SESSÃO DE JULGAMENTO DO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2003/5596

Acusados : Banco Nossa Caixa S/A

Armando Antônio Miguel Placco Filho

Ementa: **Os fundos de investimento de renda fixa que não eram destinados a um único investidor e que em 29.05.2002 avaliavam os ativos que compunham a sua carteira por critério que não fosse o valor de mercado estavam em desacordo com o preceituado no artigo 3º, *caput*, da Circular nº 3.086/2002, no artigo 2º da Circular nº 2.654/96, ambas do Banco Central do Brasil.**

Decisão: Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, com base na prova dos autos e na legislação aplicável, e no artigo 11, inciso II, da Lei nº 6.385/76, combinado com o parágrafo 1º inciso I da mesma lei, decidiu, por maioria de votos, vencidos o Presidente e o Diretor Sergio Weguelin que absolviam os acusados, impor ao BANCO NOSSA CAIXA S/A a pena de multa no valor de R$ 50.000,00 e ao senhor ARMANDO ANTÔNIO MIGUEL PLACCO a pena de multa no valor de R$ 10.000,00, ambos, por infração ao art. 2º da Circular nº 2.654/96 e ao art. 3º, *caput*, da Circular nº 3.086/2002.

No que se refere ao valor da pena aplicada prevaleceu o voto da maioria dos que votaram pela condenação nesse sentido, os Diretores Eli Loria e Wladimir Castelo Branco Castro, vencida a Diretora-Relatora Norma Jonssen Parente exclusivamente quanto ao valor das multas que impunha ao Banco Nossa Caixa S/A, no valor de R$ 500.000,00 e ao senhor Armando Antônio Miguel Placco no valor de R$ 100.000,00.

Os acusados 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 artigo 14 da Resolução CMN nº 454/77, prazo esse, ao qual, de acordo com a orientação fixada pelo C.R.S.F.N, poderá ser aplicado o disposto no art. 191 do Código de Processo Civil, que concede prazo em dobro para recorrer quando litisconsórcios tiverem diferentes procuradores.

Proferiram defesa oral a doutora Isabel de Andrade Fernandes, representante legal do senhor Armando Antonio Miguel Placco Filho e o doutor Waldemar Fernandes Dias Filho, representante legal do Banco Nossa Caixa S/A.

Presente à sessão de julgamento o Dr. José Roberto Pinguêlo Leite, representante, na CVM, da Procuradoria Federal Especializada.

Participaram do julgamento os Diretores Norma Jonssen Parente, relatora, Eli Loria, Sergio Eduardo Weguelin Vieira e Wladimir Castelo Branco Castro e o Presidente da CVM, Doutor Marcelo Fernandez Trindade, que presidiu a sessão.

Rio de Janeiro, 25 de abril de 2005

Norma Jonssen Parente

Diretora-Relatora

Marcelo Fernandez Trindade

Presidente da Sessão de Julgamento

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº TA-RJ2003/5596

INDICIADOS: **Banco Nossa Caixa S/A**

Armando Antônio Miguel Placco Filho

RELATORA: **Diretora Norma Jonssen Parente**

R E L A T Ó R I O

DOS FATOS

1 . Com a edição, em 29.05.2002, da Instrução CVM Nº 365 estabelecendo os critérios para registro e avaliação contábil de ativos constantes das carteiras dos fundos de investimento financeiro, fundos de aplicação em cotas de fundos de investimento e fundos de investimento no exterior, todos fundos de renda fixa, observou-se que parte significativa deles apresentou expressiva redução em sua rentabilidade.

2 . Em razão disso, a Superintendência de Fiscalização Externa (SFI), com a colaboração do Departamento de Supervisão Direta do Banco Central do Brasil, realizou um trabalho que teve como objetivo identificar as causas das perdas e se as mesmas haviam decorrido de algum procedimento conflitante com as normas vigentes.

3. Com a preocupação voltada para a proteção do pequeno investidor, o trabalho concentrou-se nos fundos de varejo de perfil conservador, tendo sido selecionados os que apresentaram rentabilidade diária negativa mais expressiva e destes os que negociaram Letras Financeiras do Tesouro Nacional (LFT's) em operações definitivas de compra e venda com deságio fora da faixa indicada pela Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto – ANDIMA com resultado financeiro superior a R$100 mil, bem como os fundos que registraram comportamento anormal de saques.

4 . Do Relatório de Inspeção CVM/SFI/GFE-2/Nº 020/2002 realizada nos fundos administrados pelo Banco Nossa Caixa, que apresentaram rentabilidade negativa significativa em 31.05.202, extrai-se o seguinte (fls. 16 a 38):

a) em 29.05.2002, as carteiras dos fundos eram compostas majoritariamente por LFT's, sendo que a maior parte apresentava valor de mercado que continha expressivo deságio;

b) em 29.05.2002, esses títulos que eram avaliados por um valor muito próximo do PU da curva do papel (valor de aquisição corrigido pela taxa SELIC) passaram, em 31.05.2002, a ser contabilizados por valor ligeiramente superior ao do PU publicado pela ANDIMA;

c) em 29.05.2002, não era adotado qualquer procedimento de marcação a mercado;

d) o ajuste negativo no valor das cotas ocorreu em função da marcação a mercado das LFT's, pois o deságio na apuração do preço de mercado que não era reconhecido no dia 29 (PU utilizado pelo administrador era superior ao divulgado pela ANDIMA) foi reconhecido no dia 31, ficando próximo ao valor divulgado pela ANDIMA;

e) os regulamentos do fundo Nossa Caixa FIF Principal DI, em seu artigo 12, e os dos demais, em seu artigo 11, previam expressamente que as cotas teriam seu valor calculado diariamente com base no valor de mercado dos ativos integrantes das carteiras.

5 . Diante disso, a Superintendência de Relações com Investidores Institucionais – SIN concluiu que restou evidenciado que as desvalorizações das cotas dos fundos em 31.05.2002 foi ocasionada pela marcação a mercado da carteira de LFT's e que em 29.05.2002 não foi reconhecido o deságio na apuração do preço de mercado, bem como houve descumprimento dos regulamentos dos fundos que exigem que as cotas sejam calculadas diariamente levando em conta o valor de mercado dos ativos de suas carteiras.

6. Assim, à luz dos fatos apurados, por entender que houve infração ao disposto no artigo 3º, *caput*, da Circular nº 3.086/2002 e no artigo 2º da Circular nº 2.654/96, ambas do Banco Central do Brasil, e no artigo 1º parágrafo 1º, inciso II, da Resolução nº 2.183/95 do Conselho Monetário Nacional, a SIN apresentou Termo de Acusação (fls. 01 a 15) para o fim de responsabilizar o Banco Nossa Caixa S/A, na qualidade de administrador dos fundos Nossa Caixa FIF DI, Nossa Caixa FIF CP, Nossa Caixa FIF RF, Nossa Caixa FIF CP Seven, FIF Investcaixa DI, Nossa Caixa FIF Principal DI, Nossa Caixa FIF 90 e Nossa Caixa FIF FAF, bem como seu diretor e responsável técnico, Sr. Armando Antônio Miguel Placco Filho, pela avaliação das LFT's por critério diferente de valor de mercado em 29.05.2002.

7. Devidamente intimados (fls. 247 a 250), os acusados apresentaram suas razões de defesa.

DAS RAZÕES DE DEFESA

8. O Banco Nossa Caixa S/A, às fls. 251 a 255, e Armando Antônio Miguel Placco Filho, às fls. 267 a 271, embora em separado, apresentaram as mesmas razões, cabendo destacar o seguinte:

a) como o Banco Central do Brasil não fixou um método exclusivo para a avaliação a mercado, o Banco Nossa Caixa calculou a cota dos fundos com base no valor expresso nos títulos que integravam as suas carteiras;

b) não obstante a Circular nº 2.654 estabelecer o ajuste ao valor de mercado, os procedimentos de avaliação especialmente para as LFT's tinham como baliza a correção pela taxa SELIC que era considerada como atualização a preço de mercado;

c) ciente disso e de que esses ativos sofreram forte queda apresentando significativos deságios no preço, o Banco Central do Brasil emitiu a Circular nº 3.086 definindo critérios para o ajuste diário, avaliados pelo valor de mercado dos títulos, valores mobiliários e derivativos integrantes das carteiras dos fundos questionados e fixando a data de 30.06.2002 para o enquadramento;

d) posteriormente esse prazo limite foi estendido pela Circular nº 3.096 para 30.09.2002;

e) ocorre que, no curso desse período, a CVM no exercício de sua competência emitiu em 29.05.2002 a Instrução CVM Nº 365 estabelecendo que os procedimentos para registro e avaliação dos ativos deveriam ser observados a partir de 31 de maio, inclusive;

f) no artigo 5º da Instrução, foram mantidas as regras expedidas pelo Banco Central, desde que não conflitantes;

g) a Instrução alterou também o critério de marcação a mercado para as operações de *hedge* que, de acordo com a Circular nº 3.086, poderiam ser avaliadas pelo preço corrigido "pro rata" dia útil até o vencimento da operação;

h) os novos critérios de marcação a mercado antecipados para 31 de maio, atrelados à desvalorização dos títulos públicos em razão do efeito do chamado "risco-Brasil", acarretaram ajustes nos valores das quotas dos fundos de investimentos cujas carteiras eram majoritariamente compostas por esses títulos;

i) as oscilações verificadas não se traduziram em ganhos para o administrador;

j) não há que se falar em avaliação diferente e sim de acordo e em consonância com as regras de mercado e a legislação em vigor;

k) os critérios utilizados nunca foram questionados pelas constantes auditorias e fiscalizações realizadas pelo Banco Central e auditoria externa;

l) as LFT's sempre foram negociadas ao preço unitário de emissão, adicionadas as devidas correções pela taxa de juros SELIC entre a data de sua emissão e a respectiva data de negociação;

m) não obstante as LFT's serem títulos seguros e não apresentarem volatilidade, seus preços, com o advento da crise econômica de ordem mundial, cederam fortemente como nunca visto antes, distanciando-se dos valores registrados em carteira (valor de face);

n) em momento algum houve transgressão às normas regulamentares, tendo o Banco Nossa Caixa agido dentro do âmbito que lhe era permitido.

É o Relatório.

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº TA-RJ 2003/5596

V O T O DA RELATORA

EMENTA: **Os fundos de investimento de renda fixa que não eram destinados a um único investidor e que em 29.05.2002 avaliavam os ativos que compunham a sua carteira por critério que não fosse o valor de mercado estavam em desacordo com o preceituado no artigo 3º, *caput*, da Circular nº 3.086/2002, no artigo 2º da Circular nº 2.654/96, ambas do Banco Central do Brasil, e no artigo 1º, parágrafo 1º, inciso II, da Resolução nº 2.183/95 do Conselho Monetário Nacional.**

1 . A matéria relativa a fundos de investimento financeiro, de aplicação em cotas de fundos de investimento e de investimento no exterior, conhecidos como fundos de renda fixa, antes afeta ao Banco Central do Brasil, passou com a vigência da Lei nº 10.303/2001 para a esfera de competência da CVM.

2. Para melhor compreensão dos normativos que tratam da adoção do critério de avaliação dos ativos integrantes da carteira desses fundos, farei um breve retrospecto das regras a eles aplicadas.

