

Indiciados: Banco da Amazônia S/A  
Jorge Nemetala José Filho

Ementa **O s fundos de investimento sujeitos à Circular BACEN nº 3.086/02, durante o prazo de adaptação às regras por ela impostas, só estavam obrigados a seguir os critérios de registro de ativos nela estabelecidos quando do encerramento desse prazo de adaptação, na forma estabelecida pela Instrução CVM nº 365, de 29/05/02.**

Decisão: Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários decidiu, por maioria de votos, vencidos a diretora-relatora e o diretor Wladimir Castelo Branco Castro, que votaram pela aplicação de pena de multa pecuniária, divergindo apenas quanto aos valores, absolver o Banco da Amazônia S/A e Jorge Nemetala José Filho das imputações que lhes foram feitas.

A CVM oferecerá recurso de ofício ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional no tocante às absolvições proferidas.

Presente à sessão de julgamento o doutor Deusdedith Freire Brasil, representante legal do Banco da Amazônia S/A e do senhor Jorge Nemetala José Filho.

Presente à Sessão de Julgamento o Procurador-federal especializado da CVM, Dr. Arnaldo Almeida de Amorim.

Participaram do julgamento os diretores Norma Jonssen Parente, ralatora, Pedro Oliva Marcilio de Sousa, Sergio Weguelin, Wladimir Castelo Branco Castro e o presidente da CVM, doutor Marcelo Fernandez Trindade, que presidiu a sessão.

Rio de Janeiro, 20 de junho de 2005.

**Norma Jonssen Parente**

**Diretora-relatora**

**Pedro Oliva Marcilio de Sousa**

**Relator do Voto Vencedor**

**Marcelo Fernandez Trindade**

**Presidente**

**PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº TA-RJ2003/5058**

**INDICIADOS:** Banco da Amazônia S/A  
**RELATORA:** Jorge Nemetala José Filho  
Diretora Norma Jonssen Parente

**RELATÓRIO**

**DOS FATOS**

1. Logo após a edição da Instrução CVM N° 365 em 29.05.02, que dispôs sobre os critérios de registro e avaliação contábil dos ativos financeiros integrantes das carteiras de fundos (i) de investimento financeiro, (ii) de aplicação em quotas de fundos de investimento e (iii) de investimento no exterior, todos fundos de renda fixa, observou-se uma significativa redução na rentabilidade de parte desses fundos, com a conseqüente redução do valor de suas quotas e com impacto negativo direto no patrimônio de seus quotistas avaliado a preços de mercado.
2. Em vista disso, a Superintendência de Fiscalização Externa – SFI realizou, em conjunto com o Departamento de Supervisão Direta do Banco Central do Brasil - BACEN, um trabalho com o objetivo de identificar se tais perdas haviam decorrido de algum tipo de procedimento conflitante com as normas vigentes.
3. Em função da preocupação maior da CVM com a proteção ao pequeno investidor, o trabalho concentrou-se nos fundos de investimento de varejo de perfil conservador (i) que apresentaram rentabilidade diária negativa mais expressiva, (ii) que negociaram Letras Financeiras do Tesouro Nacional (LTF's) em operações definitivas de compra e venda com deságio fora da faixa indicada pela Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto - ANDIMA e com resultado financeiro superior a R\$100.000,00 e (iii) que apresentaram comportamento anormal de saques.
4. Do Relatório de Inspeção CVM/SFI/GFE-2/N° 14/2002 realizada no Fundo Basa de Investimento Financeiro Seletto, administrado pelo Banco da Amazônia S/A, que foi selecionado em razão de ter apresentado rentabilidade negativa de 1,69% em 03.06.2002, extrai-se as seguintes considerações (fls. 12 a 24):

- a) no que se refere ao registro e à avaliação contábil dos ativos financeiros dos fundos de investimento, os administradores de recursos de terceiros, com a finalidade de cumprir a exigência estabelecida pelo BACEN relativa à marcação a mercado dos ativos financeiros, deveriam (i) desenvolver metodologia própria de apuração de valor de mercado, de responsabilidade da instituição administradora e estabelecida com base em critérios consistentes e passíveis de verificação (artigo 3º, parágrafo 1º, da Circular BACEN N° 3.086/02); e/ou (ii) utilizar preços ou parâmetros públicos de referência, como, por exemplo, a tabela dos preços de lastro de títulos públicos federais ("PU 550") e a tabela de expectativa de preços divulgada pela ANDIMA;
- b) o Banco da Amazônia, ao ser questionado, às fls. 28 a 35 e 41, informou que marcava diariamente a mercado todos os ativos e derivativos relevantes constantes de sua carteira, em cumprimento ao determinado pela Instrução CVM N° 365/02, utilizando, sempre que possível, os preços e cotações praticados nos mercados organizados e, na inexistência destes, valia-se de modelo próprio de precificação;
- c) contudo, a análise da composição da carteira do fundo (fls. 48 e 49) evidencia que, em 29.05.02, o PU de Mercado era igual ao PU de Compra Corrigido, o que demonstrava que até essa data não era adotado qualquer procedimento de marcação a mercado;
- d) o próprio Regulamento do fundo, datado de 20.12.96 (fls. 36 a 47), em seu artigo 23, previa expressamente que " o valor da quota é calculado por dia útil, independente de ser feriado de âmbito estadual ou municipal na sede do ADMINISTRADOR, com base em avaliação patrimonial que considere o valor de mercado dos ativos financeiros integrantes da carteira";
- e) o exame da tabela constante às fls. 53 comprova que o ajuste negativo no valor da quota ocorreu em virtude da marcação a mercado da carteira de LTF's, que representava, em 29.05.02, aproximadamente 63% do ativo total do fundo;
- f) em consequência, ficou caracterizado que em 29.05.02 não era reconhecido o deságio na apuração do preço de mercado (o PU utilizado era 4,2% superior ao divulgado pela ANDIMA para os papéis com vencimento em 19.04.06) e, em 31.05.02, foi reconhecido um deságio próximo ao valor divulgado pela ANDIMA (para os papéis com vencimento em 19.04.06, o preço utilizado para marcação a mercado da carteira ficou cerca de 0,7% acima do preço da ANDIMA);
- g) como a cota do fundo é calculada a partir do valor da carteira no dia anterior acrescido da valorização de um dia, o efeito do ajuste a mercado realizado no dia 31 só foi sentido no dia 03.06.02, primeiro dia útil seguinte, quando foi registrada a desvalorização da cota em 1,69%; e
- h) com isso, o Banco da Amazônia S/A teria violado as determinações da Resolução CMN N° 2.183/95, alterada pela Resolução CMN N° 2.931/02, bem como os termos de seu próprio Regulamento.

5. Diante disso, concluiu a Superintendência de Relações com Investidores Institucionais – SIN que restou evidenciado que a desvalorização de 1,69% da cota do Fundo Basa de Investimento Financeiro Seletto verificada em 03.06.02 decorreu da marcação a mercado da carteira de LFT's e que em 29.05.02 não foi reconhecido o deságio na apuração do preço de mercado, bem como houve descumprimento do artigo 23 do Regulamento do próprio fundo.

6. Assim, por entender que houve infração (i) ao artigo 3º, *caput*, da Circular BACEN N° 3.086/02, (ii) ao artigo 2º da Circular BACEN N° 2.654/96 e (iii) ao artigo 1º, parágrafo 1º, inciso II, da Resolução CMN N° 2.183/95, a SIN apresentou Termo de Acusação (fls. 01 a 11) visando responsabilizar o Banco da Amazônia S/A, na qualidade de administrador do Fundo Basa de Investimento Financeiro Seletto, bem como seu diretor e responsável técnico, Sr. Jorge Nemetala José Filho, pela avaliação das LFT's que compunham a carteira do fundo por critério diferente de valor de mercado em 29.05.02.

7. Devidamente intimados (fls. 60 a 63), os acusados apresentaram suas razões de defesa.

## DAS RAZÕES DE DEFESA

8. O Banco Amazônia S/A e Jorge Nemetala José Filho apresentaram às fls. 72 a 80 as seguintes razões:

- a) todos os atos normativos do Poder Executivo regem-se pela Lei Complementar n° 95/98, conforme determina o artigo 59 da Constituição Federal;
- b) entretanto, a CVM, quando da elaboração da Instrução CVM N° 365/02, agiu em desacordo com o que determina o artigo 8º da mencionada lei ao não contemplar prazo razoável para que as instituições financeiras que administram fundos de investimento dela tomassem amplo conhecimento;
- c) o Decreto nº 4.176 de 28.03.02 também estabelece no artigo 19, parágrafo 2º, que os atos normativos de maior repercussão devem conter prazo de vacância que possibilite aos interessados deles tomar conhecimento;
- d) foi justamente essa não contemplação de prazo razoável que deu causa à ocorrência de eventual erro formal, que não poderá servir de base para a acusação, razão pela qual pedem que esse fato seja conhecido em preliminar;
- e) apesar de a Circular BACEN N° 3.096/02 – cujo artigo 1º deu nova redação aos artigos 1º e ao 12 da Circular BACEN N° 3.086/02 – ter prorrogado o prazo de ajuste do enquadramento de marcação a mercado de 30.06.02 para 30.09.02, a Instrução CVM N° 365/02 determinou que as normas da própria Circular N° 3.086/02, com as alterações introduzidas pela Circular N° 3.096/02, fossem observadas a partir de 31.05.02, mesma data em que a Instrução foi publicada;
- f) essa medida de exigir imediatamente o ajuste dos títulos mediante a marcação a mercado surpreendeu todas as instituições financeiras que estavam procedendo ao enquadramento mediante sistema próprio para atender a marcação a mercado até 30.09.02;
- g) a prorrogação de 30 de junho para 30 de setembro de 2002 para marcação a mercado, prática que sempre foi adotada pelo Banco Central, permitia maior flexibilidade e segurança evitando danos aos investidores;

- h) em 29.05.02, como a matéria relativa às LFT's que compunham a carteira do Fundo Basa era regida pelas Circulares BACEN N° 3.086/02 e N° 3.096/02 que lhes assegurava o prazo para ajustar o enquadramento de marcação a mercado até 30.09.02, os defendentes não estavam descumprindo as aludidas Circulares em 29.05.02, conforme acusa o Termo de Acusação;
- i) na verdade, caso seja considerada eficaz a Instrução CVM N° 365/02, o administrador teria cometido apenas um erro formal e não material;
- j) os defendentes deixaram de cumprir a obrigação somente no dia 31.05.02, o que o fizeram tão logo tomaram conhecimento da referida Instrução em 03.06.02, ou seja, um dia útil após sua publicação;
- k) os administradores não estavam preparados para reavaliar todos os títulos da carteira de seus fundos imediatamente e, em razão da pressa e do excesso de providências a tomar, não perceberam o equívoco;
- l) a própria CVM, reconhecendo a precipitação da Instrução CVM N° 365/02, emitiu nova norma, a Instrução CVM N° 375/02, abrandando os efeitos dos ajustes de enquadramento de marcação a mercado, ainda que não abarcasse todos os ativos mantidos nas carteiras dos fundos;
- m) o defendente sempre fez a marcação a mercado tendo sempre utilizado os critérios determinados pelos normativos do BACEN, os quais eram largamente utilizados pelo mercado, tanto que o Banco da Amazônia, na informação que prestou à CVM, indicou os critérios utilizados, que se coadunavam perfeitamente com o normativo do BACEN;
- n) o prazo até 30.09.02 inscrito no artigo 12 da Circular BACEN N° 3.086/02 não foi, como alegado na acusação, "concedido exclusivamente para que as instituições administradoras de fundos destinados a um único quotista pudessem consultar seus clientes sobre o interesse e a capacidade financeira para manter aplicações compatíveis com os títulos de carteira do fundo que eventualmente fossem classificados como títulos mantidos até o vencimento", mas sim para a admissibilidade de quaisquer ajustes de enquadramento àquela norma;
- o) o prazo, portanto, tinha como finalidade conceder um período razoável "aos administradores para que pudessem consultar seus clientes sobre o interesse e a capacidade financeira necessária para se enquadrar na exceção à regra geral de marcação a mercado criada pela citada Circular";
- p) sendo o dia 30.05.02 feriado nacional (*Corpus Christi*) e o dia 31.05.02 uma sexta-feira, parece óbvio que o Banco da Amazônia não teria tempo suficiente para consultar seus clientes sobre o interesse e a capacidade financeira necessária para se enquadrar na exceção à regra geral de marcação a mercado criada pela Circular mencionada, o que ocorreu somente no dia 03.06.02;
- q) restou evidente a impossibilidade de cumprir a exigência dentro do novo prazo, principalmente, tendo em vista o significativo número de clientes do fundo e o fato de que foi exigido dos bancos a aplicação de "critérios consistentes e passíveis de verificação, os quais deveriam levar em consideração a independência na coleta de dados em relação às taxas praticadas em suas mesas de operação, indicando, inclusive, parâmetros", o que não poderia ser imediatamente adotado pelas instituições;
- r) todos os bancos estavam acostumados à política do BACEN, a qual sempre concedia um prazo razoável para a adaptação e implementação de novas regras, critérios e parâmetros, sobretudo quando instituiu normas de obrigação de fazer; e
- s) a antecipação abrupta do prazo feriu o princípio da publicidade, o qual também se refere à propiciação de conhecimento.

