda do Santander, colocada às 16:58:00 hs. e da oferta de compra da corretora Novinvest, inserida no sistema desde as 10:14:02 hs., pelo preço de R\$161,00.

Na seqüência, o Santander alterou a oferta anteriormente colocada, rebaixando o preço para R\$ 155,00 obtendo prioridade de atendimento mas também determinando um preço de fechamento muito abaixo daqueles praticados ao longo do dia, com uma redução de 5,46% em relação ao último negócio antes do *call* de fechamento.

Observou-se o mesmo na negociação de RCTB41, no *call* de fechamento de 28.04.00, pois, depois de encerrar o pregão regular a R\$216,50, a corretora Magliano, atendendo a orientações do Santander, às 16:57:28 hs, colocou uma oferta de venda a R\$200,00, enquanto que a melhor oferta vendedora era de R\$ 215,00.

Sugere o Santander que uma das motivações para a colocação de ofertas a preços mais baixos, ao longo do *call* de fechamento, seria a necessidade de se manter a prioridade de execução. Note-se, entretanto, que a mesma prioridade pode ser obtida de forma diferente, e de maneira muito menos contundente ao processo de formação de preços.

Sobre as operações do dia 28 de abril, alegou o defendente que "era imprescindível, para o sucesso da consecução da estratégia, a oferta de preço mais atrativo, para que se obtivesse a venda do volume necessário" (fls. 1057), e apontou como razões para tanto que: (i) o tamanho dos lotes com ofertas de compra era irrisório face às vendas que o defendente deveria realizar e (ii) nem mesmo com as ofertas a preços "atrativos" foi possível se desfazer de todas ações cuja venda era necessária.

Neste ponto, cumpre ressaltar que, segundo informações do próprio defendente, as vendas de RCTB41 e RCTB31 necessárias ao ajuste da carteira eram de 130,9 milhões e 44,8 milhões, respectivamente (fls. 1060). Ao longo do pregão de 28.04.00 foram comprados pelo Santander 149 milhões (fls.83) e vendidos 81 milhões de RCTB41, antes do *call* de fechamento (fls.1060) e, simultaneamente, foram comprados 35 milhões de RCTB31 (fls.83) e vendidos 10,8 milhões (fls.1060), também antes do *call*. Assim, o Santander teria que vender durante o *call* de fechamento 34 milhões de RCTB31 (mais do dobro do que foi vendido ao longo de todo o pregão) e 49,9 milhões de RCTB41 (62% do vendido ao longo do dia) tendo vendido 11 milhões de RCTB41 (8,5% da necessidade de ajuste no dia) e 5 milhões de RCTB31 (11,2% do ajuste do dia).

Sobre a oportunidade de venda dos papéis RCTB31 e RCTB41 em 28.04.00, consignou a defesa: que a venda dos recibos durante o *call* de fechamento seria tecnicamente mais recomendável que as demais alternativas (fls. 1072). Apresentou ainda dados que demonstrariam que não teria havido concentração de negócios no *call* de fechamento: por exemplo, 89% e 70% das vendas de RCTB31 e RCTB41 efetivamente realizadas pelo Santander no dia 28.04 teriam ocorrido antes do *call* (fls. 1073).

Neste ponto, discordo da defesa e entendo que houve concentração de negócios durante o *call*. É evidente que ao se comparar o volume absoluto de papéis vendidos ao longo do dia há mais negócios antes do *call*, pois o pregão se inicia pela manhã e funciona até o fim da tarde. Já o *call* de fechamento, à época, possuía a duração inicial de apenas cinco minutos – correspondentes a 1,6 % do tempo total do pregão.

Assim, alienar-se 11% do total de vendas de RCTB31 e 30% das vendas de RCTB41 neste curto espaço de tempo constitui efetivamente uma concentração. Ainda que se considere que o volume negociado no *call* estivesse próximo ou inferior à média histórica daquele período, é fundamental notar que neste caso há um único participante influenciando decisivamente os volumes negociados e os preços dos Recibos - o Santander.

Situação semelhante foi observada nas operações de 27.06.00, em que mais uma vez o Santander, desta vez acompanhado pela Santander DTVM, atuou no *call* de fechamento, com a colocação de ofertas de venda que colaboraram decisivamente para a determinação do preço de fechamento.

Nesta segunda oportunidade, o Santander havia montado, dentre outras, uma estratégia que consistia em posições "compradas" e "vendidas" em opções de compra sobre o preço de fechamento do Ibovespa na Bolsa de Valores de São Paulo, (o que se chama de *call spread*), registradas na BM&F, e posições "compradas" em ações integrantes do Ibovespa e também em contratos de Ibovespa futuro (estratégia detalhada pela Defesa as fls. 1041 a 1045), estes últimos negociados na BM&F.

O encerramento desta posição de *call spread*, por disposição contratual, aconteceria em 27.06, sendo que o valor a ser pago ou recebido no encerramento das opções dependeria do preço de fechamento das ações da carteira teórica do Ibovespa, no mercado à vista. A posição do Santander era de "vendedor" do *call spread*, de forma que a ele interessaria que o Ibovespa fechasse a uma cotação mais baixa, o que reduziria o ajuste a ser pago, relativo ao encerramento destas opções. De outro lado, à contraparte do Santander interessaria um preço de exercício mais alto, o que aumentaria o valor a ser recebido por conta de sua posição "comprada" no *call spread* (fls. 13/15).