3. A obrigatoriedade de marcação pelo valor de mercado dos ativos desses fundos foi introduzida expressamente pela Resolução nº 2.183 de 21.07.95 do Conselho Monetário Nacional, como se verifica do inciso II, parágrafo 1º, do artigo 1º, que dispunha:

> *"Art. 1º - Autorizar a constituição e o funcionamento, nos termos da regulamentação a ser baixada pelo Banco Central do Brasil:*
>
> *.....*
>
> *Parágrafo 1º - A regulamentação referida neste artigo deve contemplar, no mínimo, o seguinte:*
>
> *.....*
>
> *II – obrigatoriedade de adoção do critério de avaliação dos ativos integrantes da certeira do fundo pelo seu valor de mercado." (grifou-se)*

4. No mesmo dia, o Banco Central regulamentou essa Resolução baixando a Circular nº 2.594 reafirmando essa regra no artigo 17, cuja redação foi mantida também na Circular nº 2.616 de 18.09.95, nos seguintes termos:

> *"Art. 17 – As quotas do fundo devem ter seu valor calculado diariamente, com base em avaliação patrimonial que considere o valor de mercado dos ativos financeiros integrantes da carteira, de acordo com o contido no artigo 14, normas e procedimentos previstos no COSIF." (grifou-se)*

5. A mesma Circular (artigo 14) estabelecia que o valor da carteira dos fundos deveria ser calculado com base no COSIF. A regra do COSIF[1], por sua vez, mantinha a obrigatoriedade de registrar os ativos a valor de mercado, ao dispor:

> *"3.2. Os ativos integrantes das carteiras dos fundos devem ser registrados pelo valor efetivamente pago e ajustados, diariamente, ao valor de mercado, reconhecendo-se contabilmente a valorização ou a desvalorização verificada, sendo que os documentos que serviram de base devem ficar à disposição dos quotistas e do Banco Central para eventuais consultas e comprovação, observado ainda que: (Circ. 2.654, art. 2º e § único; Cta-Circ. 2.929, item 1)*
>
> *a) não é admitido proceder a avaliação dos ativos que compõem a carteira dos fundos de investimento pelo custo de aquisição acrescido dos rendimentos auferidos;*
>
> *b) os preços unitários utilizados pelo Banco Central do Brasil em suas operações compromissadas (PU das Resoluções nº 550 e 551), divulgados diariamente pelo Departamento de Operações de Mercado Aberto (DEMAB), não servem como referência para avaliação a valor de mercado dos títulos de renda fixa integrantes das carteiras dos fundos de investimentos." (grifou-se)*

6. Posteriormente, na Circular nº 2.654 de 17.01.96, o Banco Central, ao estabelecer normas contábeis para os fundos manteve a obrigatoriedade de marcação a mercado dos títulos no artigo 2º e passou a exigir no parágrafo único que os documentos utilizados ficassem à disposição dos cotistas e do Banco Central do Brasil, conforme se pode verificar do texto abaixo:

> *"Art. 2º - Os ativos integrantes das carteiras dos fundos referidos no art. 1º devem ser registrados pelo valor efetivamente pago e ajustados, diariamente, ao valor de mercado, reconhecendo-se contabilmente a valorização ou a desvalorização verificada.*
>
> *Parágrafo Único – Os documentos que servirem de base ao atendimento do disposto neste artigo devem ficar à disposição dos quotistas e do Banco Central do Brasil para eventuais consultas e comprovação." (grifou-se)*

7. Muito tempo depois, o Banco Central editou em 04.08.2000 a Carta-Circular nº 2.929 esclarecendo, em relação ao artigo 2º da Circular nº 2.654, que a avaliação da carteira dos fundos a valor de mercado não poderia ser mais feita

pelo custo de aquisição corrigido (curva do papel) e que o "PU da 550" (tabela dos preços de lastro dos títulos públicos federais divulgados pelo Banco Central) não poderia ser mais utilizado para avaliação a valor de mercado dos papéis de renda fixa integrantes da carteira. Veja-se o texto:

> *"I – não é admitido proceder a avaliação dos ativos que compõem a carteira dos fundos de investimento pelo custo de aquisição acrescido dos rendimentos auferidos;*
>
> *II – os preços unitários utilizados pelo Banco Central do Brasil em suas operações compromissadas (PU das Resoluções nºs 550 e 551), divulgados diariamente pelo Departamento de Operações de Mercado Aberto (DEMAB), não servem como referência para avaliação a valor de mercado dos títulos de renda fixa integrantes das carteiras dos fundos de investimento."*

8. Em decorrência da Resolução nº 2.931 de 14.02.2002, que alterou parcialmente o inciso II do parágrafo 1º do artigo 1º da Resolução nº 2.183/95, ambas do Conselho Monetário Nacional, o Banco Central baixou a Circular nº 3.086 de 15.02.2002, que:

a. admitiu a classificação dos títulos dos fundos em duas modalidades: (i) títulos para negociação; e (ii) títulos mantidos até o vencimento, a saber:

> *"Art. 1º - Estabelecer que os títulos e valores mobiliários integrantes das carteiras dos fundos de investimento financeiro, das carteiras dos fundos de investimento financeiro, fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento, fundos de aposentadoria programada individual e fundos de investimento no exterior devem ser registrados pelo valor efetivamente pago, inclusive corretagem e emolumentos, e classificados nas seguintes categorias:*
>
> *I – títulos para negociação;*
>
> *II – títulos mantidos até o vencimento.*
>
> *Parágrafo 1º - Na categoria títulos para negociação, devem ser registrados os títulos e valores mobiliários adquiridos com o propósito de serem ativa e freqüentemente negociados.*
>
> *Parágrafo 2º - Na categoria títulos mantidos até o vencimento, podem ser registrados títulos e valores mobiliários, exceto ações não resgatáveis, para os quais haja intenção e capacidade financeira de mantê-los em carteira até o vencimento, desde que sejam observadas, cumulativamente, as seguintes condições:*
>
> *I – o fundo de investimento seja destinado a um único investidor;*
>
> *II – o investidor, ou seu representante legal, <u>declare</u> formalmente, através do termo de adesão ao fundo, que possui a condição financeira para levar ao vencimento os títulos e valores mobiliários constantes da carteira do fundo classificados na categoria prevista no caput, inciso II;*
>
> *III – no caso de o investidor ser fundo de investimento, seja o mesmo destinado a um único condômino." (grifou-se)*

b) reiterou a Resolução nº 2.183/95 determinando que os títulos e valores mobiliários das carteiras dos fundos classificados como "para negociação" deveriam sofrer ajuste diário pelo valor de mercado, *in verbis*:

> *"Art. 3º - Os títulos e valores mobiliários classificados na categoria referida no art. 1º, inciso I, bem como os instrumentos financeiros derivativos de que trata o art. 2º, devem ser ajustados, diariamente, <u>pelo valor de mercado</u>, computando-se a valorização em contrapartida à adequada conta de receita ou despesa, no resultado do período." (grifou-se)*

c) estabeleceu no artigo 3º parâmetros para a apuração do valor de mercado, conforme se observa do texto:

> *"§ 1º - Para fins do ajuste previsto no caput, <u>a metodologia de apuração do valor de mercado é de responsabilidade</u> da instituição administradora e deve ser estabelecida com*

base em critérios consistentes e passíveis de verificação, que levem em consideração a independência na coleta de dados em relação às taxas praticadas em suas mesas de operação, podendo ser utilizado como parâmetro :

I – o preço médio de negociação no dia da apuração ou, quando não disponível, o preço médio de negociação no dia útil anterior;

II – o valor líquido provável de realização obtido mediante adoção de técnica ou modelo de precificação;

III – o preço de instrumento financeiro semelhante, levados em consideração, no mínimo, os prazos de pagamento e vencimento, o risco de crédito e a moeda ou indexador;

IV – o valor do ajuste diário no caso das operações realizadas no mercado futuro." (grifou-se)

d) concedeu prazo até 30 de junho, depois prorrogado pela Circular nº 3.096 de 06.03.2002 para 30 de setembro, para enquadramento às suas disposições, devendo, contudo, ser observados os procedimentos contábeis em vigor até a data de sua publicação, ou seja, os dispositivos, então flexibilizados, foram expressamente mantidos até a implementação das novas regras da Circular nº 3.086, conforme se verifica do parágrafo único do artigo 12:

"Art.12 - .....

Parágrafo único – Enquanto não efetuado o enquadramento referido neste artigo, devem ser observados os procedimentos contábeis em vigor até a data da publicação desta circular."

9. Deste modo, permaneciam em vigor os artigos concernentes à obrigatoriedade de marcação a mercado.

10. O fato de primeiramente a Circular nº 3.086/2002 e depois a Circular nº 3.096/2002 estabelecerem um prazo, respectivamente, até 30 de junho e 30 de setembro, para enquadramento às suas disposições não significa que antes a instituição administradora pudesse utilizar qualquer critério de avaliação de seus ativos, mas que deveria continuar usando os critérios anteriores até que os títulos e valores mobiliários da carteira fossem classificados nas categorias criadas pela Circular e o investidor declarasse formalmente sua intenção e condição financeira de manter até o vencimento os ativos eventualmente enquadrados nesta categoria. Ressalte-se que a legislação anterior em nenhum momento permitia a marcação pela curva.

11. Cabe esclarecer que a nova Circular permitia duas exceções à exigência de marcação a mercado, a saber:

"Art. 4º. Os títulos e valores mobiliários classificados na categoria referida no art, 1º, inciso II,[2] devem ser avaliados, diariamente, pelos respectivos custos de aquisição , acrescidos dos rendimentos auferidos, computando-se a valorização em contrapartida à adequada conta de receita ou despesa, no resultado do período." (grifou-se)

"Art. 5º - Nas operações de hedge e naquelas que possibilitem a prefixação das rendas, a apropriação de seus resultados, tomados os contratos em conjunto, pode ser efetuada pro rata dia útil." (grifou-se)

12. Note-se que a nova legislação flexibilizou a anterior ao permitir a marcação pela curva para títulos admitidos até o vencimento. E, para tanto, os fundos precisavam se adaptar, ou seja, o investidor deveria declarar *"... formalmente, através do termo de adesão ao fundo, que possui a condição financeira para levar ao vencimento os títulos e valores mobiliários constantes da carteira do fundo classificados na categoria prevista no caput, inciso II;"* (art. 1º, § 2º, II, da Circular nº 3.086).

13. Diante disso, pode concluir-se que a Circular nº 3.086 manteve o critério de marcação a mercado para os fundos de varejo, à exceção das operações acima, e que, conseqüentemente, o critério da apropriação *pro rata* dia útil ou pelo "PU da 550" também não seria admitido como aceitável para a avaliação dos títulos a mercado.

14. Deve ser esclarecido, ainda, que, como as LFT's não registravam historicamente variação significativa, era indiferente se a avaliação se dava com base no custo de aquisição adicionado da rentabilidade original do papel ou pelo valor de mercado, uma vez que a tendência da cotação de mercado era acompanhar a valorização do papel pela curva, não se verificando, em nenhum momento, lacuna na regulamentação. Na verdade, em tempos de normalidade, o preço de aquisição corrigido equivalia ao valor de mercado.