É o Relatório.

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM RJ2003/5058

**Declaração de Voto do Diretor Pedro Oliva Marcílio de Sousa, na Sessão de Julgamento realizada em 20 de junho de 2005.**

**(Voto Vencedor)**

#### **RELATÓRIO**

A questão que se discute neste processo administrativo, e em tantos outros similares já instaurados por comissões de inquérito desta CVM, trata do que se convencionou chamar de "crise da marcação a mercado", ocorrida durante o primeiro semestre do ano de 2002.

Para a solução deste inquérito, acredito ser necessário elencar os principais argumentos apresentados no Termo de Acusação e nas defesas apresentadas neste e nos demais inquéritos similares, para que se possa dar uma solução uniforme a todos eles.

Isso porque a questão a ser decidida é puramente jurídica, já que não se disputam os fatos apresentados como base na acusação deste ou dos demais inquéritos que versam sobre o mesmo tema.

É bem verdade que em alguns desses inquéritos, além da imputação padrão (ausência de utilização da "marcação a mercado" como critério contábil para o registro das Letras Financeiras do Tesouro ("LFTs") por fundos de investimentos administrados pelos Réus, no período anterior a 29 de maio de 2002), outras foram lançadas. Normalmente, essas outras imputações referem-se à não utilização da Taxa Indicativa ANDIMA como critério contábil, em período posterior a 29 de maio. No caso presente, no entanto, não há qualquer outra imputação.

A consideração de argumentos apresentados em defesas de outros inquéritos justifica-se não só pela faculdade de o órgão julgador definir as conseqüências jurídicas dos fatos *sub judice*,

com base em fundamentos discrepantes dos argumentos apresentados pelas partes (liberdade que não lhe assiste quando da determinação dos fatos objeto do processo), como também pelo fato de a atuação administrativa ser pautada pelos princípios da segurança jurídica, previsibilidade e economicidade de sua atuação.

Os principais argumentos apresentados pela acusação e que também serviram de base para os votos que acabaram por prevalecer no julgamento do primeiro inquérito sobre a matéria (Inquérito RJ 2003/5596) são os seguintes:

- a “marcação a mercado” é obrigatória desde o ano de 1995;
- o prazo de adaptação previsto na Circular BACEN 3.086/02 não se aplicava aos fundos de investimento financeiro (FIF) e aos fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento financeiros (FAQ); e
- os gestores de recursos teriam se beneficiado do não cumprimento da norma vigente, pelo recebimento de taxas de administração superiores às que seriam devidas se os critérios da Circular BACEN 3.086/02 já estivessem sendo aplicados.

Por outro lado, os principais argumentos apresentados nas defesas que, em larga medida, embasaram os votos divergentes no inquérito mencionado acima, são os seguintes:

- o prazo da Circular BACEN 3.086/02 também se aplicava aos FIF e FAQ;
- embora a “marcação a mercado” para as LFTs já fosse obrigatória, a aceitação, pelo Banco Central e, posteriormente, pela CVM, do procedimento adotado pelos administradores de recursos, bem como a edição da Circular BACEN 3.086/02 e os pronunciamentos realizados por representantes do Banco Central e da CVM, indicavam a legitimidade da (ou a tolerância à) marcação das LFTs pela curva;
- mesmo que os argumentos apresentados na defesa fossem incorretos, os fatos evidenciavam erro de proibição.

No primeiro processo julgado sobre essa questão, o Colegiado mostrou-se dividido, tendo o julgamento sido decidido por três votos contra dois. Naquela oportunidade, a CVM julgou por bem condenar os réus. O presente julgamento é o segundo a ser concluído sobre a mesma questão e o primeiro com a nova composição do Colegiado, da qual passei a fazer parte.

## FUNDAMENTAÇÃO

### 1. Evolução Normativa.

Apresento nos próximos parágrafos, minha análise da evolução normativa da chamada “marcação a mercado” [1]<sup>1</sup>, com o objetivo de determinar qual o critério de registro dos ativos dos fundos de investimento [2]<sup>2</sup>, quando não houvesse um preço de mercado disponível para com base nele marcar.

A análise dessa evolução normativa pode ser feita sob diferentes perspectivas. Acredito que a mais adequada para resolver o presente inquérito é a realizada com base nos limites materiais impostos pelo Conselho Monetário Nacional para o exercício da competência normativa do Banco Central para regulamentar os fundos de investimento.

Olhando a evolução normativa sob essa perspectiva, pode-se dividir a regulamentação em dois períodos distintos. O primeiro começa com a Resolução CMN 2.183/95 e encerra-se com a entrada em vigor da Resolução CMN 2.931/02. O segundo inicia-se com a vigência dessa última resolução e persiste até hoje [3]<sup>3</sup>.

A diferença entre a competência normativa do Banco Central em cada um desses dois períodos é que, enquanto no primeiro, era vedado ao Banco Central editar qualquer norma sobre o registro dos ativos de fundos de investimento que deixasse de contemplar de forma **exclusiva** o registro dos ativos pelo preço de mercado, durante o segundo período, o Conselho Monetário Nacional facultou ao Banco Central criar exceções ao registro dos ativos pelo preço de mercado.

Essa forma de analisar a evolução normativa justifica-se sobremaneira, uma vez que é regra, e não exceção, a inexistência de um mercado secundário ativo e consistente para títulos de renda fixa no Brasil (condição necessária para o registro dos ativos pelo valor de mercado [4]<sup>4</sup>). A exceção é a existência de tal mercado (no caso, o cursado na Bolsa Mercantil e de Futuros - BM&F, no qual se negociam títulos federais pré-fixados de curto prazo).

#### (a) Primeiro Período (da Resolução CMN 2.183/95 até antes da entrada em vigor da Resolução CMN 2.931/02).

Por força da Resolução CMN 2.183/95, entre julho de 1995 e 15 de fevereiro de 2002, o Banco Central não estava autorizado a normatizar a forma de registro dos principais ativos dos fundos de investimento dedicados à renda fixa (*i.e.*, títulos de dívida sem mercado secundário ativo), uma vez que só lhe era conferido competência para regular o registro de ativos de fundos de investimento pelo preço de mercado.

Olhando sob a perspectiva do administrado, pode-se dizer que, durante o primeiro período, ao restringir a competência normativa do Banco Central, o Conselho Monetário Nacional autorizou os administradores de fundos de investimento a determinarem a forma de registrar esses títulos de renda fixa sem mercado secundário, uma vez que a ausência de um mercado inviabilizaria o registro pelo critério que a Resolução CMN 2.183/95 autorizou o Banco Central a exigir [5]<sup>5</sup>.

Durante o primeiro período, em razão dos limites estabelecidos à sua competência regulamentar, toda a legislação expedida pelo Banco Central sobre o assunto (principalmente as Circulares BACEN 2.594/95, 2.601/95, 2.616/95 e 2.654/96) previa – em consonância com o disposto na Resolução CMN 2.183/95 – a contabilização pelo valor de mercado, silenciando sobre a situação dos títulos de renda fixa sem mercado secundário ativo e, portanto, sem a possibilidade de se obter o valor de mercado desses títulos.

As principais alterações ocorridas entre uma e outra norma editada no período referiam-se à determinação dos tipos de fundos de investimentos sujeitos a elas.

A explanação simples contida no parágrafo anterior é perturbada, somente, pelo conteúdo da Carta-Circular BACEN 2.929/00, que, apenas aparentemente, trata do registro desses ativos que não gozavam de mercado para a apuração de seu valor.

Nessa carta-circular, foi dito que não era possível utilizar, para registro dos ativos dos fundos de investimento, o custo acrescido pelos rendimentos (também chamado de "curva do papel") nem o chamado "PU da 550".

Entendo haver duas formas diferentes para se traçar o conteúdo normativo dessa carta-circular. Ambas levam a sua inaplicabilidade para a solução deste inquérito. De acordo com a primeira, pode-se dizer que, para os títulos sem mercado secundário ativo, não se poderia utilizar a marcação pela curva ou pelo PU da 550, como a própria literalidade indica. Nesse caso, no entanto, a carta-circular não teria validade formal quanto aos títulos sem mercado secundário ativo, pois contrariaria a Resolução 2.183/95, que não permitia ao Banco Central normatizar outra forma de registro que não a preços de mercado.

Existe uma outra interpretação mais adequada, no meu entender, mas que chega ao mesmo resultado prático. Por ela, a carta-circular apenas afirmaria que, dentre as diversas formas existentes de se apurar o valor de mercado dos títulos que possuíam mercado, a marcação pela curva ou pelo PU da 550 não poderiam ser consideradas como tal.

Para os títulos sem mercado secundário ativo, no entanto, essa carta-circular não teria qualquer efeito, já que ela só poderia regular a marcação a mercado.

Acho essa interpretação melhor do que a primeira por dois motivos. Inicialmente, porque está conforme a Resolução CMN 2.183/95 e, portanto, confere validade formal à carta-circular.

Além disso, em sua frase inicial, a carta-circular explicita que tem por finalidade esclarecer o disposto no art. 2º da Circular BACEN 2.654/96. Esse artigo define que os ativos integrantes das carteiras dos fundos de investimento *"devem ser registrados pelo valor efetivamente pago e ajustados diariamente, ao valor de mercado, reconhecendo-se contabilmente a valorização ou a desvalorização verificada"* (grifos inexistentes no texto normativo). Assim, conforme expressamente previsto na carta-circular, ela não teria por objeto inovar ou complementar qualquer dispositivo normativo, mas, tão somente, esclarecer o que já estava previsto no art. 2º da Circular BACEN 2.654/96.

Como se vê, por força de qualquer das duas alternativas, a carta-circular não imporia regras sobre registro de ativos que não gozassem de um mercado secundário ativo para que se pudesse a partir dele marcar.

(b) Segundo Período (Do início da vigência da Resolução CMN 2.931/02 em diante).

Durante o segundo período, foi conferido ao Banco Central competência para regular exceções ao registro dos ativos dos fundos de investimento pelo preço de mercado.

Com base na ampliação de sua competência normativa nesse período, o Banco Central editou a Circular BACEN 3.086/02.