Este *call spread* não deve ser analisado isoladamente, pois o Santander estava com as posições "compradas", e das quais deveria se desfazer – a saber, venda das ações e venda de contratos de Ibovespa futuro (de forma a encerrar a posição nestes contratos).

O fato é que o Ibovespa no mercado à vista apresentou desvalorização significativa, após a realização do *call*: uma alta de 0,06% alterou-se para uma queda de 1,38% (o mercado futuro de Ibovespa, por sua vez, apresentara uma alta de 0,90%). Outro fato que ilustra tal movimento é o descolamento dos mercados à vista e futuro de Ibovespa no pregão subsequente: o primeiro apresentou uma alta significativa de 2,0%, enquanto que o mercado futuro subiu 0,1% (fls. 18).

Inicialmente, cumpre mencionar o ocorrido no mercado à vista: o Santander e a Santander DTVM venderam ao longo do *call* de fechamento ações integrantes do Ibovespa, de forma a desmontar tal posição comprada. Demonstrou a acusação que ambos colocaram ofertas de venda a preços abaixo das ofertas até então observadas, com grande participação no resultado final.

De outro lado, argumentou a defesa que a participação dos defendentes não foi decisiva para a formação do preço de fechamento, visto que em certos casos o preço de fechamento de inúmeros papéis teria sido determinado por ofertas de compra a preços iguais ou próximos àqueles anteriores ao início do *call*; que em outras situações o preço de fechamento teria sido superior ao preço das ofertas de venda do Santander e da Santander DTVM e que seriam poucos os casos em que o preço de fechamento teria sido flagrantemente inferior ao preço praticado antes do *call* (fls. 1061 e 1062).

Neste ponto, consideradas as ações com maior participação no Ibovespa em 27.06.00 e a atuação do Santander e da Santander DTVM na ponta vendedora, tem-se que o Santander foi o maior responsável pela queda ocorrida, durante o *call* de fechamento do preço das ações Petrobrás PN, Eletrobrás PNB, Telesp Celular Participações PN, Telemar PN, Bradesco PN, Globocabo PN e Cemig PN.

Assim, a influência das ofertas de venda será tanto maior quanto mais significativa a participação de cada ação na carteira do índice Bovespa – ora, para nove das dez ações de maior participação relativa, as vendas realizadas por Santander e Santander DTVM no decorrer do *call* de fechamento não foram inferiores a 63,2% (fls. 16).

No que tange os argumentos adicionais apresentados pela defesa, cumpre mais uma vez ressaltar a diferenciabilidade do procedimento do *call* de fechamento, segundo palavras dos próprios defendentes: "No *call* de fechamento, não é possível a venda por preços diferenciados, em que parte do lote que se pretenda colocar é vendido pelo preço da melhor oferta em aberto, outra parte pelo preço imediatamente seguinte e disponível, e assim sucessivamente. Ao contrário, apenas um preço final deverá prevalecer para todas as ofertas (...)" (fls. 1050). A defesa complementa o raciocínio, mas nesta segunda parte, merece algum reparo:

“Trata-se de um procedimento pelo qual busca-se a maior quantidade possível de participantes, em que, do conjunto de oferta e demanda, sairá um preço de equilíbrio (...)” (fls. 1050), embora o correto seja afirmar que busca-se o casamento (“*match*”) de ofertas de compra e venda que implique a maior quantidade possível de papéis negociados – e não de participantes, como não deixa a menor dúvida a regra da Bovespa: “O preço atribuído ao *fixing* [leilão do *call*] será aquele ao qual a maior quantidade de ações for negociada” (item “Primeiro Critério”).

Assim, não se trata de avaliar unicamente o preço a que é colocada cada oferta, em relação às demais preexistentes ou posteriormente colocadas, mas também, como já foi explicitado neste voto, é preciso se considerar ainda as quantidades ofertadas por cada participante. Assim, aqueles que ofertem maior quantidade aumentam as chances de atendimento de suas ofertas, e portanto de determinação do preço de fechamento.

Ainda que se conteste o critério de determinação da média dos preços das ofertas dos defendentes citado pela acusação às fls. 16, em comparação às ofertas colocadas pelos demais participantes (-5,17%), é inegável que (i) em conjunto, o Banco Santander e a Santander DTVM foram os maiores vendedores de papéis muito representativos do Ibovespa durante o *call* (como demonstra tabela às mesmas fls. 16), e (ii) houve queda significativa no valor do índice entre o período imediatamente anterior ao *call*, e o fechamento.

Assim, cumpre louvar a observação da defesa a respeito das temerosas ilações que poderiam advir do uso de tal percentual (-5,17%) nas conclusões, mas esclareço que este não foi determinante no convencimento deste Relator, face aos evidentes resultados da conduta dos defendentes – queda no Ibovespa de fechamento, com reveladora participação do Banco Santander e da Santander DTVM na ponta de venda.

Sobre a obtenção de ganhos

Em relação à operação de 28 de abril, no que toca à afirmação da defesa de que “o fato de o índice oscilar, para cima ou para baixo, em alguma data específica entre a data de seu início e a data prevista para sua liquidação, é absolutamente irrelevante”, sou mais uma vez obrigado a discordar. Evidentemente não se trata de discordar de toda a teoria sobre a qual longa e didaticamente discorre a defesa (fls. 1085 e segs). A questão é que foi uma situação excepcional, e, portanto deve ser analisada como tal.