15. Por essa razão, a contabilização pela curva do papel também nunca foi considerada ofensa à regra de marcação a mercado, mas, ao contrário, representava coerência dentro da sistemática admitida pelos órgãos fiscalizadores, uma vez que os dois critérios não apresentavam divergência.

16. Ocorre que, com as oscilações apresentadas a partir de abril de 2002 por esses títulos, basicamente por razões políticas, quando a curva se distanciou do valor de mercado, era inadmissível que instituições financeiras, ignorando a realidade, continuassem a utilizar a curva. Este procedimento resultava na supervalorização da cota, criando com isso, de um lado, concorrência desleal entre administradores e, de outro, possibilitando a transferência de riqueza entre investidores, pois os cotistas que resgatavam suas cotas estavam recebendo uma parcela do patrimônio maior do que deveriam, caso este tivesse sido corretamente avaliado. De fato, aqueles que marcavam a mercado ficavam penalizados, pois apresentavam menor rentabilidade ou até mesmo prejuízo, enquanto que aqueles que não marcavam apresentavam rentabilidade em função da cota estar supervalorizada.

17. É importante observar que em decorrência da desvalorização das LFT's todos os fundos que tinham tais papéis na carteira sofreram inevitavelmente prejuízo. Todavia, o problema que existe e que ora se questiona é a falta de transparência, uma vez que as cotas dos que não marcavam a mercado não refletiam tais prejuízos, causando com isto dano aos investidores que adquiriram cotas neste período e no caso de ter havido resgate de cotas antes e próximo do ajuste àqueles que permaneceram no fundo.

18. O fato é que o administrador, até mesmo por probidade, tendo em vista que a cota deve representar sempre a real situação patrimonial do fundo, principalmente para não causar prejuízo aos cotistas, não podia deixar de utilizar o valor de mercado, na medida em que houve o descolamento, antes irrelevante, entre o valor da curva do papel e o valor de mercado. Porque isto contrariava as regras básicas que regiam os fundos, não se pode pressupor que o legislador cogitasse que o ajuste pudesse ocorrer ao longo de um determinado período e ficasse ao arbítrio de cada instituição, como querem dar a entender os acusados.

19. Na verdade, a Circular nº 3.086, cabe reforçar, não suspendeu em nenhum momento a marcação a mercado, obrigação que sempre existiu desde a Resolução nº 2.183/95, mas tão-somente, além de excepcionar tal regra em determinadas situações, introduziu parâmetros para a apuração do valor de mercado, conforme se verifica do texto do artigo 3º já citado.

20. Desse modo, a avaliação a valor de mercado deve ser estabelecida com base em:

1 - critérios consistentes;

2 – critérios passíveis de verificação;

3 – critérios que levem em consideração a independência na coleta de dados em relação às taxas praticadas em suas mesas de operação;

4 – sendo opcional a adoção dos seguintes parâmetros:

I - o preço médio de negociação no dia da apuração ou, quando não disponível, o preço médio de negociação no dia útil anterior;

II - o valor líquido provável de realização obtido mediante adoção de técnica ou modelo de precificação;

III - o preço de instrumento financeiro semelhante, levados em consideração, no mínimo, os prazos de pagamento e vencimento, o risco de crédito e a moeda ou indexador;

IV - o valor do ajuste diário no caso das operações realizadas no mercado futuro.

21. Como se verifica, a Circular nº 3.086 não trouxe qualquer inovação em relação aos critérios anteriores, mas apenas reafirmou-os, estabelecendo *standards* para avaliação a valor de mercado, com o objetivo de que a cota dos fundos refletisse sempre a real situação patrimonial.

22. A Circular nº 3.086, na verdade, apenas implementou dois *standards,* inexistentes nas regras anteriores, a saber: determinou que as avaliações fossem consistentes e independentes. Nada de novo. Não se pode admitir que antes da edição da referida Circular fosse possível avaliar os ativos dos fundos de forma inconsistente e comprometida, ou seja, não independente. Portanto, inusitado que se considere necessário fazer a adaptação a tais conceitos.

23. As demais regras constantes do item metodologia também não representavam qualquer inovação. A

obrigatoriedade de os critérios serem passíveis de verificação, além de nada ter a ver com a metodologia e sim com a sua prova, já constava expressamente da Circular nº 2.654 (art. 2º, parágrafo único). Enquanto que os parâmetros enumerados são meras referências que podem ou não ser adotados, como se deduz da expressão *ipsis litteris* da Circular nº 3.086, que claramente dispõe que *"podendo serem observados os seguintes parâmetros."* Portanto, regra não cogente e que, em conseqüência, não traz qualquer mudança nos critérios anteriores.

24. O "standard" é propositadamente abrangente justamente para abrigar diversas circunstâncias e peculiaridades. Independe de qualquer regulamentação. Deriva de conceitos que o cidadão comum considera como válidos em determinada época. Note-se que em virtude do *standard* representar conceitos que fazem parte da consciência coletiva não representam qualquer inovação. A enumeração das regras de conduta que devem ser seguidas pelo administrador é praticamente impossível. Por isso a lei opta por estabelecer um padrão que será apreciado à luz da experiência daquele a quem se destina.

25. Com a transferência da competência do Banco Central para a CVM a partir da entrada em vigor da Lei nº 10.303/2001 em 01.03.2002, a CVM passou a ser responsável pela fiscalização do mercado de fundos de investimento de renda fixa. Em razão disso, foi editada a Decisão-Conjunta CVM/BACEN nº 10/02 estabelecendo que, enquanto não fossem editadas pela CVM, permaneciam em vigor as disposições baixadas pelo Conselho Monetário Nacional e pelo Banco Central do Brasil.

26. Ocorre que, em 29.05.2002, a CVM divulgou a Instrução CVM Nº 365, publicada no dia 31, que não só manteve a obrigatoriedade de marcação a mercado de todos os ativos dos fundos, de varejo e exclusivos, mas antecipou para 31.05.2002 o cumprimento das regras introduzidas pela Circular nº 3.086 (art. 1º), que assim dispôs:

> *"Art. 1º - Os procedimentos para registro e avaliação de títulos e valores mobiliários e dos instrumentos financeiros derivativos, integrantes das carteiras dos fundos de investimento financeiro, dos fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento e dos fundos de investimento no exterior, estabelecidos na Circular nº 3.086, de 15 de fevereiro de 2002, com as alterações introduzidas pela Circular 3.096, de 6 de março de 2002, ambas do Banco Central do Brasil, devem ser observados a partir de 31 de maio de 2002, inclusive.*
>
> *Parágrafo único. A adoção dos procedimentos referidos neste artigo deve produzir efeitos imediatos no valor da quota do fundo, calculada na forma da regulamentação em vigor e observadas as demais condições previstas no seu regulamento."*

27. O mérito dessa Instrução não foi, na verdade, antecipar de 30.09 para 31.05.2002 a marcação a mercado, que em nenhum momento deixou de existir e nem poderia deixar de ser obrigatória, mas de mais rapidamente implementar as novas regras baixadas pela Circular nº 3.086, dando maior transparência ao público investidor da real situação dos fundos de investimento. Note-se que após a sua edição ficou evidente, com a divulgação das cotas, quem, de fato, estava cumprindo ou não a regra, pois, dependendo da quantidade de LFT's em carteira, os fundos apresentaram maior ou menor variação negativa.

28. No caso específico dos fundos administrados pelo Banco Nossa Caixa, o que se verificou, ante a variação negativa apresentada nas cotas no dia 31.05.2002, é que até o dia 29.05.2002 a instituição avaliava, de fato, a carteira de Letras Financeiras do Tesouro Nacional (FLT's), títulos públicos de emissão do Tesouro Nacional indexados à taxa SELIC, levando em consideração o preço de aquisição corrigido, numa demonstração clara de que não era adotado qualquer procedimento de marcação a mercado, em desconformidade não só com a Circular nº 3.086/2002 do Banco Central do Brasil, vigente à época, bem como com o disposto nos artigos 12 do Regulamento do fundo Nossa Caixa FIF Principal DI e 11 dos demais fundos que estabelece:

> *"As quotas do FUNDO terão seu valor calculado diariamente, com base em avaliação patrimonial que considere o valor de mercado dos ativos financeiros integrantes da carteira (...)."*

29. Assim, os ajustes negativos registrados no dia 31.05.2002 decorreram inequivocamente da marcação a mercado da carteira de LFT's, títulos que tinham uma representação preponderante, uma vez que em 29.05.2002 não era reconhecido o deságio na apuração do preço de mercado (o PU utilizado pelo administrador era superior ao divulgado pela ANDIMA), enquanto que em 31.05.2002 houve o reconhecimento do deságio próximo ao valor divulgado pela ANDIMA. Entretanto, o fato de tal procedimento gerar ou não lucro para o administrador em nada afetava a ilicitude de sua atuação.

30. Note-se, ademais, que mesmo na ausência de qualquer norma jurídica impondo tal conduta, os estatutos dos fundos administrados pelo Banco Nossa Caixa obrigava o administrador marcar a mercado. Portanto, por mais este

motivo impunha-se tal procedimento. Além disto, este, como decorrência de sua obrigação fiduciária, tinha o dever de manter a avaliação dos fundos refletindo a realidade patrimonial de sua situação. Diante da inexistência de tal procedimento, aqueles que se retiraram antes do ajuste auferiram benefícios decorrentes do valor de resgate de suas cotas por um valor superior àquele que seria devido se tivesse o patrimônio sido ajustado a preço de mercado. Enquanto que aqueles que permaneceram tiveram o valor de suas cotas reduzido em decorrência dos mencionados resgates realizados previamente ao ajuste.

31. Pelo exposto, há que se concluir que, como não houve com a edição da Instrução da CVM qualquer mudança no critério de avaliação em relação às regras anteriores que necessitassem de amplo conhecimento, o prazo de adaptação que se estendia até 30.09.2002 certamente não podia se destinar a essa finalidade.

32. Embora a Instrução CVM Nº 365/2002 tenha ampliado a possibilidade de os fundos classificarem títulos e valores mobiliários na categoria títulos mantidos até o vencimento, antes restrita aos fundos destinados a um único investidor, e posteriormente a Instrução CVM Nº 375/2002 tenha ampliado as hipóteses de manutenção de títulos até o vencimento, isso em nada interferiu na obrigatoriedade de respeitar as preexistentes normas baixadas pelo Conselho Monetário Nacional e Banco Central do Brasil.

33. É imprescindível que aquele que cuida de recursos do público investidor, como é o caso do administrador de fundo de investimento, tenha ainda responsabilidades mais sérias que qualquer outro administrador. A massa difusa representada pelos investidores deve se sentir protegida com a garantia de que os administradores seguirão os padrões determinados pela regulamentação. O afastamento de tais princípios representa grave ofensa aos direitos dos investidores, ainda que o prejuízo não se consume. O risco criado é suficiente para demonstrar o desatendimento às normas.