Com essa circular, o Banco Central estabeleceu, primeiramente, a possibilidade de certos fundos de investimento registrarem seus títulos de renda fixa como "títulos para negociação" e "títulos mantidos até o vencimento", criando, mesmo para os títulos com mercado secundário ativo, uma exceção ao registro pelo preço de mercado.

Para os "títulos para negociação", no entanto, continuava a vigor a regra do ajuste do preço de aquisição, acrescido de rendimentos, e ajustado pelo valor de mercado. Além disso, o Banco Central especificou que o preço de mercado deveria ser o *"preço médio de negociação no dia da apuração ou, quando não disponível, o preço médio de negociação no dia útil anterior"* (art. 3º, §1º, I).

Ainda, aproveitando a ampliação de sua competência pela Resolução CMN 2.931/02, o Banco Central achou por bem regular, na Circular BACEN 3.086/02, a forma de registro dos ativos dos fundos de investimentos quando inexistisse um preço de mercado confiável. Para tanto, autorizou a utilização de três alternativas distintas:

- *"valor líquido provável de realização obtido mediante adoção de técnica ou modelo de precificação"* (art. 3º, §1º, II);
- *"preço de instrumento financeiro semelhante, levando em consideração, no mínimo, os prazos de pagamento e financiamento, o risco de crédito e a moeda ou indexador"* (art. 3º, §1º, III); ou
- *"valor do ajuste diário no caso das operações realizadas no mercado futuro"* (art. 3º, §1º, IV).

Deve-se ressaltar, no entanto, que a Circular BACEN 3.086/02 não se utilizou da melhor técnica e tratou tanto a determinação da forma de apuração do preço de mercado como os critérios alternativos ao preço de mercado como se a mesma coisa fossem. Todos foram regulados sob a alcunha de "ajustes pelo valor de mercado", embora nem todos pudessem ser considerado com tais.

Noto que apenas o inciso I do §1º do art. 3º era "valor de mercado", os demais eram "simulações", "tentativas de determinação", "aproximações", "técnicas de estimação", pois não eram baseados em operações de compra e venda efetivamente acontecidas ou, no caso do inciso III, em operações de compra e venda do mesmo ativo que se estava a registrar.

Assim, cabe aqui uma primeira conclusão: a chamada "crise da marcação a mercado" foi, na verdade, uma "crise das alternativas à marcação a mercado".

Chegado a esse ponto, cabe determinar qual a inovação, além da forma de apurar o preço de mercado, que o artigo 3º da Circular BACEN 3.086/02 trouxe para os fundos de investimento existentes àquela época com relação aos títulos que não gozavam de um mercado secundário ativo. Em outras palavras, definir qual técnica de estimação do preço de mercado era permitida e qual teria sido vedada.

Bem, em termos práticos, não mais estava permitida a marcação pela curva, até então o critério mais utilizado para o registro dos títulos de renda fixa pós-fixada sem mercado secundário. Passava a ser obrigatório, no registro desses títulos, a utilização de algum dos critérios constantes dos incisos II a IV do §1º do art. 3º da Circular BACEN 3.086/02.

Embora essa mudança pareça ser simples, ela era radical. Tão radical que a própria Circular BACEN 3.086/02 estabeleceu que as demonstrações financeiras dos fundos de investimentos afetados deveriam conter nota explicativa explicando "[o]s ajustes decorrentes da aplicação dos critérios [por ela] estabelecidos, comparativamente àqueles exigidos na regulamentação até então vigente. [...] evidenciados, de forma comparativa, o seu montante e os efeitos no resultado" (Art. 11, § único) (grifos inexistentes no texto normativo).

A mudança proposta, no entanto, era mais radical do que previa o próprio Banco Central, obrigando-o a conferir prazo para que os fundos de investimento se adequassem ao seu conteúdo (30 de junho de 2002, posteriormente ampliado para 30 de setembro de 2002).

Durante o prazo de adaptação, em virtude do crescente aumento de diferença entre o valor que o registro pela curva e o preço que efetivamente poder-se-ia obter em uma operação de compra e venda, a Comissão de Valores Mobiliários (para quem a competência normativa sobre fundos de investimentos havia sido transferida) determinou a adaptação imediata dos fundos de investimento às regras estabelecidas pela Circular BACEN 3.086/02 (Instrução 365).

Assim, fica claro que, durante o primeiro período, os fundos de investimento podiam marcar os títulos por ele detidos, que não gozassem de um mercado secundário ativo, por critério escolhido pelo administrador. Esse critério deveria estar de acordo com práticas contábeis ou de mercado. Entre esses critérios encontrava-se, para os títulos públicos federais, a marcação pela curva (ver a razão dessa limitação nos próximos itens).

Já durante o segundo período, a partir da entrada em vigor da Instrução 365 (que antecipou a obrigatoriedade de se seguir a Circular BACEN 3.086/02), os critérios alternativos ao preço de mercado deveriam restringir-se aos previstos na Circular BACEN 3.086/02. Dentre esses critérios, não estava prevista a marcação pela curva.

(c) Duplo sistema de registro de ativos e o prazo de adaptação constante da Circular BACEN 3.086/02.

A minha interpretação da evolução normativa sobre a matéria apresentada acima seria suficiente para decidir a questão objeto deste inquérito. Nada obstante, em decorrência da afirmação constante do Termo de Acusação, e que foi vencedora no Inquérito RJ 2003/5596, de que o prazo de adaptação criado pela Circular BACEN 3.096/02 tinha por objeto somente os fundos habilitados a escolher registrar certos títulos como "mantidos até o vencimento" e não como "títulos para negociação", sinto-me obrigado a analisar tal afirmação.

O primeiro argumento sustentando tal afirmação é a obrigatoriedade da marcação a mercado dos ativos dos fundos desde a Resolução CMN 2.183/95 e Circular BACEN 2.594/95. Portanto, não haveria a Circular BACEN 3.086/02 inovado nessa questão e, conseqüentemente, não haveria regra a se adaptar. Já discuti amplamente esse assunto nos parágrafos anteriores, demonstrando a minha discordância quanto a essa tese.

No que se refere ao COSIF, apenas no ano 2.000, após a edição da Carta-Circular BACEN 2.929/00, ele passou a ter uma redação vedando a marcação pela curva. Sobre a extensão e os efeitos dessa carta-circular, já manifestei minha opinião anteriormente, de maneira a mostrar minha discordância quanto à conclusão de que ela teria proibido o registro de LFTs pela curva (e, conseqüentemente, da impropriedade da nova redação do COSIF decorrente de tal carta-circular).

Além do que já foi dito nos parágrafos anteriores, acredito que a afirmação de que o prazo de adaptação da Circular BACEN 3.086/02 não tinha por objeto fundos de investimento financeiro não é a que melhor reflete o conteúdo do conjunto de normativos que trataram da matéria, uma vez que o art. 1º da Instrução 365, que antecipou o prazo de adequação às normas da Circular BACEN 3.086/02, expressamente mencionava o prazo para observação dos "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 n. 3.086, de 15 de fevereiro de 2002, com as alterações introduzidas pela Circular n. 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" (grifos inexistentes no texto normativo).

Parece-me claro que, para a CVM que aprovou tal instrução, existiam, na Circular BACEN 3.086/02, critérios para o registro de ativos aos quais os fundos de investimento financeiro deviam adaptar-se.

Essa mesma convicção tenho com relação ao Banco Central, que estabeleceu, no parágrafo único do art. 11 da Circular BACEN 3.086/02, que "os ajustes decorrentes da aplicação dos critérios estabelecidos [na] circular comparativamente àqueles exigidos na regulamentação até então vigente, devem ser objeto de divulgação em notas explicativas às demonstrações financeiras, evidenciados, de forma comparativa, o seu montante e os efeitos no resultado". Se não havia mudanças, uma vez que todos os tipos de fundos de investimento abrangidos pela circular já estavam obrigados a marcar a mercado<sup>[6]</sup>, porque exigir notas explicativas com o montante e os efeitos da aplicação dos critérios da circular em comparação com os critérios até então vigentes?

O parágrafo único do art. 11 só parece fazer sentido se abarcar, também, fundos de varejo e alterações de práticas contábeis que independem de consulta individualizada aos cotistas, o que só seria possível se a Circular BACEN 3.086/02 tivesse alterado o sistema de registro contábil desses fundos de investimento, como defendi mais acima.

Um dos argumentos utilizados no voto vencedor no Inquérito RJ 2003/5596 proferido pela Diretora Norma Parente parece corroborar a afirmação de que a Circular BACEN 3.086/02 alterava a sistemática contábil dos fundos que não poderiam aderir à dupla categorização dos títulos mantidos em carteira, conforme previsto no art. 1º, II da circular.

Nesse argumento, o objeto da Instrução 365 seria "de mais rapidamente implementar as novas regras baixadas pela Circular n. 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" (item 27. Grifos inexistentes no original).

Ora, como consta do voto, a aplicação de "novas regras baixadas pela Circular n. 3086" levariam a uma "maior ou menor variação negativa" nas quotas. Se afetariam o valor da quota, essas novas normas necessariamente alteravam a sistemática contábil até então vigente. Transparência ao público investidor não altera, por si só, o valor da quota.

O outro argumento utilizado no Termo de Acusação era o de que o prazo de adaptação referia-se apenas à escolha do critério de contabilização pelos fundos que poderiam adotar o registro do título até o vencimento.

Esse argumento também não me convence, porque a Instrução 365 permitiu expressamente que a opção pelo duplo sistema de registro de ativos ocorresse a qualquer tempo e, **ao mesmo tempo**, determinou a antecipação do prazo de adaptação às regras da Circular BACEN 3.086/02, para o registro de títulos e valores mobiliários pelos fundos de investimento.

Complementando meu raciocínio sobre a razão de ser do prazo para adaptação às normas da Circular BACEN 3.086/02, entendo que, tendo em vista a extensão da mudança estabelecida na forma de registrar contabilmente os títulos de renda fixa que não dispunham de mercado secundário ativo, o prazo longo para a adaptação se justificaria, não só pela importância relativa dos títulos cujos valores seriam alterados pela nova regra, mas também em razão do momentâneo descolamento entre o valor unitário acrescido da remuneração devida das LFTs e o valor apurado com base na Circular BACEN 3.086/02 (ver Item 3 abaixo, também para conferir a importância das LFTs para os fundos de investimento), que implicaria uma queda abrupta no valor das cotas de muitos fundos de investimento, e, provavelmente, geraria um aumento no nível dos saques, que, consequentemente, obrigaria os fundos de investimento a venderem títulos em quantidades maiores às que o mercado estava acostumado a absorver, o que acarretaria maior redução do valor das cotas. Não se podia à época precisar onde essa espiral de prejuízos iria acabar.

Por outro lado, a redução desse prazo de adaptação, parece justificar-se em virtude do aumento do deságio que estava ocorrendo entre a curva das LFTs e o valor de mercado ou as estimativas de preço justo colhidas pela ANDIMA. Com isso, o patrimônio dos fundos de investimento ficava temporariamente superestimado, caso se levasse em conta o valor de liquidação dos seus ativos naquele momento. Assim, os cotistas que resgatassem seus investimentos antes da adequação às novas regras teriam uma situação muito privilegiada.

A antiga forma de registro das LFTs, portanto, incentivava, naquela situação específica que o mercado vivia, o resgate dos investimentos, o que tinha um efeito potencial de ampliar em muito a velocidade da queda do valor das LFTs. Isso aumentava o incentivo ao resgate das quotas pelos investidores, retro-alimentando a desvalorização das LFTs e assim sucessivamente.