É fundamental para o deslinde da questão a compreensão da metodologia de ajuste da carteira do Ibovespa acima descrito. Em breves palavras: o valor da carteira do índice no fechamento do último dia da carteira antiga é correspondente (matematicamente igual, frise-se) ao valor da nova carteira, com a nova composição, no seu primeiro dia de vigência – no caso, o pregão imediatamente subsequente.

Tal valor da carteira é de extrema importância, pois a partir dele é que serão calculadas as quantidades de cada ação que irá compor a nova carteira do índice. Tal fato implica a seguinte relação: se o preço de fechamento da carteira antiga é mais baixo, as quantidades de ações da nova carteira são calculadas sobre uma base menor, caso este valor da carteira seja mais alto, as quantidades de ações serão maiores, pois a base de referência é maior, sendo a participação relativa de cada ação determinada a partir do índice de negociabilidade de cada ação.

No caso do pregão do dia 28.04.00, os Recibos de Carteira Telebrás RCTB31 e RCTB41 representavam mais de 40% do valor da carteira do Ibovespa à vista e no pregão subsequente, 02.05.00, entretanto, tais recibos saíram da carteira do índice Bovespa.

No caso em tela, não se deve avaliar o resultado da operação desde sua montagem até seu encerramento – o que interessa é um momento específico no tempo, e que não contradiz os fundamentos econômicos da estratégia de *cash and carry*, apesar de introduzir elementos de ordem prática nem sempre contemplados nos manuais.

Não se trata aqui de negar o fundamento econômico do *cash and carry*, mas de reconhecer que se viveu uma situação excepcional, em que houve um ajuste na composição da carteira, com um descolamento do preço à vista e futuro do Ibovespa no dia 02 de maio. Descolamento este, repita-se, motivado pela redução no valor do Ibovespa à vista no encerramento do pregão anterior – queda não acompanhada pelas cotações no mercado futuro, por ter ocorrido nos últimos minutos do pregão (durante o *call* de fechamento).

No dia 28.04.00, a cotação de fechamento do Ibovespa teria sido de 15.749,73 pontos, sem as oscilações de preços de RCTB31 e RCTB41 ocorridas no *call* de fechamento (fls. 7 do Termo de acusação), mas acabou sendo de 15.537,60, fundamentalmente por conta da queda nas cotações dos recibos (fls. 7). Assim, no pregão imediatamente subsequente (02.05.00), quando a nova carteira entrou em vigor, ela partiu de um valor de referência menor, exatamente o preço de fechamento do índice do pregão anterior.

E o efeito de tal fato sobre o mercado futuro foi o seguinte: no dia 28 de abril, como a queda nas cotações dos recibos ocorreu nos últimos minutos não houve influência sobre o comportamento do Ibovespa futuro. Mas, no dia 02 de maio, primeiro pregão subsequente, o mercado estava diante da seguinte realidade: o Ibovespa à vista, com a nova carteira, possuía uma cotação sensivelmente inferior, à qual não estava ajustada o Ibovespa futuro. No dia 02 de maio o Ibovespa Futuro apresentou uma queda de 1,49%, enquanto o índice à vista apresentou uma queda de apenas 0,08%.

No que se refere à alegação da defesa de que não teria havido ganho para o Santander com a alteração do Ibovespa, (fls. 1085 e segs.), sou obrigado a rejeitar tal argumentação, face ao já descrito benefício obtido pelo defendente no pregão de 02.05.00. O comportamento do Ibovespa futuro neste pregão foi-lhe benéfico, pois auferiu ajustes positivos com sua queda ao longo do dia. Relativamente aos “cenários” montados pelos defendentes (fls. 1089 a 1092), utilizados para demonstrar que o resultado da estratégia seria o mesmo com ou sem a atuação do Santander no *call* de fechamento de 28/04/2000, sou obrigado a afastar tal sugestão: nos três cenários apresentados pelos defendentes utilizou-se como cotação de ajuste do Ibovespa futuro e de fechamento do Ibovespa à vista de 02/05/2000 as cotações históricas de 15.906 e 15.524 pontos, respectivamente. Ora, colaborou para estes resultados o comportamento do Santander no fechamento do pregão anterior, de forma que, para falarmos em cenários hipotéticos seria necessário assumir-se como referencial a carteira do Ibovespa antes da atuação dos defendentes.

É importante lembrar que apesar do índice à vista apresentar uma queda de 0,08%, os recibos de Telebrás RCTB31 e RCTB41 valorizaram-se no pregão do dia 02 de maio, comprovando que o preço de fechamento no pregão imediatamente anterior - 28 de abril – foi provocado pela estratégia do Santander durante o *call* de fechamento. Mas infelizmente, o dano causado ao mercado não pôde ser reparado, visto que a alta na cotação dos recibos não causou nenhum efeito no índice, pois esses papéis não faziam mais parte da carteira teórica do Ibovespa a partir daquele pregão.

Os beneficiados foram aqueles com posição vendida no dia 02 de maio (mais de 25 mil contratos em aberto), sendo um deles o Santander (com 1.670 contratos vendidos). Como o mercado futuro no dia 02 de maio teve que se ajustar ao Ibovespa à vista, a queda na cotação do Ibovespa futuro implicou ajustes positivos (ganhos) para aqueles “vendidos”, e negativos para aqueles com posição “comprada” (perdas).

Já no caso das operações de 27.06.00, a relação entre a atuação do Santander e da Santander DTVM no mercado à vista e o efeito favorável a suas posições no mercado futuro é direta: o valor a ser pago ou recebido por ocasião do encerramento dos contratos de opções flexíveis de compra lançadas dependia diretamente do preço de fechamento do índice, ou seja, das ações que compunham sua carteira.