CONCLUSÃO

34. Ante o exposto, tendo em vista que ficou configurado que a avaliação das LFT's que compunham a carteira dos fundos Nossa Caixa FIF DI, Nossa Caixa FIF CP, Nossa Caixa FIF RF, Nossa Caixa FIF CP Seven, FIF Investcaixa DI, Nossa Caixa FIF Principal DI, Nossa Caixa FIF 90 e Nossa Caixa FIF FAF foi efetuada por critério diferente de valor de mercado, conforme constatado em 29.05.2002, e que, portanto, o seu patrimônio não evidenciava marcação a mercado, em infração ao disposto no artigo 3º, *caput*, da Circular nº 3.086/2002, no artigo 2º da Circular nº 2.654/96, ambas do Banco Central do Brasil, e no artigo 1º, parágrafo 1º, inciso II, da Resolução nº 2.183/95 do Conselho Monetário Nacional, proponho a aplicação da pena de multa de R$500.000,00 ao Banco Nossa Caixa S/A e de R$100.000,00 a Armando Antônio Miguel Placco Filho, prevista no artigo 11, inciso II, c.c. o parágrafo 1º, inciso I, da Lei nº 6.385/76.

É o meu **VOTO**.

Rio de Janeiro, 16 de julho de 2004.

NORMA JONSSEN PARENTE

DIRETORA-RELATORA

1Atualizado em 22.01.2002

2 Títulos mantidos até o vencimento.

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ 2003/5596

VOTO DO PRESIDENTE MARCELO FERNANDEZ TRINDADE

I - INTRODUÇÃO

A marcação a mercado até 2002

1. Este processo trata da chamada "crise da marcação a mercado", ocorrida em final de maio de 2002, com a determinação da Instrução CVM 365, daquela data, de **antecipar** a vigência das regras de marcação a mercado estabelecidas pela Circular 3.086, de 15 de fevereiro de 2002, a serem aplicadas na avaliação dos ativos das carteiras (e conseqüentemente das cotas) de fundos de investimento financeiro - FIFs, e Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento Financeiro - FACs.

2. Desde 1995 existiam regras, emanadas do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central do Brasil, que estabeleciam a obrigação de marcação a mercado das carteiras dos FIFs e FACs. Tais regras eram a Resolução CMN 2.183/95, e as Circulares BACEN 2.616, de 18 de setembro de 1995, e 2.654, de 17 de janeiro de 1996.

3. Ocorre que tais regras, quanto às Letras Financeiras do Tesouro Nacional, vinham sendo consideradas como cumpridas, ao longo do tempo, pela utilização do método de avaliação (ou precificação) conhecido como o da "curva do papel", o qual considera como valor do título o seu custo de aquisição, acrescido da remuneração paga pelo título.

4. A **comprovação** de tal assertiva decorre do fato de que, ao longo de mais de 6 (seis) anos de vigência da Circular 2.616/95, nenhum administrador de FIF ou FAC ter

sido admoestado pela fiscalização do Banco Central por utilizar tal critério.

5. Já a **razão** de tal conduta, dos agentes de mercado e do Banco Central, era a de que, até fevereiro de 2002, a adoção de tal procedimento era indiferente, do ponto de vista da correta avaliação da carteira, seja porque os negócios com LFTs eram realizados com diferenças desprezíveis em relação à curva do papel, seja porque tal mercado operava com reduzida liquidez, e em balcão não organizado, apenas com registro posterior dos negócios em entidade de balcão organizado.

6. Este último fato (a pouca liquidez) levava a que as cotações divulgadas pela Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro - ANDIMA (que foram consideradas pelo Termo de Acusação como o parâmetro de mercado) fossem apuradas pelo método de coleta de intenções de negociação, uma espécie de pesquisa de opinião, e não de efetiva apuração de preços de negócios realizados.

7. Veja-se, neste particular, a explicação sobre o método de cálculo das taxas utilizado pela ANDIMA (constante de sua página na Internet – www.andima.com.br):

> **"Em que consistem as Taxas Máxima, Mínima e Indicativa?** A maioria dos títulos públicos em mercado tem liqüidez reduzida, dos quais parte significativa não chega a apresentar, sequer, negócios todos os dias. Diante da necessidade de se obterem preços confiáveis para a marcação a mercado desses ativos em base regular, a ANDIMA coleta preços para alguns títulos públicos, independentemente da realização de negócios no mercado secundário. Assim, a Taxa Indicativa é aquela que a instituição considera justa para realizar negócios no fechamento do mercado, enquanto as Taxas Máxima e Mínima são as efetivamente observadas e/ou praticadas no mercado secundário. Não é condição necessária que a Taxa Indicativa esteja dentro do spread das Taxas Máxima e Mínima, uma vez que um operador pode entender que o preço justo de determinado papel não se encontra nesse intervalo."

A crise de 2002

8. Em fevereiro de 2002, diante das pesquisas que revelavam a efetiva possibilidade de vitória da oposição nas eleições presidenciais daquele ano, os agentes de mercado começaram a indicar, nas coletas de informação realizadas pela ANDIMA, um preço indicativo com diferença (*spread*) em relação ao da curva do papel.

9. Tal fato era surpreendente, pois considerando que as LFTs refletem automaticamente qualquer variação da taxa de juros (por serem títulos pós-fixados), e considerando que tais títulos são devidos pelo Tesouro Nacional, o único risco a que estavam submetidos era o risco de não pagamento pelo próprio Tesouro.

10. Mas o fato é que, naquele momento, quanto mais distante o vencimento das LFTs (isto é, vencimento posterior à posse do futuro governante), maior se apresentava a diferença entre o valor pela curva do papel e aquele coletado pela ANDIMA.

11. Diante disto, pela primeira vez tornou-se relevante verificar a necessidade de ajustar-se a avaliação das LFTs às cotações (ou, mais corretamente, indicações) de mercado, o que, entretanto, colocava em questão o modo de realizar tal ajuste.

Ônus e bônus da marcação a mercado

12. Relembre-se, neste ponto, que a finalidade da regra de marcação a mercado é a de assegurar que as aplicações e resgates em um Fundo de Investimento sejam feitas, a qualquer momento, pelo preço das cotas que seria obtido no caso de liquidação (venda) de todos os ativos do fundo.

13. Este critério é atualmente considerado o mais justo, ao menos para fundos abertos, isto é, que permitem saques, porque o pressuposto do resgate potencial por muitos, ou mesmo todos, os cotistas, afasta a incidência da suposição de continuidade das atividades do fundo (suposição que se aplica, por exemplo, às companhias).

14. Mas a marcação a mercado não evita, evidentemente, que algum cotista mais afoito, ou desinformado, sofra prejuízo caso se retire do fundo (para usar o exemplo extremado) em um momento em que as cotas estejam depreciadas por eventos transitórios. Assim, o cotista paciente, que não resgata suas cotas em tal momento, pode vir a beneficiar-se pela apropriação de uma riqueza maior do que aquela correspondente a seu investimento, riqueza esta que o cotista açodado (ou necessitado) terá deixado para trás.

15. Basta relembrar os recentes episódios em que a CVM autorizou a cisão de fundos de investimento que foram obrigados a realizar provisões significativas em razão da intervenção em uma instituição financeira. A cisão tem por finalidade exatamente segregar do patrimônio dos fundos os ativos que, marcados a mercado, passaram subitamente a ter valor próximo de zero, mas que podem vir (e provavelmente virão) a recuperar valor, total ou parcialmente.

16. Caso não fosse feita a cisão, os cotistas afoitos (ou necessitados) perderiam definitivamente (proporcionalmente aos resgates) o direito ao valor decorrente da recuperação dos ativos, em favor dos cotistas que permanecessem nos fundos (e dos que nele ingressassem), e passassem a ter uma participação maior no seu patrimônio, quando o valor da cota viesse a recuperar-se fortemente, no futuro.

16. Frise-se, a propósito, que a Lei das S.A., como regra, não adota o critério da marcação a mercado, senão (i) quando tal valor é menor que o custo de aquisição dos títulos (art. 183, I); ou (ii) quando a finalidade da avaliação é a apuração do valor de liquidação da companhia, como no caso da incorporação de companhia controlada, controladora ou sujeita a controle comum (art. 264). Isto se dá porque a lei adota a presunção da continuidade da companhia, tendo em vista inclusive o fato de que os acionistas não podem resgatar seu investimento (se não nas restritas hipóteses previstas em lei).

Escolha de Sofia

17. Estava então o Banco Central do Brasil, em fevereiro de 2002, [1] diante da necessidade de decidir entre (i) determinar a imediata marcação a mercado das LFTs, abandonando-se o cálculo pela curva ou (ii) determinar que a avaliação continuasse a ser feita pelo método anterior (até aquele momento aceito).

18. Adotada a primeira solução, os fundos teriam imediatamente contabilizadas perdas patrimoniais, que se refletiriam nas suas cotas, e os cotistas que efetuassem resgates sofreriam imediatamente tal perda — ainda que, no futuro, a cotação dos títulos viesse a normalizar-se.

19. Adotada a segunda opção, caso as perdas estimadas viessem a se confirmar, quando das datas de vencimento das LFTs tempos (por vezes anos) depois, os cotistas que permanecessem nos fundos, ou neles ingressassem após o início da crise, seriam penalizados.

20. O Banco Central escolheu um caminho alternativo, mas claramente tendente à primeira opção, e **revogando as regras anteriores sobre o tema** (notadamente o art. 17 da Circular 2.616/95 e a Circular 2.654/96), editou a Circular 3.086/02, de 15 de fevereiro de 2002,[2] na qual:

> (i) determinou a classificação obrigatória dos *"títulos e valores mobiliários integrantes das carteiras dos fundos de investimento financeiro, fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento, fundos de aposentadoria programada individual e fundos de investimento no exterior"* em duas categorias, a saber, (a) títulos para negociação e (b) títulos mantidos até o vencimento;
>
> (ii) manteve a determinação de marcação a mercado dos títulos, mas permitiu que tal marcação não ocorresse, observadas certas condições, [3] quando se tratasse de títulos classificados como *"mantidos até o vencimento"* ;
>
> (iii) estabeleceu, pela primeira vez, critérios objetivos para tal marcação a mercado, critérios estes que excluíam a adoção do método da "curva do papel",[4] determinado ainda que tais critérios deveriam ser *"consistentes e passíveis de verificação";* e,
>
> (iv) concedeu prazo até 30 de junho de 2002, posteriormente retificado para 30 de setembro de 2002, para o *"enquadramento"* dos fundos às disposições da Circular.

21. Entre dois caminhos, sensatamente, o Banco Central escolheu o do meio: de um lado, especificou os critérios de marcação a mercado que deveriam prevalecer, excluindo a possibilidade de marcação pela curva do papel; por outro, acreditando estar diante — como de fato o futuro revelou que estava —, de flutuações meramente temporárias das cotações das LFTs, buscou adiar a entrada em vigor da nova metodologia, na esperança, por certo, de que esta viesse a vigorar em cenário de

convergência (e não distanciamento) entre os preços de mercado e da curva do papel (cenário este que, aliás, foi o que se verificou a partir de julho de 2002).[5]

Antecipação da vigência e acusação

22. Como a percepção de risco político pelos agentes de mercado continuasse a agravar-se após a edição da Circular 3.086/02, o Banco Central, e já agora a CVM, foram obrigados a rever a decisão de adiamento da entrada em vigor das determinações daquela Circular. Fizeram-no através da Instrução CVM 365, de 29 de maio de 2002, que determinou a imediata vigência dos critérios da Circular 3.086/02.