Para a credibilidade e permanência dos fundos de investimentos, era mais adequado realizar o ajuste em direção ao preço de mercado de uma só vez, correndo-se o risco menor de comportamento "em manada" do investidor, que até então o Banco Central pretendia evitar, do que manter um cenário que "exigia" do investidor a racional conduta de resgatar logo seus investimentos para obter um maior valor por ele.

Tendo em vista que a interpretação que fiz acima do conteúdo da Circular BACEN 3.086/02 difere das discussões que vem sendo traçadas até o presente momento ( i.e. definir os incisos II a IV do §1º do art. 3º não como forma de marcação a mercado, mas como uma forma de marcar alternativa ao mercado), acho importante testar minha interpretação face aos padrões contábeis internacionais, aos quais a regulamentação tanto do Banco Central quanto da CVM tem tentado seguir. É isso que farei abaixo.

## 2. Padrões Contábeis Internacionais, Marcação a Mercado e a Circular BACEN 3.086/02.

As regras de registro contábil dos ativos de fundos de investimento no Brasil tem caminhado em direção ao *standard do fair value* (valor justo). A Circular BACEN 3.086/02 representa mais um passo nessa direção.

Esse caminho parece ser o mais adequado de acordo com os padrões contábeis internacionais estabelecidos pelo *International Accounting Standards Board* (IAS).

O IAS, inclusive, já editou duas regras sobre o assunto, o *International Accounting Standard IAS 32* e o 39 ("IAS 32" e "IAS 39", respectivamente).

O objeto do IAS 32 é estabelecer padrões para divulgação e apresentação de informações sobre instrumentos financeiros, já o IAS 39 define os padrões para reconhecimento, avaliação e divulgação de informações relativas a ativos e passivos financeiros.

A análise do que seja *fair value* e a forma de como determiná-lo, sob a perspectiva contábil, parece elucidar a razão de ser da redação do §1º do art. 3º da Circular BACEN 3.086/02 e, consequentemente, contextualizar o que denominei de falta de técnica no Item 1 desta Fundamentação.

*Fair value* ou "valor justo", nos termos do IAS 32, "é o valor pelo qual um ativo pode ser transacionado (...) entre partes conscientes e dispostas a realizar uma operação em bases comutativas"<sup>[7]</sup>.

Diferentemente do IAS 32, a Circular BACEN 3.086/02 não utiliza o "preço justo" como critério de registro, preferiu utilizar a expressão "valor de mercado".

Para o IAS 32, o valor de mercado é, apenas, o critério principal para apuração do "preço justo". Nesse sentido, em seu item 81, afirma que, para um instrumento financeiro negociado em um mercado ativo e líquido, a cotação de mercado é a melhor evidência para a determinação do preço justo.

Se a cotação do ativo na data do registro não estiver disponível, o IAS 32 aceita o valor mais recente, a não ser que tenha ocorrido alguma mudança econômica significativa entre a data dessa última transação e a data de registro do ativo (nos termos do inciso I, §1º do art. 3º da Circular BACEN 3.086/02, apenas a cotação do dia anterior é aceita).

No entanto, se as operações no mercado não forem freqüentes, o mercado não for bem estruturado ou os volumes de negociação do título forem reduzidos em comparação ao estoque de títulos emitidos, o preço de mercado pode não ser uma boa estimativa do preço justo (Item 82 do IAS 32).

Nessas circunstâncias ou quando as cotações de mercado não forem divulgadas <sup>[8]</sup>, o IAS 32 recomenda a utilização de outras técnicas de estimação do valor justo <sup>[9]</sup>. Entre essas técnicas encontram-se referências ao valor de mercado de outros títulos que sejam substancialmente similares ao a ser avaliado, fluxo de caixa descontado ou modelos de precificação baseados em opções (item 82 do IAS 32).

Se compararmos os incisos II a IV do §1º do art. 3º da Circular BACEN 3.086/02 com os critérios alternativos para a obtenção do valor justo listados no parágrafo anterior, veremos que aqueles incisos foram nitidamente inspirados na regra internacional.

Isso só faz confirmar minha observação feita no Item 1 desta Fundamentação de que apenas o inciso I do parágrafo 1º do art. 3º trata da marcação a mercado e os demais tratam de critérios alternativos ao mercado (ou técnicas de estimação, na linguagem do IAS 32).

Além disso, tal qual a Circular BACEN 3.086/02, o IAS 39 excepciona do registrado pelo “valor justo” “os investimentos com data fixa de vencimento que a entidade pretenda e tenha a capacidade de carregar até o vencimento”<sup>[10]</sup>.

Pelo que se vê, a análise desses padrões contábeis internacionais ratifica a interpretação dos normativos que fiz no Item 1 desta Fundamentação, no sentido de que a Circular BACEN 3.086/02 inovou com relação ao sistema até então vigente. Pelo que se vê, mesmo sem mencionar (ou adotar integralmente o IAS 32 e 39), a Circular BACEN 3.086/02 passou a basear o registro dos ativos financeiros detidos por fundos de investimento pelo “valor justo” e não pelo “valor de mercado” como até então fazia<sup>[11]</sup>.

Apesar da comparação da minha interpretação da legislação aplicável com os princípios contábeis internacionais referendar tal interpretação, acho importante entender os problemas reais enfrentados para o registro das LFTs naquela época antes de apresentar minha decisão sobre o caso. Para tanto, farei uma breve descrição das LFTs seguida da discussão dos critérios então disponíveis para registro dos ativos dos fundos de investimento.

### **3. Peculiaridades da Letra Financeira do Tesouro – LFT.**

As Letras Financeiras do Tesouro – LFTs são os títulos da dívida mobiliária federal com maior volume emitido. Elas foram criadas no ano de 1.986, com o nome de Letras do Banco Central, pois àquela época era o Banco Central que as emitia<sup>[12]</sup>.

O prazo de duração de cada série de LFTs pode variar, sendo comum coexistirem no mercado diversos prazos de vencimento. Elas tem remuneração pós-fixada, baseada na variação da Taxa Selic, que é a taxa paga pelo Banco Central no *overnight* (remuneração de um dia). Ou seja, a LFT funciona como um *overnight* de longo prazo (“longo prazo”, por óbvio, em contraposição ao “um dia” do *overnight*).

Da mesma forma que outros títulos pós-fixados emitidos pelo Tesouro Nacional no mercado interno e os títulos de dívida emitidos internamente por companhias privadas nacionais, as LFTs não possuem um mercado secundário ativo (*i.e.*, suas negociações são esporádicas, representando pequena parcela do total de títulos em circulação).

Além dos problemas que afetam toda essa indústria, contribuem para a ausência de um mercado ativo de LFTs o excesso de séries emitidas em circulação e o reduzido risco das LFTs (conforme comentado abaixo). Esse reduzido risco faz com que as avaliações sobre o valor das LFTs sejam poucos discrepantes (o que não traz incentivos para a realização de compras e vendas, que dependem de uma avaliação maior do comprador em relação à do vendedor para que se concretizem – possibilidade de *upside*, no jargão da indústria). As negociações de LFTs no mercado decorrem, precipuamente, de condições individuais dos titulares (necessidade de fazer ou investir caixa).

No início de 2002, as LFTs representavam uma parcela um pouco superior a 50% da dívida mobiliária Federal e representavam cerca de 60% do total das carteiras dos fundos de investimento financeiro. Entre o final de 2.001 e o final de 2002, instituições financeiras e fundos de investimento eram titulares de um terço cada do total de LFTs no mercado.

Considera-se as LFTs um título com baixíssimo risco, uma vez que estão quase que totalmente livres de risco de crédito e não possuem risco de taxas de juros.

As LFTs, como toda dívida mobiliária federal denominada em Reais, não possui risco de crédito em virtude de falta de capacidade de pagamento, pois o Governo Federal tem o poder de emitir moeda local e de taxar os cidadãos, o que garantiria a capacidade de pagamento.

O risco de crédito estaria limitado à intenção de o emitente (Tesouro Nacional) não honrar o pagamento, mesmo tendo capacidade para tanto (risco moral).

Para os investidores locais, as LFTs também não possuem risco de taxa de juros, uma vez que esse risco é apurado a partir da taxa de juros do *overnight* definida pelo Banco Central (Taxa SELIC), e eventuais modificações nessa taxa são imediatamente incorporadas ao valor de face desses títulos.

Pelo reduzido risco que carregam, o valor de mercado das LFTs tende a equivaler à curva do papel. Tanto é assim que, desde o lançamento, as LFTs (antes LBCs) vinham sendo colocadas com baixíssimos ágios ou deságios.

Os deságios existentes em épocas de normalidade, via de regra insignificantes, podem ser creditados ao prêmio exigido pelos titulares para assumir uma posição ilíquida ao invés de buscar a remuneração do *overnight*.

Prefiro falar em “prêmio” a “risco”, uma vez que sua avaliação reflete apenas informações do próprio titular (necessidade de liquidez durante o prazo de duração do título) e não dos títulos<sup>[13]</sup>.

O excesso de liquidez, por seu turno, pode fazer com que as LFTs sejam adquiridas por valor superior à curva, pois o titular dos recursos acaba por aceitar uma taxa de juros inferior para remunerar seus investimentos.

Essa é a justificativa para a marcação pela curva ter sido adotada como critério para o registro das LFTs de forma generalizada pelo mercado, anteriormente à adaptação à Circular BACEN 3.086/02.



Pelo mesmo motivo, e na ausência de um mercado secundário ativo, o Banco Central não exigiu outra forma de registro desses ativos até a edição da Circular BACEN 3.086/02, seja por não determinar conduta diversa ou propor ao Conselho Monetário Nacional alteração no sistema normativo vigente antes de 2002.

Como se vê, justificadamente, por todos, administrados e Administração, a conduta dos gestores de fundos de investimentos vinha sendo considerada legítima.

O problema com um título de natureza similar às LFTs ocorre apenas quando os agentes econômicos passam a acreditar que o Tesouro Nacional decidirá não honrar as LFTs, mesmo tendo capacidade financeira para tanto.

Nessa hipótese, é possível até que os investidores nem mesmo aceitem adquirir LFTs, ao invés de exigir uma remuneração maior, dado a dificuldade de atribuir uma probabilidade estatística para esse evento (e, portanto, atribuir-lhe valor). Com isso, enquanto essa percepção permanecer, o mercado, que normalmente é pouco líquido, pode até mesmo deixar de registrar transações.

Foi o que ocorreu durante o primeiro semestre de 2002, quando uma série de eventos mudaram o panorama do mercado de LFTs. Nesse período, a declaração de *default* da dívida Argentina e o cenário político nacional, que indicava que o candidato da oposição nas eleições (o atual Presidente da República, Luis Inácio Lula da Silva) poderia ser eleito, foram lidos como a possibilidade de adoção de uma reforma compulsória da dívida pública brasileira, que não contemplaria o pagamento do valor integral dos títulos da dívida pública mobiliária Federal denominada em Reais (risco moral).

Com isso, o Banco Central viu-se impedido de continuar seu programa de alongamento do perfil das LFTs, pois o mercado passava a aceitar apenas as LFTs que venciam no curto prazo (antes da posse do novo Presidente).

Para manter seu objetivo (alongamento do prazo da dívida pública), o Banco Central resolveu aproveitar-se da crescente demanda por *hedge* cambial, surgida das mesmas apreensões que gerava a impossibilidade de colocação das LFTs de longo prazo. Assim, passou a vender, de forma combinada, LFTs de longo prazo com *swap* cambial. Nessa operação, a aquisição dessas LFTs longas era vista como um custo do *hedge* e, por isso, o mercado aceitava a "adquiri-las".

Contudo, imediatamente após a aquisição, elas eram "devolvidas" ao mercado, com o objetivo de reduzir o custo do *hedge* (o "bem" que, no sentido econômico, estava sendo adquirido). Isso pressionava negativamente o preço das LFTs, já pouco demandadas.