Assim, ao atuar na venda durante o *call*, o Santander e a Santander DTVM influenciaram diretamente o seu resultado financeiro, com diminuição do valor de liquidação dos contratos de opções flexíveis de compra (fls.17 e segs.) e, neste ponto, há pouca margem para questionamento quanto ao efeito da queda do Ibovespa, cujo benefício para a posição “vendida” não é refutada em nenhum instante pela defesa. Estimou-o a acusação em R\$477.360,00 (fls. 18), assumindo as cotações imediatamente anteriores ao *call* como referência.

Considerações finais

Alega a defesa que não teria ocorrido concentração de negócios no fechamento do pregão, seja em 28.04.00, seja em 27.06.00. Entretanto, se de um lado o defendente reconhece a importância de se ajustar a carteira no momento indicado pela teoria de finanças (fls. 1068), de outro reconhece a impossibilidade de se montar uma carteira por preço exatamente igual aos preços embutidos no índice à vista no momento da venda a futuro, uma vez que a montagem da carteira ocorre ao longo de certo período (fls. 1069).

Reside aqui um dos pontos centrais do caso: o que seria teoricamente a melhor alternativa possível, nem sempre é factível, não se podendo desprezar as limitações do mercado em que se atua.

A acusação entende e teve conhecimento de que o Banco Santander S.A. conduziu diversas estratégias negociais simultâneas, envolvendo operações na Bovespa e na BM&F. No entanto, o que se analisa é a forma pela qual os responsáveis pelas estratégias operacionais do banco conduziram os negócios no *call* de fechamento, principalmente considerando a relevante participação da instituição nas transações realizadas na BOVESPA.

Quero deixar claro que não estou fazendo um julgamento do mérito da estratégia adotada pelo Santander, e dos riscos operacionais inerentes a sua implementação. O que se analisa são os atos praticados pelos defendentes, que acarretaram efeitos significativos e prejudiciais à integridade do mercado e ao regular funcionamento do sistema de formação de preços, tão necessário à manutenção de nosso mercado de capitais – bem jurídico maior a ser protegido.

Em sua defesa, afirmaram os defendentes que não se trata de um mercado de leigos, fls. 1076, e de fato, o mercado de derivativos requer certa especialização, em função de suas particularidades operacionais e riscos financeiros envolvidos. Entretanto, isto não significa que a maior especialização dê margem à violação de princípios de conduta ou transposição de regras estabelecidas pela lei e detalhadas pelo regulador, às expensas dos demais participantes, com o fito de auferir benefícios.

A defesa tentou afastar a caracterização da manipulação de preços, tipificada pela Instrução CVM n.º 8/79, pela não existência da intenção de afetar a formação de preços do mercado. Ao contrário, tanto em 28 de abril quanto em 27 de junho de 2000, entendo que o Santander, ainda que possa não ter tido a direta intenção de manipular os preços dos papéis, tinha a clara consciência de que a alteração nas cotações traria ganhos como resultado provável de sua ação, não se detendo diante do risco causado ao mercado. Tais ganhos eram previsíveis, face às especificidades operacionais dos mercados à vista, futuro de Ibovespa e de opções e conhecidas dos defendentes. Em 28.04.00 o Santander obteve ajustes positivos no mercado futuro e em 27.06.00 reduziu seu prejuízo no exercício das opções flexíveis lançadas, todos na BM&F.

Assim, considero presentes os elementos caracterizadores da manipulação de preços, na medida em que (i) utilizou-se o Santander da colocação de ordens de venda com preços e quantidades que, caso atendidas, levariam à queda de preços no *call*, (ii) de forma a alterar o valor de fechamento do Ibovespa em 28 de abril e 27 de junho de 2000, o que foi viabilizado com (iii) a atração de investidores compradores durante o *call*, com um *matching* de ordens de compra e de venda que efetivamente resultou em queda na cotação do índice.

Considero ainda caracterizado o dolo eventual dos agentes, vez que o resultado era previsível, tendo o Santander e o Santander Noroeste DTVM assumido o risco de produzi-lo, não se importando com sua eventual concretização.

Quanto à responsabilidade dos Diretores Mario Gomes Torós e Gustavo Adolfo Fucia Murgel, entendo que não restaram comprovados elementos suficientes à caracterização de sua participação direta nas operações. A despeito de serem identificados como responsáveis pelas respectivas áreas de investimentos do Santander e da Santander DTVM, o fato é que não foi trazida a julgamento qualquer prova de sua participação ou atuação direta nas operações ou mesmo de aprovação das estratégias analisadas.

Assim, ainda que seja razoável supor, com razoável grau de certeza, que tais operações foram supervisionadas, dada a ausência de elementos caracterizadores da participação dos acusados, concedo-lhes o benefício da dúvida.

Destaco, por fim, que o Banco Santander Brasil S/A atuou nos dias 28.04 e 27.06.00 e foi a entidade beneficiada pelas operações realizadas em 27.06.00, enquanto a Santander Noroeste DTVM Ltda. atuou somente em 27.06.00, tendo realizado um menor número de operações.