23. Por força disto, muitos dos fundos que detinham posições em LFTs, como os fundos Nossa Caixa FIF DI, Nossa Caixa FIF CP, Nossa Caixa FIF RF, Nossa Caixa FIF CP Seven, FIF Investcaixa DI, Nossa Caixa FIF Principal DI, Nossa Caixa FIF 90 e Nossa Caixa FIF, administrados pelo Banco Nossa Caixa S.A., que ainda vinham adotando a curva do papel como método de avaliação das LFTs, sofreram perdas no valor de seu patrimônio (e portanto de suas cotas), entre o dia 29 de maio de 2002 e o dia 31 de maio de 2002 (o dia 30 de maio daquele ano foi feriado).

24. Por conta disto, a acusação que ao Banco Nossa Caixa S.A. (e a seu responsável técnico) se faz é a de *"descumprimento"* do art. 3° da Circular BACEN 3.086/02 e do art. 2° da Circular BACEN 2.654/96, além do art. 1°, § 1°, inciso II, da Resolução CMN 2.183/95, *"pela avaliação das LFTs por critério diferente de valor de mercado em 29.05.2002"*.

II – DECISÃO

Preliminares

25. Em primeiro lugar, é de constatar-se que em 29 de maio de 2002 a Circular 2.654/96 não mais vigorava, pois havia sido expressamente revogada pela Circular 3.086/02. Por outro lado, a fiscalização não provou a utilização do método da curva do papel em qualquer outra data, que não 29 de maio de 2002. Assim, parece-me impossível aplicar a Circular 2.654/96, que não mais vigorava naquela data, a eventos nela ocorridos, razão pela qual voto pelo afastamento de sua incidência na espécie. Pelos mesmos motivos, também afasto (embora não tenha sido apontada pela acusação como norma violada) a suposta violação à Carta-Circular 2.929, de 04 de agosto de 2000, igualmente revogada de forma expressa pela Circular 3.086/02, e portanto não mais vigente em 29 de maio de 2002.

26. Adicionalmente, considero imprópria a imputação de violação do art. 1°, § 1°, inciso II, da Resolução CMN 2.183/95 — ainda que fosse feita, quanta a esta última regra, a ressalva de que deveria ser considerada a redação do art. 2º daquela Resolução após a edição da Resolução CMN 2.931, de 14 de fevereiro de 2002, que a alterou, para expressamente permitir ao Banco Central excepcionar as regras de avaliação a preços de mercado.

27. Isto porque o citado inciso II do § 1º do art. 1º era regra destinada ao Banco Central do Brasil, e não aos regulados, pois ali se determinava que a *"regulamentação ... deve contemplar ... obrigatoriedade de adoção do critério de avaliação dos ativos integrantes da carteira do fundo pelo seu valor de mercado"*.

28. A regulamentação induvidosamente fê-lo, primeiro através das Circulares 2.616/95 e 2.654/96, e depois pelo art. 3° da Circular 3.086/02, a qual, sendo a única regulamentação da matéria vigente 29 de maio de 2002 — data dos fatos narrados no Termo de Acusação — é, a meu ver, a única regra cuja violação pode ser examinada nestes autos.

Mérito

29. Nada obstante a explícita seqüência de atos normativos, que em primeiro lugar determinaram genericamente a marcação a mercado (as Circulares 2.616/95 e 2.654/96), depois a determinaram em detalhes, admitindo-se o enquadramento progressivo (a Circular 3.086/02), e finalmente determinaram a antecipação da vigência de tais regras detalhadas (a Instrução CVM 381/02), a acusação entende que, em 29 de maio de 2002, vigorava uma regra explícita e cogente de marcação a mercado — a do art. 3º da Circular 3.086/02 —, e que, portanto, a utilização de qualquer outro critério de avaliação que não a cotação divulgada pela ANDIMA contrariaria tal regra.

30. Já a mim a questão aparenta-se um pouco diferente, e certamente muito mais complexa. Não posso admitir que a edição de sucessivos atos normativos tenha tido finalidade nenhuma, e efeito nenhum, e que tudo continuasse como era desde 1995. Fosse o caso de alertar os agentes de mercado, e o Bacen teria apenas

alertado, como fez com a Carta-Circular 2.929/00. Fosse o caso de alertar, a CVM teria apenas alertado, como poderia fazer através de uma Deliberação. Mas não. Ambos editaram regras de conduta, criaram critérios nunca dantes mencionados de marcação a mercado. E isto para nada? Sem necessidade e sem objetivo?

31. Admitir isto é admitir a possibilidade de uma armadilha regulatória. Em fevereiro a autoridade faz aparentar que o regulado tem um prazo **até setembro** para marcar a mercado adotando certos critérios; **em maio** a autoridade antecipa tal obrigação para o **dia seguinte**; e, golpe final, dois anos depois a autoridade pune o regulado pelo não cumprimento da regra até **a véspera** da antecipação de sua vigência. O que se pretenderia obter com isto? Qual o benefício para o mercado, os investidores e as instituições?

32. Se o Banco Central e a CVM tiveram uma atuação primorosa à época dos fatos, em primeiro lugar imaginando o *soft landing* para a marcação a mercado por todo o mercado, segundo critérios indicados, e depois, quando a crise aumentou, determinando de imediato a incidência das regras, em defesa dos cotistas e do sistema, porque manchar tal atuação — de que resultou benefício efetivo para o sistema, inclusive com a adoção completa e indiscriminada dos critérios de marcação a mercado determinados pela Circular 3.086/02 — com uma pretendida punição de dezenas de instituições que constituíam a larga maioria do mercado, e adotavam a curva do papel como critério de avaliação das LFTs com a concordância, ao menos implícita, das autoridades?

33. Frise-se que, como expus antes, essa concordância fazia todo o sentido, pois a adoção do critério da curva do papel produzira rigorosamente os mesmos efeitos da marcação a mercado (pela cotação da ANDIMA) ao longo de muitos e muitos anos. [6] Frise-se, também como antes referi, que a adoção imediata de outro método, caso a crise não se consumasse e as LFTs fossem pagas — como foram! — não levaria necessariamente a um benefício para os cotistas, notadamente os açodados, que efetuaram resgates durante a crise.

34. Ocorre que o Banco Central e a CVM estavam diante da iminência de uma crise sistêmica, e atuaram com absoluta correção, colaborando em evitá-la. Mas o passo seguinte, da abertura de inquérito contra os agentes que até então aguardavam o término do prazo de adaptação para — passe o truísmo — adaptarem-se, contraria a própria regra que previa tal prazo.

35. A pergunta que não quer calar é a seguinte: se havia um prazo de adaptação, mas as regras vigentes supostamente já produziam a mesma obrigação nos agentes de mercado, de marcar a mercado segundo um dos critérios previstos na Circular 3.086/02, para que foi necessário editar a Instrução CVM 365/02? A simples existência de tal Instrução já mostra que era preciso editá-la, para determinar a imediata marcação a mercado, segundo os critérios da Circular 3.086/02.

36. Outra pergunta renitente: se a Circular 3.086/02 não pretendia conceder prazo para a migração do regime de marcação pela curva do papel para o regime dos novos critérios, porque revogou expressamente a Carta-Circular 2.929/00? Veja-se o texto de tal Carta-Circular:

    "Tendo em vista o disposto no art. 2º da Circular n. 2.654, de 17 de janeiro de 1996, esclarecemos que: I - não é admitido proceder à avaliação dos ativos que compõem a carteira dos fundos de investimento pelo custo de aquisição acrescido dos rendimentos auferidos"

37. Ora, se a Carta-Circular 2.929/00 destinava-se exatamente a "esclarecer" que a regra do art. 2º da Circular 2.654/96 não permitia a marcação a mercado pela curva do papel, para que revogar tal esclarecimento, **expressamente** (como fez a Circular 3.086/02), se tal esclarecimento continuaria a valer com a regra do art. 3º da Circular 3.086/02.

38. A resposta evidente, a ambas as perguntas, é a de que seria impossível exigir de qualquer agente de mercado que, lendo esse conjunto de regras, revogadas e editadas, as interpretasse no sentido de que era proibido, após a edição da Circular 3.086/02, avaliar as LFTs pela curva do papel.

39. Por isto, ainda que se entenda — e não é o meu caso — que a Circular 3.086/02 quis manter a proibição de marcação pela curva exatamente como "esclarecida" pela Carta-Circular 2.929/00, seria o caso de aplicar-se, neste processo administrativo, a regra do art. 21 do Código Penal. Tal norma, aplicável aos processos punitivos de condutas criminosas (portanto mais graves), estabelece desde a reforma de 1984, expressamente, a vigência entre nós da hipótese de *erro sobre a ilicitude do fato*, também chamado de *erro de proibição*. Veja-se o teor do citado artigo:

    "Art. 21. O desconhecimento da lei é inescusável. **O erro sobre a ilicitude do fato, se inevitável, isenta de pena;** se evitável, poderá diminuí-la de um sexto a um terço.

Parágrafo único. Considera-se evitável o erro se o agente atua ou se omite sem a consciência da ilicitude do fato, **quando lhe era possível, nas circunstâncias, ter ou atingir essa consciência** ."

40. A doutrina explica:

"O erro de proibição deste art. 21 pode incidir: 1. Erro de direito. Embora conhecendo formalmente a lei, o sujeito engana-se em seu entendimento, erra na interpretação do que ela proibia." (Celso Delmanto, Código Penal Anotado, 3ª edição, Editora Renovar, 1991, p. 37).

"O *erro sobre a ilicitude do fato*, como denomina a lei, ocorre quando o agente, por erro plenamente justificado, não tem ou não lhe é possível o conhecimento da ilicitude do fato, supondo que atua licitamente. Atua voluntariamente e, portanto, com dolo, porque seu erro não incide sobre elementos subjetivos do tipo, mas não há culpabilidade, já que pratica o fato por erro quanto à antijuridicidade de sua conduta." (Julio Fabbrini Mirabete, Código Penal Interpretado, 1ª edição, Editora Atlas S.A., 1999, p. 37).

41. O Supremo Tribunal Federal já decidiu, por seu turno:

"Inquérito.

Propaganda eleitoral. Caracterizado o

erro sobre a ilicitude do fato, em face da generalização da conduta entre os demais candidatos a cargos eletivos, arquiva-se o inquérito." (Inquérito 321-PR, Relator Exmo. Sr. Ministro Carlos Madeira, Tribunal Pleno. Unânime. Diário da Justiça de 09/10/1987, p. 21.775).