Nesse quadro, o preço que poderia ser obtido em uma compra e venda de LFTs passou a apresentar crescente diferença – para menor – em relação à curva desses títulos.

Esse deságio foi se reduzindo, até voltar à normalidade, em decorrência da crescente crença do mercado que eventual governo do então candidato Luis Inácio Lula da Silva iria manter o pagamento da dívida mobiliária Federal.

O próximo item está voltado à análise das alternativas de registro do valor dos títulos de renda fixa no Brasil, e foi redigido tendo em vista, principalmente, as LFTs.

#### 4. Breve Análise das Alternativas de Registro do Valor dos Títulos de Renda Fixa no Brasil.

Nesse item, analiso brevemente cada uma das alternativas de marcação das LFTs disponíveis no primeiro semestre de 2002 para avaliar a adequação de cada uma delas para o registro desses títulos.

- Preço de mercado [14]<sup>14</sup> Atribuir valor a um bem é das tarefas mais difíceis. Para atribuir valor, cada pessoa deve definir o valor que ela própria atribui ao bem, independentemente de outras considerações pessoais e de sua comparação com valores praticados no mercado.

Depois, comparar esse "valor absoluto", por assim dizer, com suas outras prioridades (necessidade de se obter recursos ou existência de recursos em abundância, por exemplo), relativizando-o.

Por fim, é preciso ponderar esse "valor relativo pessoal" com o valor obtido no mercado, de modo a saber se é possível fazer uma transação com esse bem. Isso não seria possível, se tal valor for acima do praticado no mercado, no caso de venda, ou inferior, no caso de compra. Essa ponderação também é utilizada para saber da possibilidade de se obter um valor superior pelo bem, no caso de venda, ou inferior, no caso de compra, do que o que seria obtido com sua própria avaliação pessoal.

A informação obtida nesse processo de definição de preço repercute no próprio mercado e pode levar à alteração dos valores lá transacionados [15]<sup>15</sup>.

A grande utilidade do mercado parece ser permitir que todas as informações dispersas na sociedade sobre um determinado bem nele transacionado sejam transformados em valores (preço), permitindo à sociedade organizar-se em função desses preços (ao menos com relação à produção e consumo dos bens negociados em mercado), sem que se conheçam efetivamente todas as situações individuais [16]<sup>16</sup>.

Por esse motivo, o preço de mercado é considerado um parâmetro eficiente [17]<sup>17</sup> e sem desvios subjetivos do avaliador. Nada obstante, o preço efetivamente apurado no mercado pode não ser representativo do valor que seria obtido em outras operações com o mesmo bem, caso as negociações sejam esporádicas ou não compatíveis com o estoque de títulos no mercado, ou, ainda, sejam realizadas por agentes não independentes (*i.e.*, sujeitos à influência de outros agentes, quando da definição da sua intenção de negociar no mercado, inclusive quanto ao preço exigido). O mercado de LFTs no período analisado no inquérito parece enquadrar-se, ao menos, nas duas primeiras hipóteses.

- Curva do Papel. É a soma entre o valor do principal do título e os rendimentos até então incorridos e não pagos. Tendo em vista as características de risco e remuneração das LFTs, conjuntamente com o retrospecto dos ágios e deságios na colocação desses títulos desde a sua criação, a curva vem representando um bom parâmetro para

registro, exceto quando a percepção do risco moral for alta, como ocorreu no primeiro semestre de 2002.

- Taxa Indicativa da ANDIMA, [18]<sup>18</sup> Desde fevereiro de 2.000, a ANDIMA divulga taxas para negociações no mercado secundário para os títulos públicos emitidos em leilões competitivos.

Em razão da defasagem de aproximadamente quatro dias entre as operações efetivas com esses títulos públicos e sua divulgação pelo Banco Central e em razão de muitos títulos (ou séries desses títulos) não apresentarem negócios diários, a ANDIMA criou uma “amostra de informantes”. De início, a amostra estava restrita a tesourarias de bancos (titulares, então, de aproximadamente um terço das LFTs em circulação). A partir de julho de 2002[19]<sup>19</sup>, a amostra passou a incluir os administradores de fundos de investimento (responsáveis à época pela administração de um terço das LFTs em circulação).

O papel desses informantes é passar diariamente taxas máximas e mínimas, que representam os *spreads* praticados ou observados durante o dia e, também, taxas indicativas, “que se referem às taxas avaliadas pela instituição como preço justo de negócio para cada vencimento, de acordo com as curvas individuais, independentemente de ter ocorrido negócio com o papel”.

As taxas informadas passam por filtros para eliminar informações que estejam erradas ou cuja “dispersão leve a uma falta de consenso em torno de uma média”.

Quando as informações são insuficientes, a ANDIMA opta por realizar uma interpolação (e, no caso das LTN, extrapolação, a partir da taxa a termo entre os dois últimos vencimentos disponíveis).

*“Na prática, como o número de negócios é pequeno e disperso entre os diversos vencimentos, as informações de Taxas Máximas e Mínimas – que refletiriam transações ou ‘spreads’ abertos ao longo do dia – que chegam à ANDIMA não são suficientes para que possam ser apuradas taxas para todos os papéis e seus respectivos vencimentos”*

*“Já para a coluna Taxas Indicativas, o volume de informações enviadas e a metodologia de cálculo das taxas médias (...) fazem com que a maior parte dos vértices sejam precificadas. Embora estes sejam preços sintéticos – no sentido de não refletirem negócios concretamente realizados –, as comparações ex-post com as taxas efetivamente praticadas revelam uma forte aderência entre ambas as informações, sobretudo para aqueles vencimentos em que o número de registros no SELIC é mais significativo”* (grifos inexistentes no original).

Das informações acima, fornecidas pela própria ANDIMA, percebe-se que não são divulgados diariamente preços de transações efetivamente ocorridas no mercado (as chamadas Taxas Máximas e Mínimas) o que faz com que a marcação a mercado ainda seja uma realidade distante para o registro de certos títulos. Ainda, as Taxas Indicativas são preços sintéticos (não refletem negócios concretamente realizados), embora comparações *ex post* mostrem uma correlação significativa (mesma situação vivenciada pela marcação pela curva até o primeiro semestre de 2002 e, passada aquela crise, desde então).

Por se basear em estimativas de preços justos, as Taxas Indicativas possuem algumas limitações, que precisam ser apontadas. Por exemplo, a idéia de preço justo de cada agente é influenciada em razão de sua titularidade ou não dos ativos avaliados (o chamado *endowment effect*[20]<sup>20</sup>), mesmo que tal preço justo continue dentro dos parâmetros considerados normais para efeitos estatísticos. Essa definição de preço justo também não leva em conta as necessidades individuais dos agentes de mercado (necessidade de venda para fazer frente a resgates ou excesso de caixa, por exemplo), que façam com que o agente aliene ou adquira ativos, mesmo por valores diferentes dos que ele considere justo. Também não levam em conta o poder econômico de cada participante do mercado, que poderia levar o preço de mercado para níveis outros que não o preço justo a que as Taxas Indicativas referem-se.

Outra importante observação sobre a Taxa Indicativa é a de que, antes da ampliação da amostra de “informantes”, representantes de apenas um terço das LFTs no mercado participavam da formação da Taxa Indicativa e todos da mesma “classe” (tesourarias de bancos). Apenas a partir de julho de 2002 (após, portanto, da “crise da marcação a mercado”), quando a amostra foi ampliada, o universo de “informantes” tornou-se mais representativo (dois terços do estoque de LFTs) e plural (passou a incluir administradores de fundos). A amostra, no entanto, continua “enviesada”, pois apenas dois tipos de titulares de LFTs dela participam.

Sente-se falta, por exemplo, das entidades fechadas de previdência complementar. Esses investidores podem ser importantes na definição do valor das LFTs por, ao menos, dois motivos. Em primeiro lugar, são grandes investidores, tanto em sua carteira própria, como por intermédio de fundos de investimento exclusivos (assim, parcela das LFTs atribuídas a fundos de investimentos tem sua estratégia de investimento definida por entidades fechadas de previdência complementar e não pelos administradores de fundos consultados pela ANDIMA para a definição das Taxas Indicativas).

Em segundo lugar, porque, tendo em vista o perfil de suas necessidades de caixa, comumente fazem investimento de longo prazo e, segundo as regras de registro a eles aplicáveis já no início de 2002, poderiam registrar as LFTs pela curva[21]<sup>21</sup> desde que as registrasse como “títulos mantidos até o vencimento”.

Com isso, nada impede que a estratégia de investimento em LFTs das entidades fechadas de previdência complementar possa basear-se predominantemente no aproveitamento das discrepâncias (arbitragem) entre a “curva” e o “mercado” (o que chamei de prêmio de iliquidez), especialmente em momentos de *stress* no mercado, quando essas discrepâncias são maiores. Com isso, essas entidades podem obter um ganho imediato, pois, já quando da aquisição, registram as LFTs pela “curva”, e, conseqüentemente, se apropriam de eventual deságio entre o “preço de mercado” e a “curva do papel”. Assim, a atuação dessas entidades no mercado pode atenuar deságios formados em decorrência da atuação das tesourarias e dos demais fundos de investimento (e dos ágios também, mas a atuação ocorre por intermédio da venda das LFTs, para “realizar” o ganho relativo a tal ágio).

Outra limitação das Taxas Indicativas é que, para alguns vencimentos de LFTs, a ANDIMA pode não obter informações suficientes para determinar essa taxa, fazendo com que ela venha a ser calculada por interpolação entre outros vencimentos.

Com essas observações, não se quer retirar os méritos das Taxas Indicativas, apenas demonstrar que não são preços de mercado e estão também sujeitas a desvios em comparação a eles.

- PU da 550. O PU da 550 é o valor aceito pelo Banco Central para os títulos governamentais para operações compromissadas no *open market*. Não há informação suficiente para definir a forma de seu cálculo.

Para os fins desta decisão, no entanto, algumas ponderações podem ser feitas. Como defeito desse critério, pode-se dizer que o PU da 550 é fruto da decisão de um só participante e, portanto, tende a ser enviesada em direção às intenções desse participante.

No caso, o Banco Central pode avaliar o papel tendo em vista motivos de política monetária (uma avaliação maior, aumenta a capacidade de alavancagem da instituição financeira e, em sentido contrário, uma avaliação menor a diminui). Outro ponto importante, é que o Banco Central avalia esse título como "garantia" em operações de empréstimo que ele concede. Por isso, em situações de mercado semelhantes, o preço tende a ser inferior ao que os compradores efetivos poderiam aceitar por esses papéis.

Por outro lado, dada a relação entre Banco Central e Tesouro Nacional, em sua avaliação, o Banco Central não tem razões para imputar qualquer desconto aos títulos em razão de risco moral. Esse impacto só seria incluído na avaliação à medida que ele fosse incorporado aos preços de mercado utilizados para a formação do PU da 550. Dessa forma, existe um natural intervalo de tempo para a incorporação desses efeitos por esse critério.

Uma vantagem da utilização do PU da 550 como critério de registro das LFTs é que ele é amplamente usado em operações efetivas, pois serve como base para a realização de operações compromissadas com o Banco Central e, mesmo, interbancos. Essas operações, via de regra, apresentam volumes maiores do que as compras e vendas de LFTs efetivamente realizadas no mercado. Além disso, o fato de que instituições financeiras privadas aceitam contratar com o Banco Central, entregando "em garantia" esses títulos com base no PU da 550, acabam por referendar a avaliação proposta pelo Banco Central, confirmando estar ela dentro de parâmetros de mercado (embora não possa ser considerada como um preço de mercado, pois outras considerações extra-título e extra-mercado de LFTs são levadas em conta ao aceitar o empréstimo e entregar os títulos em garantia).