Pelo exposto, VOTO pela absolvição de Mario Gomes Torós e Gustavo Adolfo Fucia Murgel e pela aplicação de pena de multa pecuniária no valor de R\$500.000,00 ao Banco Santander Brasil S/A e pena de multa pecuniária no valor de R\$100.000,00 ao Santander Noroeste DTVM Ltda. pela prática de manipulação de preços, conforme definida na alínea "b" do inciso II da Instrução CVM n.º 08/79, em infração ao item I da referida Instrução.

É como VOTO.

Rio de Janeiro, 19 de julho de 2004

Eli Loria
Diretor-Relator

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº TA-SP2001/236

Acompanho o voto do Diretor-relator.

Wladimir Castelo Branco Castro
Diretor

Norma Jonssen Parente
Diretora

Declaração de voto do Presidente Marcelo Fernandez Trindade

1. Eu também acompanho o voto do Diretor Relator, com algumas observações que desejo fazer constar expressamente desta declaração, não só pela importância do tema em si, mas também pela complexidade das teses aqui discutidas e pela circunstância de que o assunto por certo será reaberto ao debate em instância recursal.
2. O memorial encaminhado pelos Defendentes, em 12 de julho de 2004, e a apresentação feita da Tribuna, em 14 de julho de 2004, por seu ilustre advogado, motivaram um aprofundamento da análise do caso, visando à formação de meu convencimento.
3. A manipulação de preços imputada ao Santander teria ocorrido no *call* de fechamento dos pregões de 28.04.00 e 27.06.00. Segundo os Defendentes, sua atuação em tais ocasiões teria decorrido da utilização de estratégias de investimento previamente estruturadas e denominadas, respectivamente, de *cash and carry* e *call spread*.

AS OPERAÇÕES DE 28.04.00 (CASH AND CARRY)

4. Quanto à alegada utilização de estratégia *cash and carry*, o ponto que ensejou uma avaliação mais detalhada diz respeito à atuação do Santander no pregão de 28.04.00 e aos seus correspondentes efeitos sobre o comportamento dos mercados a vista e futuro no pregão subsequente, de 02.05.00.
5. A defesa fez juntar aos autos algumas tabelas reproduzindo três cenários distintos de atuação do Santander naquela primeira data (28.04.00), cada qual provocando um determinado efeito sobre o pregão seguinte (02.05.00): o cenário 1, real, em que se retratam os números históricos que efetivamente se observaram no mercado à vista e futuro naqueles dois pregões; o cenário 2, hipotético, em que se projetam os números que possivelmente se observariam no mercado à vista e futuro em 02.05.00 caso o Santander não tivesse comparecido ao pregão de 28.04.00 e, por fim, um cenário 3, também hipotético, em que se projetam números para o mercado à vista e futuro em 02.05.00 considerando-se uma suposta e expressiva atuação vendedora de recibos pelo Santander em 28.04.00, superior àquela na prática verificada¹.
6. O que me chamou atenção naquelas comparações de cenário foram os quadros finais idênticos destacados ao final de cada uma das tabelas, que indicariam a ocorrência de resultado idêntico para o Santander, qualquer que fosse o cenário. Em suma: a partir das simulações daqueles cenários, sustentou a defesa que não haveria ganho ou perda para o Santander qualquer que fosse, naquelas datas, a oscilação do índice Ibovespa ou dos preços das ações que o compõem².
7. A avaliação metódica daqueles cenários é fundamental, dado que da suposta neutralidade ali demonstrada decorreria, muito provavelmente, a absolvição dos Defendentes. A inexistência de benefícios econômicos possíveis de serem auferidos pelo Santander desqualificaria a acusação de conduta dolosa exigida para a configuração do tipo manipulação de mercado, uma vez que qualquer que fosse a conduta dos Defendentes, o resultado em nada os beneficiaria.
8. Há, contudo, dois pontos nas tabelas que conduzem à conclusão de que o resultado da conduta dos Defendentes não lhes era indiferente, existindo, em verdade, a obtenção de benefícios pelos agentes.
9. O primeiro ponto parece-me já bem anotado no voto do Diretor Relator e refere-se à utilização, nos três cenários construídos pelos Defendentes, da cotação histórica de 15.524,13 de fechamento do Ibovespa à vista em 02.05.00. A flutuação de preços ao longo do pregão de 02.05.00, que levou o Ibovespa a fechar em 15.524,13 pontos, partiu do nível resultante do *call* de fechamento do pregão de 28.04.00. Portanto, não é correto afirmar, como fazem as tabelas, que o fechamento de 02.05.00 em 15.524,13 pontos ocorreria em qualquer cenário, independentemente da atuação dos Defendentes durante aquele *call*. Ao contrário, a atuação dos Defendentes durante o *call* de fechamento foi determinante para que se atingisse aquela cotação, de sorte que é incorreto utilizar-se nos três cenários o mesmo valor de fechamento em 02.05.00, pois muito provavelmente o índice de fechamento em 02.05.00 seria outro, dado que o índice de abertura também o seria.
10. Em outras palavras: as tabelas alteraram apenas, em dois cenários teóricos, o índice de fechamento de 28.04.00, mas supôs em ambos os cenários, que o índice de fechamento do primeiro pregão seguinte, 02.05.00, seria o mesmo, o que é uma suposição muito improvável, pois partindo de índices (e preços) de abertura diversos, o mercado ter-se-ia movimentado também de forma diversa.
11. As tabelas apresentadas pelos Defendentes mostram "resultados carteira" (i.e., lucro financeiro advindo da posição comprada) diferentes, nos três cenários, para os dias críticos 28.04.00 e 02.05.00. Porém, a soma dos resultados nesses dois dias, nos três cenários, é constante, igual a R\$ 428.502,00.
12. É essa soma constante que permite aos Defendentes demonstrar, ao meu ver incorretamente, que na estratégia de *cash and carry* o resultado do banco era indiferente ao nível de fechamento do pregão de 28.04.00. A incorreção, como já dito, está na manutenção, nos três cenários, do fechamento de 02.05.00 em 15.524,13 pontos. Esta manutenção faz com que a combinação das variações percentuais do índice à vista nos dias 28.04.00 e 02.05.00, nas três tabelas, leve precisamente ao mesmo resultado financeiro na soma desses dois dias.
13. O segundo ponto constante das tabelas que não me parece adequado é o relativo à coluna identificada como "Ibovespa Carteira". Tal coluna, nas tais tabelas, não reflete a carteira de ações que o Santander efetivamente detinha em sua estratégia de *cash and carry*, mas sim o valor da carteira teórica do Ibovespa, isto é, das ações que compõem este índice, o que confere aparência de neutralidade aos três cenários ali apresentados.
14. No caso concreto, contudo, o valor da posição comprada do Santander não era aquele da carteira teórica do Ibovespa pelo preço de índice mostrado na tabela — mas sim o valor da carteira efetiva de ações representativas da carteira teórica do índice, e que foram carregadas pelo Santander durante o tempo de vigência da operação de *cash and carry*, desde sua montagem até seu desfazimento.