42. Também assim o Superior Tribunal de Justiça:

"RHC - Penal - Processual Penal - Erro sobre a ilicitude do fato - Denúncia - Crimes Societários - A infração penal, por ser conduta proibida, implica reprovação ao agente. Ocorre, pois, culpabilidade, no sentido de censura ao sujeito ativo. O erro sobre a ilicitude do fato, se inevitável, exclui a punibilidade. Evidente, as circunstancias não acarretam a mencionada censura. Não se confunde com o desconhecimento da lei. Este é irrelevante. A consciência da ilicitude resulta da apreensão do sentido axiológico das normas de cultura, independentemente de leitura do texto legal. a denuncia deve descrever o fato imputado de modo a ensejar individualização da conduta, a fim de possibilitar, no sentido material, o contraditório e o exercício da plenitude de defesa. A exigência alcança também o chamado crime societário e os delitos de concurso de pessoas." (Recurso Ordinário em Habeas Corpus nº 4722-SP, Relator para o Acórdão o Exmo. Sr. Ministro Luiz Vicente Cernicchiaro, 6ª Turma, Diário da Justiça de 30/09/1996, p. 36.651)

43. Assim, ainda que se pudesse entender, no caso, que vigorava, após a edição da Circular 3.086/02, uma proibição imediata à utilização da curva do papel como critério de valorização das LFTs das carteiras dos fundos de investimento, restaria plenamente caracterizado, a meu sentir, o *erro quanto à ilicitude da conduta* de que trata o art. 21 do Código Penal, aplicável por analogia ao processo administrativo sancionador.[7]

44. Isto porque, como dito, uma grande parte (senão a maioria) dos administradores de fundos de investimento interpretou a norma da Circular 3.086/02, inclusive por força das revogações expressas dela constantes, como uma regra que autorizava a continuação do uso da curva do papel como forma de avaliação das LFTs, com prazo fatal em setembro de 2002 (posteriormente antecipado) para a utilização dos critérios de marcação a mercado descritos na própria Circular 3.086.

45. Tal interpretação — insisto — parece-me inclusive a correta, isto é, em minha opinião não havia a obrigação de abandonar a avaliação pela curva antes de setembro (até a edição da Instrução CVM 381/02). Mas, ainda que se queira entender de modo diferente, seria o caso, então, de considerar perfeitamente caracterizado o *erro de proibição*, que afasta a culpabilidade.

46. Tal *erro* era completamente inevitável, por parte dos agentes, tendo em vista que, como dito, se havia um prazo de adaptação, a única lógica possível era a da possibilidade de manutenção da conduta incompatível com as novas regras até o fim de tal prazo. E ouso dizer que os agentes de mercado que marcaram seus papéis de forma diferente da maioria, fizeram-no por outras razões, notadamente por força de normas internacionais dos conglomerados de que fazem parte. Em outras palavras: mesmo quem tiver acertado quanto à interpretação agora proposta pela acusação, terá acertado por acaso.

* * *

47. Por todas estas razões, voto no sentido de, preliminarmente, afastar-se a acusação de violação das normas da Circular 2.654/96, que não mais vigoravam na data do fato narrado na acusação (29 de maio de 2002), bem como por afastar-se a acusação quanto ao descumprimento do art. 1°, § 1°, inciso II, da Resolução CMN 2.183/95, por entender tratar-se norma destinada ao órgão regulador (à época o Banco Central do Brasil).

48. No mérito, pelas razões expostas, voto pela absolvição dos indiciados quanto à imputação restante, de descumprimento do art. 3º da Circular 3.086/02.

É o meu voto.

Rio de Janeiro, 17 de dezembro de 2004.

Marcelo Fernandez Trindade

Presidente

1 Relembre-se que a Lei 10.303/01, que transferia a competência para a supervisão de tais fundos para a CVM, somente entrou em vigor em começo de abril de 2002.

2 A Resolução CMN 2.931, de 14 de fevereiro de 2002, alterou o art. 2º da Resolução CMN 2.183/95, para expressamente permitir ao Banco Central excepcionar as regras de avaliação a preços de mercado, acrescentando ao final do inciso II do art. 2º desta última Resolução, que ordenava a regulamentação da marcação a mercado, a frase *"exceto nas hipóteses expressamente previstas na regulamentação do Banco Central do Brasil"* .

3 Tais condições eram, além da *"intenção e capacidade financeira"* de manter os títulos em carteira até o vencimento, cumulativamente as seguintes: (i) o fundo de investimento fosse destinado a um único investidor; (ii) o investidor, ou seu representante legal, declarasse formalmente que possuía a condição financeira para levar ao vencimento os títulos e valores mobiliários constantes da carteira do fundo classificados na respectiva categoria e (iii) no caso de o investidor ser fundo de investimento, fosse o mesmo destinado a um único condômino.

4 Tais critérios eram quatro, alternativos: "I - o preço médio de negociação no dia da apuração ou, quando não disponível, o preço médio de negociação no dia útil anterior; II - o valor líquido provável de realização obtido mediante adoção de técnica ou modelo de precificação; III - o preço de instrumento financeiro semelhante, levados em consideração, no mínimo, os prazos de pagamento e vencimento, o risco de crédito e a moeda ou indexador; ou IV - o valor do ajuste diário no caso das operações realizadas no mercado futuro

5 A "Carta ao Povo Brasileiro", do então candidato Luis Inácio Lula da Silva, é de 22 de junho de 2002. A partir dela, o mercado acalmou-se progressivamente, diante da manifestação de um claro compromisso do então candidato com uma transição que partisse *"da mais ampla* do *"respeito aos contratos e obrigações"*, e com expressa referência às *"recentes turbulências do mercado financeiro"*, as quais, segundo o documento, deveriam *"ser compreendidas nesse contexto de fragilidade do atual modelo e de clamor popular pela sua superação"*

6 Note-se que nem mesmo no período de maior "stress" da economia nacional — Plano Collor anunciado em 16 de março de 1990 —, diante da "ausência" de mercado, de um lado com o bloqueio dos saldos das contas correntes, cadernetas de poupança e demais investimentos superiores a Cr$ 50.000,00, e de outro com o adiamento do pagamento dos títulos públicos (por meio do adiamento da correspondente conversão em cruzados), não havia diferença entre o valor obtido com a adoção do critério da curva do papel e aquele obtido com a marcação a mercado.

7 Para não alongar este voto, permito-me a ele incorporar, por referência, minha opinião, ainda que ligeira, quanto às possibilidades e limites que me parecem devem ser considerados quando se trata de aplicação analógica de normas penais e processuais penais ao processo administrativo sancionador da CVM, opinião esta manifestada no voto que proferi, então como Diretor, no julgamento do Inquérito Administrativo nº 32/99, julgado em 05 de dezembro de 2001.

VOTO COMPLEMENTAR DA RELATORA

EMENTA: Os fundos de investimento financeiro e fundos de aplicação em cotas de fundos de investimento que em 29.05.2002 avaliavam os ativos que compunham a sua carteira por critério diverso do valor de mercado estavam em desacordo com o preceituado no artigo 3º, *caput*, da Circular nº 3.086/2002 e no artigo 2º da Circular nº 2.654/96, ambas do Banco Central do Brasil.

Apesar dos fundamentos expostos pelo Sr. Presidente, mantenho minha posição, pois, desde 1995, já existia a exigência de marcação a mercado para os ativos de fundos de investimento financeiro (FIFs) e fundos de investimento em cotas de FIFs (FAQs). Tal obrigação foi criada por força da Resolução 2.183/95 do CMN e reiterada nos diversos normativos que a sucederam, inclusive a atual Circular 3.086/2002 do Banco Central.

Note-se que a confusão que existe decorre da introdução na Resolução 2.931 do CMN de 14.02.2002, bem como na Circular 3.086/2002, de outras duas modalidades de fundos de criação relativamente recente, a saber: fundos de aposentadoria programada individual e fundos de investimento no exterior, os quais passaram também a ser obrigados a marcar a mercado. Vejamos a redação do art. 1º da aludida Circular:

> *Art. 1º Estabelecer que os títulos e valores mobiliários integrantes das carteiras dos fundos de investimento financeiro, fundos de aplicação de em quotas de fundos de investimento, **fundos de aposentadoria programada individual** e **fundos de investimento no exterior** devem ser registrados pelo valor efetivamente pago, inclusive corretagens e emolumentos, e classificados nas seguintes categorias: (grifou-se).*

Como essas duas espécies de fundos não foram referidas nas normas anteriores, entendo que para estes, e tão-somente para estes, o dever de marcar a mercado seus ativos seria uma inovação. E por isto somente para estes destinava-se o prazo de adaptação às novas regras.

É óbvio que os FIFs e FAQs, que sempre estiveram sujeitos a regras de marcação a mercado, não necessitavam de adaptação alguma neste sentido. Deviam, isto sim, estar cumprindo as obrigações às quais há muito já estavam submetidos. Logo, o prazo de adaptação concedido pela Circular para os fundos de aposentadoria programada individual e fundos de investimento no exterior não pode ser entendido, em hipótese alguma, como prazo para que

FIFs e FAQs passassem a só então marcar seus ativos a mercado. Não faz sentido falar-se em adaptação à marcação a mercado para FIFs e FAQs no ano de 2002, quando tal obrigação foi imposta em 1995.

Diversas instituições observaram a regra, enquanto outras pretendem provar a impossibilidade de cumprir a regra que, além de representar um critério justo e razoável, permite um tratamento eqüitativo, um equilíbrio para o cotista a todo instante, ou seja, qualquer cotista que saía tinha o valor real das cotas refletido.

De qualquer forma, ainda que não houvesse, inclusive, qualquer regulamentação sobre o assunto, em minha opinião, o dever ético impunha que se adotasse tal critério para estabelecer o valor das cotas.

Por outro lado, como o artigo 1º, parágrafo 1º, inciso II, da Resolução nº 2.183/95, efetivamente, não se destina aos administradores dos fundos de investimento e sim ao Banco Central do Brasil responsável pela sua regulamentação, da conclusão do meu Voto fica excluída a menção à dita Resolução.

Tendo em vista que ficou configurado que a avaliação das LFT's que compunham a carteira dos fundos Nossa Caixa FIF DI, Nossa Caixa FIF CP, Nossa Caixa FIF RF, Nossa Caixa FIF CP Seven, FIF Investcaixa DI, Nossa Caixa FIF Principal DI, Nossa Caixa FIF 90 e Nossa Caixa FIF FAF foi efetuada por critério diferente do valor de mercado, conforme constatado em 29.05.2002, e que, portanto, o seu patrimônio não evidenciava a marcação a mercado, em infração ao disposto no artigo 3º, *caput*, da Circular nº 3.086/2002 e no artigo 2º da Circular nº 2.654/96, ambas do Banco Central do Brasil, proponho a aplicação da pena de multa de R$500.000,00 ao Banco Nossa Caixa S/A e de R$100.000,00 a Armando Antônio Miguel Placco Filho, prevista no artigo 11, inciso II, c.c. o parágrafo 1º, inciso I, da Lei nº 6.385/76.

Esse é o meu **VOTO**.

Rio de Janeiro, 17 de dezembro de 2004.

NORMA JONSSEN PARENTE

DIRETORA-RELATORA

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2003/5596

Voto proferido pelo Diretor Eli loria, na Sessão de Julgamento do dia 17/12/04:

Eu gostaria de apresentar meu voto, em que acompanho parcialmente o voto da Diretora-Relatora que, como muito bem colocou, de há muito os ativos integrantes das carteiras dos fundos devem ser registrados pelos valores efetivamente pagos e ajustados diariamente ao valor de mercado. A adoção de marcação a preço de aquisição acarreta distorções no valor do patrimônio líquido do fundo e pode gerar um desbalanceamento entre os cotistas que ingressem ou permaneçam no fundo, em confronto com aqueles que estejam procedendo a resgates.

E assim a CVM já determina, desde a Instrução 305, a adoção na marcação a preço de mercado para os fundos de investimento em títulos e valores mobiliários.