Como se vê da breve explanação acima, os critérios envolvidos na "crise da marcação a mercado" eram critérios alternativos ao preço de mercado e não de marcação a mercado propriamente dita. Eis porque entendo que quem, antes da antecipação do prazo de adaptação à Circular BACEN 3.086/02, marcava as LFTs pela curva estava em situação jurídica similar a quem utilizava as Taxas Indicativas da ANDIMA. Na mesma situação estaria quem utilizasse o PU da 550 para tanto.

##### **5. Comportamento do Banco Central, da Comissão de Valores Mobiliários e o papel da "confiança legítima" nas relações entre a Administração Pública e os Administrados**

Acredito que a análise normativa empreendida nos itens anteriores desta fundamentação seja suficiente para esclarecer o problema enfrentando neste inquérito e servir de base para minha decisão. Considero, ainda, que as explicações sobre o conteúdo, significado e limites dos critérios de marcação dos ativos dos fundos de investimentos, embora superficiais, servem para corrigir alguns equívocos nos argumentos que vem sendo utilizados para justificar a condenação de administradores que não teriam "marcado a mercado" os ativos dos seus fundos de investimento no dia 29.05.2002.

Apesar disso, considero ser necessário tecer alguns comentários sobre a atuação da Administração Pública (Banco Central e CVM) nesse caso, no que tange à interpretação normativa apresentada pela fiscalização (que foi vencedora no inquérito RJ 2003/5596 e que diverge da por mim apresentada).

Segundo essa interpretação, os incisos II a IV da Circular BACEN 3.086/02 são formas de "marcação a mercado" ao contrário da marcação pela curva, e, como a marcação a mercado era obrigatória desde o ano de 1995, essa circular não teria em nada inovado quanto às regras de registro dos ativos de fundos de investimento.

A utilidade de uma análise da questão sob essa perspectiva é útil, pois ainda que consideremos essa interpretação como correta, continuo a entender que o ordenamento jurídico nacional não permitiria a condenação dos administradores de fundos de investimento, em razão da violação desses dispositivos antes do final do prazo de adaptação à Circular BACEN 3.086/02.

Os fatos necessários para uma tal análise, apresentados de acordo com essa interpretação, seriam os seguintes:

- desde o ano de 1.995, a regulamentação aplicável aos fundos de investimento exige marcação a mercado;
- até a entrada em vigor da Instrução 365, a grande maioria dos fundos de investimento (e antes da Circular BACEN 3.086/02, todos), registravam as LFTs pela curva;
- nesse período, as LFTs eram os ativos mais importantes da maioria dos fundos de investimento;
- em fevereiro do ano de 2.000, a ANDIMA começa a divulgar os preços indicativos de títulos públicos;
- a Carta-Circular 2.929/00 estabelece que marcar pela curva não é marcar a mercado;
- mesmo depois da Carta-Circular 2.929/00, a Administração Pública – por omissão justificada (irrelevância da discrepância entre a conduta efetiva e a prevista na norma) – continua a aceitar a marcação pela curva para as LFTs, tendo, inclusive, feito diversas inspeções em instituições administradoras de recursos<sup>[22]</sup> e, embora tenha determinado a correção de condutas de administradores e aberto diversos inquéritos, nunca se referiu a eventual descumprimento de regras quanto à marcação a mercado das LFTs<sup>[23]</sup>;
- no início de 2002, a Administração Pública edita uma norma (Circular BACEN 3.086/02), deixando claro o que é marcar a mercado – excluindo, mais uma vez, a marcação pela curva;
- embora não tivesse ocorrido qualquer mudança normativa na forma de fundos de investimento de varejo registrarem seus ativos, consta dessa nova norma um prazo para adaptação aos seus efeitos e o texto relativo a esse prazo não é totalmente explícito quanto às matérias a que ele se aplica;
- durante esse período de adaptação, os critérios de marcação a mercado, quando aplicados, fazem com que o valor de registro das LFTs seja inferior à curva do papel;

- embora sem qualquer mudança fática quanto às demais modificações introduzidas pela Circular BACEN 3.086/02, enquanto ocorria o descasamento dos valores das LFTs, a Administração Pública resolve antecipar o prazo de adaptação à nova norma (o que faz por meio da Instrução 365), mencionando especificamente que tal antecipação referia-se aos “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 n. 3.086, de 15 de fevereiro de 2002, com as alterações introduzidas pela Circular n. 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” (grifos inexistentes no normativo);
- as autoridades máximas das autarquias envolvidas nessa regulamentação (Presidentes da CVM [24] e do Banco Central[25]), um dos diretores do Banco Central [26] e um comunicado oficial da CVM[27] informam que a partir da Instrução 365, os efeitos da Circular BACEN 3.086/02 seriam antecipados e todos os fundos de investimento deveriam passar a adotar critérios uniformes de registro, baseados na Circular BACEN 3.086/02;
- passam os dias e nenhum desmentido ou esclarecimento oficial é feito. Ao contrário, por intermédio do Ofício Circular CVM/SIN 004/02, a CVM solicita que seja enviada correspondência a “todos os quotistas de fundos que sofreram ajustes decorrentes da aplicação dos critérios estabelecidos na referida Instrução, esclarecendo qual foi o montante dos ajustes, os efeitos no resultado do fundo e o impacto no valor de suas quotas” (grifos inexistentes no original);
- alguns anos depois, a Administração Pública, instaura inquéritos no qual administrados são acusados de descumprir a regulamentação vigente, uma vez que em 29 de maio de 2002 (antes, portanto, da entrada em vigor da Instrução 365), estavam marcando LFTs pela curva.

Antes de definir a consequência jurídica dos fatos elencados acima, gostaria de tecer algumas considerações sobre a relação entre cidadãos e Poder Público em Estados Democráticos de Direito, como o brasileiro (art. 1º da Constituição Federal).

Num Estado Democrático de Direito, as relações entre o Estado e os cidadãos não são antagônicas (nem podem ser, sob pena de descaracterizar o Estado, como democrático). A relação é complementar e a atuação do poder público deve ser voltada aos interesses dos cidadãos e não aos seus próprios interesses (aumentar a arrecadação ou reafirmar sua autoridade, por exemplo)[28].

No processo de concretização jurídico-normativa de um Estado de Direito surge, talvez como a mais fundamental distinção desta com outras formas de organização do Estado, a garantia segundo a qual “ninguém será obrigado a fazer ou deixar de fazer alguma coisa senão em virtude de lei” (Constituição Federal, art. 5º, II).

A garantia fundamental da legalidade não se encerra na exigência de uma lei para impedir ou determinar qualquer conduta; é preciso que a regra seja compreensível e que ela permaneça no tempo, ou seja, substituída a partir de regras claras e, se a situação permitir, com um prazo razoável para adaptação à regra que a substituir. Exige-se, portanto, clareza e uma certa estabilidade. Em outras palavras, é necessário haver segurança jurídica.

Essas exigências, que derivam da garantia da legalidade, são reforçadas pela nossa organização econômica que é baseada na livre iniciativa (art. 170 e 1º, IV da Constituição Federal).

A livre iniciativa confere aos agentes econômicos, atuando por intermédio do mercado, papel fundamental no planejamento econômico da sociedade [29], exigindo deles a tomada de suas próprias decisões com relação à alocação dos recursos econômicos por eles detidos.

A responsabilidade que a livre iniciativa impõe aos agentes econômicos confere-lhes uma expectativa de estabilidade do ordenamento jurídico, até certa medida tutelada pelo próprio ordenamento, uma vez que as decisões de investimento que a eles incumbem visam ao futuro e são definidas com base nas determinações, faculdades ou proibições constantes das normas jurídicas, em vigor ao tempo da tomada de decisão, com relação à atuação deles no mercado (espaço precípuo da organização econômica baseada na livre iniciativa).

Assim, deriva da garantia da legalidade e da organização da ordem econômica com base na livre iniciativa, a obrigação de o Poder Público não frustrar, deliberadamente, a justa expectativa que tenha criado no agente econômico[30]. Exige-se do Poder Público coerência nas decisões, razoabilidade no processo de mudanças e a não imposição retroativa de ônus. Isso é o que se denomina “confiança legítima”[31]<sup>31</sup>.

Não é, por óbvio, toda expectativa que merece proteção, mas apenas aquelas que derivam de um comportamento objetivo do Poder Público (ou seja, baseado em normas ou comportamentos reiterados de autoridades competentes). A depender da situação concreta, a proteção jurídica da confiança legítima pode exigir outros requisitos.

Essa proteção é, via de regra, o direito a um regime adequado de transição, de modo a assegurar, às pessoas que basearam suas atitudes em comportamento objetivos do poder público, prazo para apropriar-se do resultado esperado quando da definição de sua forma de atuar e redefinir suas ações e expectativas, adequando-se à nova situação. Permite-se, assim, a adoção de uma nova política pública, mas se preserva os atos praticados pelas pessoas, tendo em vista as expectativas que a política pública que precede a nova gerou nelas. Não é uma proteção sob qualquer condição, como a conferida no ordenamento jurídico nacional ao direito adquirido, ao ato jurídico perfeito ou à coisa julgada, mas uma que pesa, em cada caso concreto, o interesse público e o individual.

A mais óbvia repercussão da proteção à “confiança legítima” no nosso ordenamento é, como já mencionado no parágrafo anterior, a impossibilidade de a lei prejudicar o direito adquirido, o ato jurídico perfeito e a coisa julgada (art. 5º, XXXVI da Constituição Federal).

Com relação à Administração Pública, o ordenamento jurídico nacional possui ao menos quatro regras que positivam a proteção da “confiança legítima”. Dentre essas regras, duas são oriundas do Código Tributário Nacional (“CTN”) e duas da Lei do Processo Administrativo no Âmbito da Administração Pública Federal (Lei 9.784/99).

A análise do CTN pode ser útil para a solução deste inquérito porque o direito tributário atua diretamente sobre a esfera patrimonial dos administrados, transferindo compulsoriamente parcela desse patrimônio para o Estado.

É natural, portanto, que esse ramo do direito tenha desenvolvido de maneira mais clara as regras relativas à interação entre as ações do Poder Público e as expectativas dos administrados.

Outro motivo para que eu me socorra do direito tributário é que ele se utiliza da tipicidade para definir sua incidência sobre a esfera patrimonial individual. Por isso, a atuação da Administração Pública na definição das hipóteses de incidência da norma tributária tende a ser muito reduzida. Assim, os efeitos jurídicos atribuídos a essa atuação são os mínimos efeitos aceitáveis pelo ordenamento jurídico.

Nesse sentido, a atuação da Administração Pública como reguladora do mercado de valores mobiliários, especificando *standards* ou estabelecendo regras de condutas, deve gerar ao menos os mesmos efeitos atribuídos à atuação da Administração Pública no campo do direito tributário, em que vige a tipicidade.

Do CTN, o primeiro exemplo retirado é o parágrafo único do art. 100, segundo o qual “[a] observância das normas [complementares à legislação tributária] exclui a imposição de penalidades, a cobrança de juros de mora e a atualização do valor monetário da base de cálculo do tributo”. Dentre essas normas complementares encontram-se “as práticas reiteradamente observadas pelas autoridades administrativas” (Art. 100, III do CTN). Ou seja, caso o contribuinte atue em conformidade com as práticas reiteradas da administração, se essa prática não estiver correta, o contribuinte não é apenado, apenas se exige que ele cumpra a obrigação.