15. No dia 28.04.00, a carteira teórica do Ibovespa, e portanto também a carteira efetivamente carregada pelo Santander que buscava espelhá-lo, contava com os recibos RCTB31 e RCTB41. Tais recibos representavam papéis de doze empresas diferentes, sendo que com sua saída em 28.04.00 passaram a integrar a carteira teórica do Ibovespa nove dos doze papéis de empresas que compunham aqueles recibos³.
16. Embora os preços dos recibos tenham sofrido acentuada queda durante o leilão de fechamento de 28.04.00, o mesmo não aconteceu com as ações das empresas que representavam, que se mantiveram em suas cotações normais. Em 28.04.00, encerrado o *call* de fechamento, o descolamento entre os preços dos recibos e as cotações das ações que o compunham chegou a atingir 4,1%, sendo que em situações normais raramente variavam mais que 0,5%.
17. A queda do Ibovespa no pregão de 28.04.00 influenciou adversamente o cálculo das quantidades das ações que passariam a integrar a nova composição da carteira teórica do Ibovespa em 02.05.00. O valor mais baixo de fechamento do Ibovespa, provocado pela atuação do Santander, significou uma depreciação da base de referência empregada no cálculo das novas quantidades de ações que formariam o índice a partir de 02.05.00, quando os recibos foram substituídos pelos papéis das empresas que antes representavam.
18. De tudo isso decorre que, a partir de uma base de referência diminuída para o Ibovespa, foi preciso fazer representar em sua nova carteira teórica, em substituição aos recibos, uma quantidade de ações de peso e valor muito próximo às cotações históricas normais daqueles recibos, mas cujas cotações, naquele momento da troca, não haviam sido derrubadas como as dos recibos⁴.
19. Portanto, além de se ter partido de uma base de referência menor do Ibovespa, tal base de referência teve que ser empregada como marca para conversão da carteira teórica antiga (com os recibos) para a nova (sem os recibos, mas com as ações que os mesmos representavam as quais estavam, naquele momento, com suas cotações preservadas).
20. Em 02.05.00, os contratos futuros de Ibovespa negociados na BM&F caíram, refletindo a derrubada do índice à vista no *call* de fechamento do pregão anterior. Essa queda beneficiou a posição vendida do Santander naqueles contratos. Por outro lado, na ponta comprada da estratégia de *cash and carry*, a queda do índice à vista no *call* não cancelou esse ganho com contratos futuros, pois a posição comprada envolvia ações cujo valor foi preservado.
21. Sendo assim, não é correto afirmar-se que não haveria vantagem econômica para o Santander. Embora 28.04.00 não fosse data de vencimento ou de liquidação da operação *cash and carry*, o fato é que a derrubada dos preços do Ibovespa naquele dia, dadas as características peculiares daquele momento de mudança de composição, nunca mais será recuperada, o que afetou e trouxe vantagens econômicas para o Santander nas datas subsequentes a 28.04.00, quando então se daria a liquidação de sua operação *cash and carry*.
22. Por estas razões, compartilho do entendimento do Diretor Relator de que foram beneficiados com os eventos de 28.04.00 e 02.05.00 todos os que detinham posição vendida em mercado futuro de 02.05.00 em diante, entre eles o Santander, dado que nesta data, ao longo do dia, o mercado futuro procurou se ajustar ao Ibovespa à vista, cuja queda no pregão anterior não havia acompanhado.