Já em 1995, a Resolução CMN nº 2.183 determinou que se adotasse tal critério que a Circular BACEN nº 2.594, na mesma data, veio a regulamentar. Em seguida, tivemos a Circular BACEN nº 2.616/95, que revogou a Circular 2.594, consolidou as normas, mantendo também a determinação.

Quanto às normas editadas pelo Banco Central, tratará a questão no seu aspecto contábil a Circular 2.601 e a Circular 2.654, também sempre no mesmo sentido.

Ainda lembrou muito bem a Diretora-Relatora a Carta- Circular nº 2.929/00 e o seu esclarecimento de que não era admissível a adoção de avaliação dos ativos das carteiras dos fundos pelo preço de aquisição acrescidos dos rendimentos auferidos. Após a edição da Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 2.931/02, que alterou a redação no inciso II, parágrafo 1º, do art.1º da Resolução do Conselho nº 2.183, veio o Banco Central a editar a Circular nº 3.086/02, revogando o art. 9º da Circular nº 2.328, o art.17 do anexo à Circular nº 2.616, a Circular nº 2.654, a Circular nº 2.737, a Carta-Circular nº 2.929.

Eu entendo que a Circular BACEN nº 3.086/02, além de admitir a classificação dos títulos integrantes das carteiras dos fundos em títulos para negociação e títulos mantidos até o vencimento, não inovou quanto à obrigatoriedade de

marcação a mercado em relação aos primeiros; mas apenas estabeleceu os procedimentos em seu art.3º. Concordo com a Diretora-Relatora de que o prazo estabelecido na Circular nº 3.086, posteriormente modificado para enquadramento das suas disposições, não permitiu a utilização de um critério qualquer de avaliação dos seus ativos, mas sim fazer referências aos critérios a serem utilizados como parâmetros. Ademais, a Instrução CVM nº 365 manteve a obrigatoriedade de marcação a mercado de todos os ativos dos fundos. No caso em concreto eu identifico como atenuante que até o momento de turbulência do mercado, para precificação das LFT's, o método de avaliação era indiferente, pois o preço de mercado acompanhava a curva do papel, não trazendo maiores preocupações. Reconheço também que a edição sucessiva de normas pelos órgãos reguladores, aliada à mudança de jurisdição convocada pela Lei nº 10.303, possa ter levado os jurisdicionados a interpretarem os normativos de forma errônea.

Ademais, ainda que o desconhecimento da Lei seja inescusável, entendo que, no caso, o erro sobre a ilicitude do fato era evitável ao teor do art. 21 do Código Penal, quando ao agente era possível, nas circunstâncias, vir a atingir a consciência da ilicitude do fato; o que permite, portanto, a diminuição da pena.

Com relação às acusações, entendo que a imputação à infração à Circular nº 2.654 deve ser afastada, pois a mesma já não mais vigorava à época dos fatos inquinados irregulares. Assim como afasto a imputação à infração ao art.1º parágrafo 1º inciso II da Resolução CMN nº 2.183, pois o comando era dirigido a um órgão regulador, restando comprovada a infração ao disposto no art. 3º, *caput*, da Circular do Banco Central do Brasil nº 3.086/02.

Assim, proponho a aplicação das seguintes penalidades: ao Banco Nossa Caixa S/A, pena de multa pecuniária no valor de R$ 50.000,00, e ao sr. Armando Antônio Miguel Placco Filho, pena de multa pecuniária no valor de R$ 10.000,00. É como voto, Sr. Presidente.

Eli Loria

Diretor

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM - 2003/5596

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

DIRETOR: WLADIMIR CASTELO BRANCO CASTRO

Senhores Membros do Colegiado

1. As regras sobre marcação a mercado em vigor até 2002 - já tão bem expostas no bem lançado voto da ilustre Diretora-Relatora - podem ser assim resumidas:

i. em 21.07.1995, foi editada a Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 2.183, a qual dispunha que a regulamentação sobre os fundos de investimento financeiro – FIF e os fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento - FAC, a ser baixada pelo Banco Central do Brasil, deveria contemplar, no mínimo, dentre outras obrigações, a referente à "*adoção do critério de avaliação dos ativos integrantes da carteira do fundo pelo seu valor de mercado*" (cf. art. 1º, § 1º, inciso II, da aludida Resolução);

ii. na mesma data, o BACEN baixou a Circular n.º 2.594, que determinava, no art. 17 de seu regulamento anexo, que "*as quotas do fundo devem ter seu valor calculado diariamente com base em avaliação patrimonial que considere o valor de mercado dos ativos financeiros integrantes da carteira, de acordo com o contido no art. 14, normas e procedimentos previstos no COSIF*";

iii. o aludido artigo 14, por sua vez, dispunha, em seu parágrafo único, que " *para efeito da determinação do valor da carteira, devem ser observadas as normas e os procedimentos previstos no Plano Contábil das Instituições Financeiras do Sistema Financeiro Nacional – COSIF*";

iv. por seu turno, as normas COSIF determinavam que os ativos integrantes da carteira de um fundo fossem registrados "*pelo valor efetivamente pago e ajustados, diariamente, pelo valor de mercado, reconhecendo-se contabilmente a valorização ou a desvalorização verificada*", e observavam, outrossim, ser vedada a avaliação a mercado pelo custo de aquisição dos ativos acrescidos dos rendimentos auferidos ou tendo como referência preços unitários utilizados pelo BACEN em suas operações compromissadas;

v. em 18.09.95, foi editada a Circular do Banco Central do Brasil n.º 2.616, que expressamente revogou a Circular n.º 2.594/95 (cf. art. 6º), mas manteve a redação e numeração dos artigos 14 e 17 do Regulamento Anexo à Circular revogada;

vi. em 17.01.1996, entrou em vigor a Circular n.º 2.654, que estabeleceu algumas normas contábeis para fundos de investimento, dentre os quais os FIF e FAC, enfatizando, em seu art. 2º, a regra de marcação a mercado – que então já se encontrava em vigor - ao dispor que "*os ativos integrantes dos fundos referidos no art. 1º devem ser registrados pelo valor efetivamente pago e ajustados, diariamente, ao valor de mercado, reconhecendo-se contabilmente a valorização ou a desvalorização verificada*";

vii. em 04.08.2000, o BACEN editou a Carta-Circular n.º 2.929, na qual esclareceu que a avaliação dos ativos que compõem a carteira dos fundos de investimento não poderia ser feita pelo custo de aquisição dos ativos acrescidos dos rendimentos auferidos nem ter como referência preços unitários utilizados pelo BACEN em suas operações compromissadas;

viii. em 14.02.2002, a Resolução CMN n.º 2.931 alterou o art. 1º, parágrafo 1º, inciso II, da Resolução CMN 2.183/95, permitindo que a regulamentação atinente aos FIF e FAC contemplasse exceções à regra da marcação a mercado; e

ix. por fim, em 18.02.2002, foi editada a Circular n.º 3.086 (em seguida, parcialmente alterada pela Circular n.º 3096, de 06.03.2002), que estabeleceu critérios de registro e avaliação contábil dos títulos e valores mobiliários dos FIF e FAC, assim como dos fundos de aposentadoria programada individual e dos fundos de investimento no exterior, determinando que os títulos e valores mobiliários integrantes das carteiras dos fundos de investimento fossem classificados em títulos para negociação e títulos mantidos até o vencimento, e estabelecendo parâmetros à apuração do valor de mercado dos títulos classificados na primeira categoria.

2. Do exposto anteriormente, noto, de início, que a marcação a mercado já era obrigatória desde a edição da Circular BACEN n.º 2.594/95, a qual determinava que as quotas dos fundos deveriam ser calculadas diariamente "*com base em avaliação patrimonial que considere o valor de mercado dos ativos financeiros integrantes da carteira"*.

3. E isso, porque o procedimento de marcação a preço de aquisição mostrou-se inadequado para os fundos de investimento, uma vez que não permite apurar o valor do patrimônio líquido pelo preço esperado de realização dos ativos integrantes da carteira do fundo, em qualquer momento, valor esse utilizado para calcular o valor da quota.

4. Outrossim, se algum questionamento existiu sobre a possibilidade de se utilizar o método da avaliação pela "curva do papel" como critério para a marcação a mercado, tal dúvida foi sanada em 04.08.2000, quando o BACEN editou a Carta-Circular n.º 2.929, esclarecendo que a avaliação dos ativos que compõem a carteira dos fundos de investimento não poderia ser feita pelo custo de aquisição dos ativos acrescidos dos rendimentos auferidos, tampouco tendo como referência preços unitários utilizados pelo BACEN em suas operações compromissadas.

5. Dessa forma, embora tenha a Circular n.º 3.086/2002 – tal como assinalado anteriormente - estabelecido parâmetros à apuração do valor de mercado (cf. art. 3º, parágrafo 1º), não foi esse regulamento que criou a regra da marcação a mercado, a qual teve origem na Resolução nº 2.183, de 21 de julho de 1995, do Conselho Monetário Nacional, e regulamentada pela Circular de nº 2594. Pode-se até mesmo afirmar que uma das maiores inovações da Circular nº 3.086 consistiu, em verdade, na criação de uma exceção a tal regra, no tocante aos títulos enquadráveis na categoria "mantidos até o vencimento".

6. Ressalvo, porém, que a Circular nº 3.086 não introduziu exigências menos rígidas do que as normas constantes da Circular nº 2.654, tendo em vista que a possibilidade de classificar os ativos integrantes da carteira na categoria de títulos mantidos até o vencimento se limitou tão-somente aos fundos destinados a um único investidor, que, por sua vez, deve declarar, mediante termo de adesão ao fundo, que possui condição financeira para levar ao vencimento os títulos e valores mobiliários constantes da carteira do fundo. Trata-se, portanto, de hipótese em que a adoção do procedimento de marcação a mercado se mostra desnecessária.

7. Noto, portanto, que a Circular BACEN nº 3.086 não instituiu, em caráter inovador, a obrigação de realizar a marcação a mercado, tendo servido apenas para aprimorar e uniformizar os critérios aplicáveis a esse procedimento, além de esclarecer a metodologia de apuração do valor de mercado.

8. Isso porque a Circular, ao determinar que os títulos e valores mobiliários integrantes das carteiras dos fundos de investimento fossem classificados em títulos para negociação e títulos mantidos até o vencimento (art. 1º, incisos I e II), manteve a obrigatoriedade de se promover o "*ajuste diário, pelo valor de mercado*", apenas aos títulos classificados na primeira categoria (cf. art. 3º).

9. Ademais, é importante assinalar que, mesmo tendo a Circular n.º 3.086/2002, em seu art. 12, fixado prazo até o dia 30.06.2002 – prorrogado para 30.09.2002 pela Circular n.º 3.096/2002 - para que os fundos se adaptassem aos seus ditames (prazo esse também aplicável aos FIF e FAC, e não apenas aos fundos de aposentadoria programada individual e aos fundos de investimento exterior), o parágrafo único desse dispositivo é claro ao estabelecer que "*enquanto não efetuado o enquadramento referido neste artigo, devem ser observados os procedimentos contábeis em vigor até a data da publicação desta circular*".