O outro dispositivo do CTN, que pode ser útil na compreensão de como o ordenamento jurídico nacional tutela a confiança legítima, é o art. 146, segundo o qual “[a] modificação introduzida, de ofício ou em consequência de decisão administrativa ou judicial, nos critérios jurídicos adotados pela autoridade administrativa no exercício do lançamento somente pode ser efetivada, em relação a um mesmo sujeito passivo, quanto a fato gerador ocorrido posteriormente à sua introdução”. Ou seja, se os critérios jurídicos adotados forem modificados, nem mesmo a obrigação com relação a eventos anteriores a tal modificação é devida. O novo critério aplicável passa a gerar obrigação de pagar tributos apenas com relação aos fatos posteriores à modificação.

Na Lei do Processo Administrativo Federal, também aplicável a este inquérito, temos um comando similar ao do art. 146 do CTN, expressamente proibindo que nova interpretação de norma administrativa tenha aplicação retroativa (art. 2º, § único, XIII) [32]<sup>32</sup>.

Por fim, também encontramos na Lei do Processo Administrativo Federal dispositivo determinando que essa espécie de processo observe a boa-fé (inciso XIII do parágrafo único do art. 2º da Lei 9.784/99)[33]<sup>33</sup>.

Para a análise da confiança legítima importa apenas a boa-fé objetiva. A boa-fé objetiva é aquela que não se preocupa com a intenção do agente (ou seja, independe de má-fé), preocupando-se, tão somente, com a expectativa que a conduta de um agente gera no outro (em outras palavras, a boa-fé objetiva é aquela que se coaduna com a conduta legitimamente esperada pelo administrado).

A mais típica consequência da proteção à boa-fé objetiva é a proibição de *venire contra factum proprium*, ou, em outras palavras, a proibição de o exercício de uma posição jurídica em contradição com sua conduta anterior. A proibição do *venire contra factum proprium* é válida não somente para relação entre partes privadas, mas também na relação entre Administração Pública e administrado (ver RESP 47015/SP – 2ª Turma – Rel. Min. Adhemar Maciel – RT vol. 754, p. 225).

Com base no acima exposto, levando-se em conta que a Administração Pública, no exercício de sua competência fiscalizatória, concordou que as LFTs fossem marcadas pela curva por um período de, ao menos, sete anos[34]<sup>34</sup>, tendo a Administração Pública modificado seu entendimento quanto ao que era adotado, pergunto eu: poderia a CVM punir os agentes econômicos que marcavam as LFTs pela curva anteriormente à modificação de seu entendimento quanto à correta aplicação da legislação sobre o registro das LFTs (ou da modificação da prática reiterada de considerar o registro pela curva como correta)? Essa punição estaria de acordo com o inciso XIII do parágrafo único do art. 2º da Lei 9.784/99? A motivação para a conduta anterior da Administração Pública (pouca discrepância entre a curva do papel e a marcação a mercado) e para a sua modificação (crescente diferença entre a curva do papel e a marcação a mercado) seria relevante para possibilitar que a mudança de interpretação retroagisse?

Ainda, uma vez que a Administração Pública, no exercício de sua competência regulamentar, editou normas (acompanhada de pronunciamento de autoridades) e exigiu a divulgação de informações que podem ser interpretadas como uma confirmação de que os critérios de registro dos ativos estava sendo modificado e que havia um prazo de adaptação até a adoção obrigatória dos novos critérios, pergunto eu mais uma vez: é possível dizer que os atos da Administração Pública durante a reforma normativa inicialmente implementada pela Circular BACEN 3.086/02 não geraram (i) uma expectativa de que ao marcar as LFTs pela curva, antes da Circular BACEN 3.086/02, os administradores de fundos de investimentos agiam corretamente, e, em segundo lugar, (ii) uma expectativa de que a marcação com base nos critérios estabelecidos por tal circular só precisaria ser observado após o encerramento do prazo de adaptação? É possível dizer que a propositura do presente inquérito não é um *venire contra factum proprium* da Administração Pública?

Tenho que responder negativamente a todas essas questões. Razão pela qual não vejo outra possibilidade que não absolver os réus.

É como voto.

Rio de Janeiro, 20 de junho de 2005

Pedro Oliva Marcilio de Sousa

Diretor

<sup>1</sup> Apresento um sumário das normas aplicáveis ao presente inquérito anexo a este voto.

<sup>2</sup> Durante essa Fundamentação muitas vezes não distingo os diversos tipos de fundos de investimento, que, reconheço, estavam sujeitos em determinadas épocas a normas contábeis diferentes. Essa homogeneização não prejudica, no entanto, as minhas conclusões. Quando estritamente necessário, faço as especificações devidas.

<sup>3</sup> A rigor, pode-se falar em um terceiro período, iniciado com a transferência da competência regulamentar do Conselho Monetário Nacional para a CVM. A menção a esse terceiro período nada acrescenta à discussão empreendida neste inquérito, até porque a nota que distingue o primeiro período do segundo (ampliação da competência normativa do órgão regulador) permanece durante o terceiro período.

<sup>4</sup> Em termos estritamente formais, seria possível obter preços de mercado para registro dos ativos dos fundos de investimento, mesmo inexistindo um mercado secundário ativo. Para isso, no entanto, seria necessário um mercado primário ativo, com emissões significativas diárias. Na prática, no entanto, isso não parece ser viável.

<sup>5</sup> Não se quer com essa observação dizer que o administrador de fundos de investimento tem ampla e total liberdade de escolha, apenas que o Conselho Monetário Nacional não autorizou o Banco Central a regular a matéria. Assim, como os ativos precisavam ser registrados, o administrador deveria escorar-se na melhor prática contábil e na prática disseminada entre os demais administradores de fundos de

investimentos (desde que essa prática não tivesse por finalidade prejudicar os quotistas ou direitos de terceiros). Registrar as LFTs pela curva mostrava-se, então, dentro desses parâmetros, como forma adequada de registro (ver Item 3 desta Fundamentação).

6 Aqui cumpre deixar claro que todos os fundos de investimento mencionados na Circular BACEN 3.086/02 – FIF, FAQ, FIEIX e FAPI – já estavam obrigados a registrar seus ativos a preços de mercado anteriormente à edição de tal circular. Os três primeiros com base na Circular BACEN 2.654/96 e o FAPI em razão da Resolução CMN 2.424/97.

7 Tradução livre da definição de *fair value* contida no item 5 do IAS 32: "*Fair value is the amount for which an asset could be exchanged (...) between knowledgeable, willing parties in an arm's length transaction*" (grifos do texto original).

8 Esse é o caso das LFTs, cuja cotação é divulgada com 4 ou mais dias de atraso em relação à efetivação da transação, o que torna o valor obtido de pouca valia para a situação específica dos fundos de investimento, que precisam da cotação diária dos seus ativos, para apurar o valor da cota.

9 *Verbis*: "*In these circumstances, as well as when a quoted market price is not available, estimation techniques may be used to determine fair value with sufficient reliability to satisfy the requirements of this Standard*" (grifos inexistentes no original).

<sup>10</sup> Tradução livre de parte do item 14 do IAS 39: "*other fixed-maturity investments that the enterprise intends and is able to hold to maturity*".

11 Da mesma forma que com relação a melhor técnica normativa, a Circular BACEN 3.086/02 parece ter abandonado a melhor técnica contábil ao colocar no mesmo nível de importância o valor de mercado (inciso I) com as demais técnicas de estimação de valor justo (demais incisos). O motivo dessa redação talvez esteja ligada ao fato de que na redação do parágrafo a que os incisos se referem já se fale de marcação a mercado, o que poderia indicar a prevalência do critério previsto no inciso I. Não tenho como afirmar, no entanto, se essa era a razão efetiva.

12 Com a Lei da Responsabilidade Fiscal, essa competência foi transferida para o Tesouro Nacional.

13 Essa afirmação não é de todo correta, pois a iliquidez que faz com que esse "prêmio" seja cobrado não é uma informação do próprio titular, mas do mercado. Seria, portanto, mais um "risco" do que um "prêmio". No entanto, como a iliquidez das LFTs é um padrão de mercado, que nunca apresentou características de um mercado efetivamente líquido desde o surgimento desses títulos, não vejo como falar em risco, mas, apenas, em certeza.

14 Na Instrução 305, definiu-se preço de mercado como "*o valor que se pode obter com a negociação do título em um mercado ativo, em que comprador e vendedor sejam independentes, sem que corresponda a uma transação compulsória ou decorrente de um processo de liquidação*".

15 A rigor, não há uma ordem cronológica para esses processos, como dei a entender. As etapas podem ser independentes ou ocorrerem em outra ordem. O certo é que todos os negócios realizados têm por base essas avaliações pessoais, que, por sua vez, tendem a afetar novas avaliações pessoais.

16 Ver HAYEK, Friedrich A. *The use of knowledge in society e Economics and knowledge*, ambos publicados em *Individualism and economic order*. Chicago: Chicago University Press, 1980.

17 Cf. Item 81 do IAS 32.

18 Os fatos mencionados e as transcrições realizadas nesse item foram obtidos no documento "*Precificação de Ativos Financeiros – Manual de Referência*"; versão de janeiro de 2.004, produzido pela ANDIMA e divulgado em seu site ([www.andima.com.br](http://www.andima.com.br)).

19 O texto da ANDIMA não informa a data da ampliação da amostragem, mas confirma que ela ocorreu. Apurei essa data na notícia veiculada na Gazeta Mercantil em 10.06.02.

20 Ver, dentre outros, THALER, Richard H., *Toward a positive theory of consumer choice*. In *Journal of Economic Behavior and Organization*, 39 e KAHNEMAN, Daniel; KNETSCH, Jack L.; THALER, Richard H., *Anomalies: the endowment effect, loss aversion, and status quo bias*. In *Choice, values and frames*. Estados Unidos: Cambridge University Press, 2003.

21 Essa faculdade é válida tanto para os títulos em carteira própria (Resolução MPAS/CGPC 4/02) quanto para as LFTs detidas por intermédio de fundos de investimento exclusivos (Circular BACEN 3.806/02, alterada pela Instrução 365).

22 No Ofício 2002/02898/DEJUR/GABIN, de 21.6.2002, o Banco Central informou ao Ministério Público Federal ter examinado 2.593 fundos de investimento que estavam sob sua competência (fundos de investimento financeiro, fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento e fundos de investimento no exterior) durante inspeções gerais consolidadas (que são as inspeções realizadas em todo um conglomerado financeiro), além de inspeções específicas em 310 fundos de investimento. Nessas inspeções, 64% do universo de fundos, titulares de 83,33% do patrimônio deles foi auditada (conforme resposta ao quesito 8).

23 Aqui é importante explicitar a forma como cheguei a essa conclusão, dado que ela se baseou em inferências. Na resposta 9 do ofício mencionado na nota de rodapé anterior, o Banco Central enumerou um total de dez processos administrativos que teriam sido abertos em decorrência das inspeções feitas e nenhum deles se referia à marcação das LFTs. Além disso, na resposta 10, informou que em apenas 38 inspeções anteriores a fevereiro de 2002 verificou-se o não registro de títulos a mercado. Dado que (i) as LFTs representavam cerca de 60% do patrimônio dos fundos de investimento, (ii) as LFTs estavam presentes em, virtualmente, todos os fundos de investimento, (iii) a marcação pela curva era o padrão da indústria para o registro das LFTs e (iv) o Banco Central inspecionou 2903 fundos de investimento (ou 64% do total), representando 83,33% do patrimônio desses fundos, não há como aceitar que os títulos que foram tidos como erroneamente registrados em apenas 38 fundos de investimento fossem LFTs, pois, do contrário, o número de fundos de investimento em que o Banco Central teria encontrado esse problema deveria ser muito superior.

24 *Jornal Valor Econômico*, 31.05.2002.