AS OPERAÇÕES DE 27.06.00 (CALL SPREAD)

23. Quanto à operação de 27.06.00, alegam os Defendentes ter adotado uma estratégia de *call spread* que necessitaria ser liquidada. Parece-me que o ponto relevante concentra-se justamente nessa alegada vinculação obrigatória entre a forma de liquidação da posição de *hedge* assumida pelo Santander na estratégia de *call spread* e a decisão de sua contraparte nos contratos de opção flexíveis de não rolá-los.
24. Com efeito, a operação de *call spread* estruturada pelos Defendentes não envolvia um *hedge* perfeito do ponto de vista da carteira de ações⁵. Naturalmente, não se trata aqui de contestar a assertiva teórica de que, racionalmente falando, para minimizar-se o chamado "*risco de base*" (diferença entre o preço à vista e o preço futuro), é recomendável que a desmontagem do *hedge* dê-se no momento mais próximo possível do fechamento do pregão, quando se conhece o preço de liquidação do contrato futuro de índice.
25. No entanto, ao contrário da operação anterior, de 28.04.00, em que a posição vendida a futuro em contratos de índice poderia, em tese, funcionar como mecanismo direto de proteção à posição comprada à vista em ações representativas da carteira teórica do índice, a operação de 27.06.00 não envolvia um *hedge* perfeito, e portanto não precisaria ser desmontada da forma que foi, com a venda concentrada, no *call* de fechamento, da posição em ações detida pelo Santander.
26. Uma posição de contratos de opções flexíveis como a detida pelo Santander não se correlaciona com uma posição comprada em ações, seja do ponto de vista dos riscos envolvidos ou da estruturação de *hedge*. Não se trata, a meu sentir, de duas operações cujos resultados gerem grandezas neutralizáveis ou componíveis – ao menos não em razão direta ou próxima.
27. Também não cabe razão aos Defendentes quando justificam a necessidade de desmonte do *hedge* com o objetivo de se evitar riscos direcionais. Riscos direcionais sempre existirão em qualquer tipo de operação, daí porque se estruturam *hedges* para neutralizá-los. Mas mesmo as operações mais seguras de *hedge* nunca serão perfeitas e sempre envolverão riscos direcionais.
28. Não se contesta que seja legítimo e desejável que os investidores tomem posições com a finalidade de eliminar ao máximo os riscos direcionais, como ocorre amiúde. O que não se pode permitir é que, para evitar exposição a riscos direcionais, os investidores venham a colocar em risco a integridade do mercado e a saúde do próprio sistema de formação de preços, pois, como bem lembrado no voto do Diretor-Relator, "*o que seria teoricamente a melhor alternativa possível, nem sempre é factível, não se podendo eliminar as limitações do mercado em que se atua*". A desproporção entre o risco que se quis evitar e o dano que com isso se provocou ao mercado me parece expressiva demais para ser relevada.
29. Dado que a posição comprada a futuro de índice pelo Santander já havia sido absorvida pelo mercado da BM&F – e que, portanto, 72,22% da posição assumida como *hedge* já havia sido liquidada – não era, em princípio, mandatório que a posição restante em ações no mercado à vista – correspondente a 27,78% daquele *hedge* – fosse vendida de forma concentrada no *call* de fechamento. Também essa venda de ações teve por efeito derrubar as cotações do Ibovespa no mercado à vista, afetando os preços de liquidação das opções flexíveis no mercado futuro e, com isso, beneficiando mais uma vez ao Santander.
30. Ainda quanto à operação de 27.06.00, merece ser comentada a defesa do Santander quanto à forma como a acusação calculou os ganhos que teriam sido auferidos pelo Santander naquela ocasião⁶. Segundo os Defendentes, a acusação efetuou seus cálculos com base no preço anterior ao início do *call* de fechamento, o que, além de "*arbitrário*", seria também conceitualmente equivocado, porque não se pode concluir que o fato de ter havido algum ganho do Santander ao final do *call* de fechamento decorra necessariamente de sua atuação nessa ocasião, tampouco podem ser desprezadas as intervenções dos demais participantes no *call*.
31. Não se ignora que as regras especiais do leilão do *call* de fechamento dificultem a indicação precisa de qual ganho se está tratando com a comparação entre o preço anterior ao *call* de fechamento e o que afinal veio a prevalecer após o mesmo. A complexidade da apuração e identificação exata de tais ganhos é de fato uma realidade, mas, segundo me parece, não pode ser causa determinante para a desqualificação da acusação. Claro que a apuração dos danos não é, em regra, um dado desprezível: apenas não se pode constituir em um fator de impedimento ou de limitação à atuação da CVM nas hipóteses em que isso se faça necessário.
32. Daí porque, no presente caso, a quantificação do ganho foi menos relevante para a fixação da pena pelo Colegiado do que a ocorrência do ganho em si. A ponderação a que se dedicou a CVM na imposição e dosimetria das penas foi menos matemática e mais valorativa, no sentido de que as condutas indevidas no mercado de capitais devem ser reprimidas, independentemente de que se saiba aos centavos e com precisão matemática qual foi, efetivamente, o ganho auferido naquela determinada hipótese.
33. Cabe também um destaque quanto à caracterização do dolo por parte dos Defendentes. A questão do dolo, das mais tormentosas em processos administrativos disciplinares, foi enfrentada pelo voto do Diretor Relator, a meu juízo de forma plenamente adequada. Para esta Comissão, dadas as circunstâncias de fato e as peculiaridades do caso, a atuação dos Defendentes nos mercados à vista e futuro de 28.04.00 e 27.06.00 envolveu riscos operacionais elevados a ponto de se admitir o dolo eventual como suficiente para a configuração da conduta indevida.
34. Em operações dessa espécie vai ser sempre impossível provar-se a intenção declarada. Todavia, a seqüência de acontecimentos, os efeitos sobre os mercados à vista e futuro de cada uma das operações e a relação verificada entre a atuação do Santander e os proveitos financeiros que obteve são o bastante para que se chegue à conclusão que se chegou.
35. Ainda que não tenham desejado aqueles resultados danosos (dolo direto) os Defendentes aceitaram conscientemente o risco de produzir tais resultados, parecendo-me que tal dolo eventual é suficiente para a configuração da conduta indevida. Naturalmente, caberá ao Conselho de Recursos, em caso de recurso, reexaminar este entendimento, mas no entendimento da CVM extrai-se das condutas adotadas pelos Defendentes a presença de dolo eventual, e este é considerado, no caso, suficiente para acarretar a imposição de sanções, diante da especialização do agente e, portanto, de sua capacidade de percepção da probabilidade de ocorrência do resultado indevido.
36. Por fim, cumpre fazer algumas menções ao precedente, muito invocado pela defesa em suas manifestações, do inquérito administrativo CVM nº 35/98, conhecido como "*Caso Merrill Lynch*", julgado por esta CVM anteriormente e também pelo próprio Conselho de Recursos, e que resultou na absolvição dos indiciados em ambas as instâncias.