10. Resta evidente que, enquanto esses fundos não se adaptassem aos parâmetros contábeis estabelecidos pela Circular n.º 3.086/2002, continuavam obrigados a observar as regras sobre marcação a mercado até então em vigor, inclusive o disposto art. 14 do Regulamento Anexo à Circular n.º 2.616/95, o qual, tal como comentado anteriormente, estabelecia que, para efeito da determinação do valor da carteira do fundo, deveriam ser observadas as normas e procedimentos do COSIF, os quais, por sua vez, dispunham que os ativos integrantes da carteira de um fundo fossem registrados pelo valor efetivamente pago e ajustados, diariamente, pelo valor de mercado.

11. Adicionalmente, no que diz respeito a atos normativos que trataram da marcação a mercado, verifico que a CVM editou a Instrução CVM n.º 365, datada de 29.05.2002 e publicada no Diário Oficial da União no dia 31 daquele mês, a qual, além de ter mantido a obrigatoriedade de marcação a mercado de todos os ativos dos fundos, antecipou para 31.05.2002, em seu artigo 1º, o cumprimento das regras introduzidas pela Circular nº 3.086, com as alterações introduzidas pela Circular de nº 3.096[1]. (art. 1º).

12. A Instrução CVM nº 365/2002 tão-somente antecipou, de 30.09.2002 para 31.05.2002, os procedimentos para registro e avaliação de títulos e valores mobiliários e dos instrumentos financeiros derivativos, integrantes das carteiras dos fundos de investimento financeiro, dos fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento e dos fundos de investimento no exterior, procedimentos esses já estabelecidos na Circular nº 3.086, de 15 de fevereiro de 2002, com as alterações introduzidas pela Circular 3.096, de 6 de março de 2002, não tendo essa Instrução, por certo, instituindo a obrigatoriedade de se marcar a mercado.

13. Observo que, em função do cenário político da época, o deságio dos títulos públicos aumentava dia a dia, ocasionando um descolamento cada vez maior entre o valor do custo de aquisição dos ativos acrescidos dos rendimentos (PU da curva) e o valor dos títulos pelo critério de avaliação dos ativos integrantes da carteira do fundo pelo seu valor de mercado.

14. Até pouco antes da ocorrência da desvalorização dos títulos da dívida pública, vale notar, a utilização dos critérios, fosse de marcação a mercado ou fosse a preços históricos corrigidos, não apresentava diferenças significativas e, por conseguinte, não acarretava distorções no valor das cotas dos fundos de investimento.

15. No entanto, a queda do preço dos títulos públicos gerou uma evolução assimétrica da rentabilidade dos diversos fundos de investimento, tendo em vista que os fundos que já vinham se ajustando pela regra de marcação a mercado apresentavam rentabilidade inferior àqueles que não atendiam a tal determinação e continuavam a realizar a avaliação pelo preço de aquisição acrescido dos rendimentos auferidos.

16. Em decorrência disso, diversos fundos de investimento, com ativos semelhantes em suas respectivas carteiras, passaram a apresentar rentabilidades diferenciadas, dificultando a comparabilidade quanto à performance das suas respectivas carteiras.

17. Foi nesse contexto, e com o propósito de uniformizar, de imediato, os procedimentos e conferir maior segurança e transparência às aplicações realizadas pelos investidores desses produtos financeiros, em especial visando a evitar perdas para os pequenos investidores, que foi editada a Instrução CVM n.º 365/2002.

18. Importante destacar que, caso não houvesse esta Comissão editado a Instrução CVM nº 365, o crescente deságio que então vinha sendo praticado, conjugado com seu não reconhecimento por alguns

administradores de fundos, poderia levar um descrédito a toda indústria dos fundos, com potenciais prejuízos, em especial, aos pequenos poupadores.

19. Dessa forma, entendo improcedentes os argumentos dos defendentes de que não teriam transgredido as normas regulamentares sobre marcação a mercado.

20. Noto, ainda, que os indiciados descumpriram os regulamentos dos fundos administrados pelo Banco Nossa Caixa, por não observarem os ditames do artigo 12 do regulamento do FIF principal DI e art. 11 dos demais fundos, que, de forma expressa, previam que o valor de suas cotas teria de ser calculado diariamente com base no valor de mercado dos ativos integrantes das carteiras.

21. Outro aspecto importante a ser ressaltado é que todos os princípios de administração e finanças que tratam da avaliação de ativos recomendam que um bem deve ser contabilizado pelo seu valor efetivo, tendo o responsável pela administração de um fundo de investimento a obrigação de fazer refletir, nos demonstrativos contábeis e financeiros dos fundos pelos quais são responsáveis, o exato valor dos ativos que compõem o patrimônio que administra.

22. Assim, se o administrador superestimar o valor de um patrimônio, estará indo de encontro a um dos princípios básicos da contabilidade, a saber, o da prudência (ou conservadorismo), que determina deva ser o valor do bem, quando contabilizado pelo seu valor histórico, deduzido de provisão no montante necessário para que reflita o seu exato valor.

23. Verifico que, no caso dos fundos de investimentos, se não forem respeitados esses procedimentos, uma eventual avaliação por valor mais alto do que efetivamente vale o ativo pode levar à (i) apropriação de taxa de administração por valor superior ao devido; (ii) vantagem indevida aos cotistas que venham a resgatar suas cotas, em detrimento daqueles que permanecem nos fundos enquanto tal situação perdura; e (iii) benefício à administradora do fundo para a captação de novos recursos, pelo fato de esses, eventualmente, apresentarem performance superior à média do mercado.

24. A propósito, ressalto que as cotas dos fundos de investimento de que ora tratamos têm liquidez diária, podendo as solicitações de resgate exigir a venda de ativos pelo fundo para atender a esses pedidos.

25. No cenário de desvalorização do preço dos títulos da dívida pública vivenciado na ocasião, caso fosse necessária a alienação de ativos do fundo para fazer face às solicitações de resgate, e se tais ativos apresentassem preços depreciados no mercado, a marcação a preço de aquisição ocasionaria uma sobrevalorização das quotas, da rentabilidade e do patrimônio líquido dos fundos do investimento.

26. Dessa forma, a prática de marcação a preço de aquisição não se mostra adequada para os fundos de investimento em geral, uma vez que não permite apurar o valor do patrimônio líquido pelo preço esperado de realização dos ativos integrantes da carteira do fundo em qualquer momento, valor esse utilizado para calcular o valor da quota.

27. Por derradeiro, observo que a captação de poupança pública exige que informações fidedignas, precisas e adequadas sejam prestadas àquelas pessoas que confiam seus recursos a terceiros credenciados para tal, estando o administrador de um fundo de investimentos, ao aceitar recursos de terceiros, obrigado a cumprir a legislação e regulamentação vigentes sobre a matéria, bem como cumprir fielmente o regulamento do fundo.

28. De fato, dentre os deveres e obrigações que o administrador do fundo assume, destaca-se aquele de levar ao conhecimento dos cotistas qualquer informação que pudesse influir, de modo significativo, em sua decisão de se manter ou não como cotista do fundo, conforme disposto no artigo 33 da Circular BACEN nº 2.616.

29. No presente caso, ao não procederem de forma correta a avaliação dos recursos que lhes foram confiados pelos cotistas, os defendentes, de fato, prestaram informações que não correspondiam à realidade dos fatos.

30. Com isso, tanto os cotistas que já tinham seus recursos alocados nos fundos administrados pelos defendentes, quanto os potenciais investidores foram prejudicados, inclusive no que concerne à comparabilidade com outros fundos que faziam a avaliação da carteira a preços de mercado e apresentavam uma rentabilidade menor no mesmo período.

31. Com efeito, os investidores que permaneceram com seus recursos aplicados nos fundos do Banco Nossa Caixa, quando a instituição adotava a marcação pelo preço corrigido dos ativos, além de terem pago uma taxa de administração superior à devida, foram prejudicados pelos resgates de cotas de outros investidores, ocorridos com valor superestimado, pois suportaram o pagamento da diferença ocasionada pela sobrevalorização da cota.

32. Diante dos argumentos apresentados, e considerando restar comprovado nos autos que as carteiras dos fundos Nossa Caixa FIF DI, Nossa Caixa FIF CP, Nossa Caixa FIF RF, Nossa Caixa FIF CP *Seven*, FIF Investcaixa DI, Nossa Caixa FIF Principal DI, Nossa Caixa FIF 90 e Nossa Caixa FIF FAF vinham sendo avaliadas pelo valor de aquisição das LFT acrescido dos rendimentos auferidos (fl. 29, 30, 31, 32, 33, 35, 36 e 37), critério esse cuja utilização era vedada desde a edição da Circular n.º 2.594/95, mantenho o meu voto inicial, pela condenação dos acusados.

33. Dessa forma, entendo devam ser aos indiciados aplicadas as seguintes penalidades, por infração ao art. 2º da Circular n.º 2.654/96 e ao art. 3º, *caput*, da Circular n.º 3.086/2002:

- Banco Nossa Caixa S.A., pena de multa pecuniária no valor de R$ 50.000,00, e

- Sr. Armando Antônio Miguel Placco Filho, pena de multa pecuniária no valor de R$ 10.000,00.

Rio de Janeiro, 25 de abril de 2005

Wladimir Castelo Branco Castro

Diretor

Dispõe a Instrução CVM nº 365, de 29 de maio de 2002

1"Art. 1º - Os procedimentos para registro e avaliação de títulos e valores mobiliários e dos instrumentos financeiros derivativos, integrantes das carteiras dos fundos de investimento financeiro, dos fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento e dos fundos de investimento no exterior, estabelecidos na Circular nº 3.086, de 15 de fevereiro de 2002, com as alterações introduzidas pela Circular 3.096, de 6 de março de 2002, ambas do Banco Central do Brasil, devem ser observados a partir de 31 de maio de 2002, inclusive.

Parágrafo único. A adoção dos procedimentos referidos neste artigo deve produzir efeitos imediatos no valor da quota do fundo, calculada na forma da regulamentação em vigor e observadas as demais condições previstas no seu regulamento."

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR

CVM Nº RJ2003/5596

Voto proferido pelo Diretor Sergio Eduardo Weguelin Vieira, na Sessão de Julgamento do dia 25/04/05.

Presidente, não tenho nenhuma consideração adicional a fazer e mantenho o meu voto proferido na sessão de julgamento de 17/12/2004, a seguir transcrito:

"Sr. Presidente, penso que a Circular BACEN nº 3.086, de 15/02/2002, finalmente estabeleceu o critério específico para que as instituições administradoras marcassem a mercado os fundos geridos, estabelecendo um prazo para adequação a esses critérios. Esse prazo, juntamente com a revogação dos normativos até então vigentes, conferiu aos administradores a faculdade de ajustar gradualmente — ou mesmo pontualmente — até a uma data-limite os preços dos ativos integrantes dos fundos por ele geridos.

Eu entendo também que a fiscalização efetuada em 29/05 apenas verificou que os preços das LFT's que compunham as carteiras dos fundos diferiam dos da ANDIMA; mas isso não esclarece se esses preços refletiam a curva do papel ou se já havia algum descolamento da curva decorrente de algum critério próprio de ajuste gradual efetuado pelos gestores. Por esse motivo, eu voto pela absolvição dos acusados em relação ao descumprimento do art. 3º da Circular BACEN nº 3.086/02."

Sergio Eduardo Weguelin Vieira

Diretor