37. O argumento central que levou à absolvição no inquérito nº 35/98, seja na CVM, seja no Conselho de Recursos, foi o de que não havia como se concluir que os indiciados tiveram a intenção de derrubar o índice, dado que sua queda, elevação ou manutenção, ser-lhes-ia *“absolutamente indiferente”* (itens 28 e 36 do voto do Diretor Relator). Esse pressuposto não se repete nestes autos, a meu sentir. Como demonstrado, os Defendentes foram beneficiados pela variação das cotações do índice, não sendo válido, por isso, estender a este caso os mesmos fundamentos adotados pelo Colegiado no *Caso Merrill Lynch*.
38. Acresça-se ainda que, ao contrário do que se poderia concluir de uma primeira leitura dos trechos do inquérito nº 35/98 destacados pelos Defendentes em suas manifestações, o Colegiado não estabeleceu ali uma orientação genérica para situações análogas as ali ocorridas, nem foi indiferente à complexidade desse tipo de operações.
39. Naquele julgamento ficou expressa a preocupação do Colegiado com a linha tênue em que se caminhava, e freqüentemente se caminha, em assuntos como os destes autos. Consta expressamente do voto do Diretor Relator Joubert Rovai:
- “44. Finalmente, deve ser ressaltado que, embora ausentes os elementos caracterizadores da manipulação de preços, operações semelhantes às que constituíram 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”.**
40. Da mesma forma, o Conselho de Recursos afirmou, na análise do caso, que *“... em face das posições que ostentava, deveria o investidor ter agido com mais cautela, pois sua conduta provocou forte oscilação no mercado, o que poderia atrair enquadramento em outro tipo administrativo”.*
41. A avaliação desta Comissão sobre essa passagem do voto do Diretor Relator na CVM e da ementa da decisão do Conselho de Recursos é a de que se reconheceu ali a necessidade de o investidor — especialmente o investidor qualificado, aquele que atua com plena consciência do funcionamento do mercado e das repercussões que suas atuações em um e outro mercado terão nos outros cenários — adotar a cautela como padrão de conduta em situações em que sua atuação pode repercutir gravemente em mais de um mercado.
42. Enfim, o exame que fiz do caso e que resultou nas observações acima convencem-me da existência de atuação irregular dos Defendentes, que merece ser sancionada. Acompanho, assim, o voto do Diretor Relator para absolver dois dos indiciados, Gustavo Adolfo Funcia Murgel e Mário Gomes Toros e impor pena de multa de R\$ 500.000,00 reais ao Banco Santander Brasil S/A e R\$ 100.000,00 à Santander Noroeste DTVM.

Rio de Janeiro, 19 de julho de 2004.

Marcelo Fernandez Trindade
PRESIDENTE

¹ Respectivamente, “Cenário 1: o que aconteceu com a estratégia com os dados históricos”; “Cenário 2: o que ocorreria se o Santander não houvesse influenciado o mercado”; e “Cenário 3: o que ocorreria se o Santander houvesse influenciado o mercado” mais radicalmente e, por conta de sua atuação, o mercado a vista tivesse fechado em baixa de 3%.”

² “O fato de o índice oscilar para cima ou para baixo em alguma data entre o início da estratégia e seu encerramento é irrelevante (assim como são igualmente irrelevantes os respectivos ajustes diários dos índices futuros e as oscilações de preços das ações apurados nas datas intermediárias da estratégia de renda fixa, que não correspondam à data de sua liquidação ou encerramento). Isso porque trata-se de estratégia de renda fixa, cujo ganho (ou perda), por essência, só pode ser auferido no vencimento ou na liquidação da operação”.

³ Saíram as ações das empresas Tele Norte Leste, Telemig e Tele Norte Celular.

⁴ É de se assinalar, como o fez o Diretor Relator, que na mesma data de 02.05.00, enquanto o índice Ibovespa à vista apresentava uma queda de 0,08%, os recibos RCTB31 e RCTB41 valorizavam-se, aproximando-se de suas cotações históricas normais, mas sem que tal valorização fosse apropriada nas cotações do índice, dado que os recibos já não mais o integravam.

⁵ O hedge assumido pelo Santander era composto por 27,78% de ações e 72,22% de contratos de índice futuro.

⁶ “Ainda que o Santander tenha sofrido uma perda, no mercado à vista, de R\$ 138 mil, no conjunto das operações, o mesmo teria tido um benefício decorrente da queda sofrida pelo Ibovespa, no montante de R\$ 477 mil, resultante em um ganho líquido de cerca de R\$ 338 mil.”