25 *Jornal O Estado de São Paulo*, 06.06.2002.

26 *Jornal Valor Econômico*, 31.05.2002.

27 Informação para Imprensa CVM/ASC/n° 86 de 29.05.02.

28 Isso é o que a doutrina chama de interesse primário (interesse público) e secundário (interesse do Estado como instituição). Essa mesma doutrina confere proteção jurídica apenas aos interesses primários (ver BANDEIRA DE MELLO, Celso Antonio. *Curso de Direito Administrativo*. 8ª edição. São Paulo: Malheiros, 1996, pg. 30 e 31).

29 Sobre o assunto, ver os textos de Hayek mencionados anteriormente. Deve-se notar, ainda, que, nos termos do art. 174 da Constituição Federal, o planejamento estatal é apenas indicativo para os agentes privados, reforçando o papel do mercado como *locus* do planejamento econômico em nossa sociedade.

<sup>30</sup> Ver LARENZ, Karl (*Metodologia da Ciência da Direito* Tradução da 6ª edição. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian, 1997, pg. 603), embora a fundamente a proteção à confiança legítima apenas do Estado de Direito e não da livre iniciativa.

31 Ver, no que toca à Administração Pública, as seguintes monografias: SCHÖNBERG, Søren, *Legitimate Expectations in Administrative Law* Reimpressão. Estados Unidos: Oxford University Press, 2003; e THOMAS, Robert, *Legitimate Expectations and Proportionality in Administrative Law* Oxford: Hart Publishing, 2000.

32 Ver DI PIETRO, Maria Sylvia (*Direito Administrativo*. 14ª edição. São Paulo: Atlas, 2.000. Pg. 85).

33 *Verbis*: "*§ único. Nos processos administrativos serão observados, entre outros, os critérios de: (omissis), IV – atuação segundo padrões éticos de probidade, decoro e boa-fé*"

<sup>34</sup> Conduta que, como visto, era perfeitamente adequada à situação de inexistência de um mercado secundário ativo e ao critério alternativo utilizado pelo mercado – curva do papel – que até aquele momento mostrava-se apropriado.

## Sumário das Regras Aplicáveis

Apresento abaixo, em ordem cronológica, a lista de normativo relevantes para a decisão, bem como descrevo as normas constantes de cada um deles, úteis à análise da questão [\[35\]](#)<sup>1</sup>.

- [Resolução CMN 2.183/95 \(de 21.07.95\)](#). Essa resolução define que a regulamentação dos fundos de investimentos financeiros, que seria editada pelo Banco Central, deveria



conter “a obrigatoriedade da adoção do critério de avaliação dos ativos integrantes da carteira do fundo pelo seu valor de mercado” (art. 1º, §1º, II).

- Circular BACEN 2.594/95 (de 21.07.95). Por meio dessa circular, o Banco Central, em cumprimento ao disposto na Resolução CMN 2.183/95, aprovou a regulamentação dos fundos de investimento financeiro, que estabelecia que, “para efeito da determinação do valor da carteira, deve[riam] ser observadas as normas e os procedimentos previstos no Plano Contábil das Instituições Financeiras do Sistema Financeiro Nacional – COSIF” (Art. 14, § único) e que procedimento semelhante deveria ser seguido para a determinação do valor diário das quotas desse fundo (art. 17).
- Circular BACEN 2.601/95 (de 9.8.95). Determinou que os “ativos integrantes das carteiras dos fundos de investimento financeiro deve[riam] ser registrados pelo valor efetivamente pago e ajustados diariamente, ao valor de mercado, reconhecendo-se contabilmente a valorização ou a desvalorização verificada” (art. 2º).
- Circular BACEN 2.616/95 (de 18.9.95). Manteve a Circular BACEN 2.601/95 em vigor e aprovou novo regulamento para os fundos de investimento financeiro, reproduzindo, com o mesmo texto, o disposto nos artigos 14, § único e 17 do regulamento dos fundos de investimento financeiro aprovado pela Circular BACEN 2.594/95 e mencionados acima.
- Circular BACEN 2.654/96 (de 17.1.96). Revogou a Circular BACEN 2.601/95, mantendo a mesma redação do art. 2º, exceto pela inclusão dos fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento financeiro, fundos de renda fixa – capital estrangeiro e fundos de investimento no exterior (FIEIX) dentre os abrangidos pela norma.
- Circular BACEN 2.714/96 (de 1.10.97). Essa circular manteve a obrigação de os fundos de investimento no exterior marcarem os ativos a preços de mercado (art. 17).
- Resolução CMN 2.424/97 (de 1.10.97). Essa resolução tratou dos Fundos de Aposentadoria Programada Individual – FAPI e, dentre as regras estabelecidas no regulamento que aprovou, determinou que “[a]s quotas do FAPI deve[riam] ter seu valor calculado e atualizado diariamente, com base em avaliação patrimonial que considere o valor de mercado dos títulos, valores mobiliários, demais ativos financeiros e modalidades operacionais integrantes da carteira de acordo com o contido no art. 14 e normas e os procedimentos previstos no COSIF” (grifos inexistentes no normativo).
- Carta-Circular BACEN 2.929/00 (de 4.8.00). Por essa carta-circular, o Chefe do Departamento de Normas do Banco Central esclareceu que “tendo em vista o disposto no art. 2º da Circular n. 2.654, de 17 de janeiro de 1996”, “não [seria] admitido proceder à avaliação dos ativos que compõem a carteira dos fundos de investimento pelo custo de aquisição acrescido dos rendimentos auferidos” e “os preços unitários utilizados pelo Banco Central do Brasil em suas operações compromissadas (PU das Resoluções n.ºs. 550 e 551), divulgadas diariamente pelo Departamento de Operações de Mercado Aberto (DEMAB), não serve[riam] como referência para avaliação a valor de mercado dos títulos de renda fixa integrantes das carteiras dos fundos de investimento”.
- Resolução CMN 2.931/02 (de 14.2.02). Por essa resolução, o CMN alterou o art. 1º, §1º, II da Resolução CMN 2.183/95, autorizando o Banco Central a editar normas sobre fundos de investimento que contemplassem a “obrigatoriedade da adoção do critério de avaliação dos ativos integrantes da carteira do fundo pelo seu valor de mercado, exceto nas hipóteses expressamente previstas na regulamentação do Banco Central do Brasil.” (art. 1º) (grifos inexistentes no texto normativo).
- Circular BACEN 3.086/02 (de 15.2.02). Fazendo uso da faculdade prevista na Resolução CMN 2.931/02, essa circular passou a admitir exceções à marcação a mercado dos ativos de fundos de investimento.

Especificamente, essa circular autorizou que os títulos e valores mobiliários de determinados fundos de investimento, inclusive dos fundos de investimento financeiro, fossem classificados como “títulos para negociação” ou “títulos mantidos até o vencimento” (art. 1º). Os primeiros deveriam ser registrados pelo custo de aquisição ajustado ao valor de mercado (art. 3º) e os últimos pelo custo de aquisição acrescido dos rendimentos (art. 4º).

Só poderiam adotar a sistemática dos títulos mantidos até o vencimento, os fundos de investimento destinados a um único investidor, cujo investidor declarasse possuir condição financeira para levar ao vencimento os títulos e valores mobiliários do fundo e, no caso do investidor ser um outro fundo de investimento, tal fundo ser destinado a um único condômino (art. 1º, §2º, I, II e III).

Para os fundos nos quais os títulos fossem considerados como para negociação, o ajuste do custo de aquisição poderia ser realizado “pelo preço médio de negociação no dia da apuração ou, quando não disponível, o preço médio de negociação no dia útil anterior” (art. 3º, §1º, I), “o valor líquido provável de realização obtido mediante adoção de técnica ou modelo de precificação” (art. 3º, §1º, II), “o preço de instrumento financeiro semelhante, levando em consideração, no mínimo, os prazos de pagamento e financiamento, o risco de crédito e a moeda ou indexador” (art. 3º, §1º, III), ou “o valor do ajuste diário no caso das operações realizadas no mercado futuro” (art. 3º, §1º, IV).

A circular determinou, ainda, que “[o]s ajustes decorrentes da aplicação dos critérios [por ela] estabelecidos, comparativamente àqueles exigidos na regulamentação até então vigente, deve[riam] ser objeto de divulgação em notas explicativas às demonstrações financeiras, evidenciados, de forma comparativa, o seu montante e os efeitos no resultado” (art. 11, § único) (grifos inexistentes no texto normativo).

Essa circular revogou expressamente a carta-circular 2.929/00.

Por fim, previu a circular a sua vigência a partir da data de sua publicação (art. 12). Posteriormente, essa mesma circular foi republicada e passou a prever um prazo para o enquadramento às suas disposições (30.06.02).

- Circular BACEN 3.096/02 (de 8.3.02). Alterou o artigo 12 da Circular BACEN 3.086/02, para estender o prazo de enquadramento até o dia 30.9.02 (art. 1º).
- Instrução 365 (de 29.5.02) publicada em 31.5.02. Nessa instrução, a CVM<sup>[36]</sup> determinou que “[o]s 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 n. 3.086, de 15 de fevereiro de 2002, com as alterações introduzidas pela Circular n. 3.096, de 6 de março de 2002, ambas do Banco Central do Brasil, deve[riam] ser observados a partir de 31 de maio de 2002, inclusive”. Determinou, ainda, que esses procedimentos deveriam produzir efeitos imediatos no valor da quota do fundo (art. 1º e seu § único).

Reiterou, também, que “[o]s ajustes decorrentes da aplicação dos critérios [nela] estabelecidos comparativamente àqueles exigidos na regulamentação até então vigente deveriam] ser objeto de divulgação em notas explicativas às demonstrações financeiras, evidenciados, de forma comparativa, o seu montante e os efeitos no resultado” (art. 4º, § único).

A instrução permitiu, ainda, que a adesão à sistemática dos fundos com títulos mantidos até o vencimento pudesse ser feita a qualquer tempo, além de alterar as condições para a adesão a tal sistemática (ambas as modificações constam do art. 2º).

- **Instrução 375 (de 14.8.02).** Essa instrução permitiu que certos fundos de investimento que não estavam autorizados a adotar a sistemática de títulos mantidos até o vencimento, estabelecida pela Circular BACEN 3.086/02, registrassem, sem o ajuste ao valor de mercado, os títulos de renda fixa de curto prazo (vencimento inferior a 365 dias), com rendimentos pós-fixados atrelados a taxa SELIC ou a dos depósitos interfinanceiros (DI), inclusive quando utilizados instrumentos financeiros derivativos, desde que observadas, ainda, certas condições.

1 Aqui, como durante a Fundamentação do meu voto, por vezes não distingo os diversos tipos de fundos de investimento, que, reconheço, estavam sujeitos em determinadas épocas a normas contábeis diferentes. Essa homogeneização não prejudica, no entanto, as minhas conclusões. Quando estritamente necessário, faço as especificações devidas.

2 Tendo em vista a transferência da competência regulamentar e fiscalizatória sobre fundos de investimentos do Banco Central para a CVM, em virtude das Leis 10.303/01 e 10.411/02, em 2.5.02, o Banco Central e a CVM editaram a Decisão-Conjunta 10, na qual não só confirmaram a vigência das normas anteriormente editadas pelo Banco Central como disciplinaram a transição do sistema fiscalizatório do Banco Central para o da CVM.

## PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM – TA-RJ2003/5058

### MANIFESTAÇÃO DE VOTO

DIRETOR WLADIMIR CASTELO BRANCO CASTRO

Senhores Membros do Colegiado:

1. As regras sobre marcação a mercado em vigor até 2002 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[37].<sup>1</sup> (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 no fundo Basa de Investimento Financeiro Seletto do Banco da Amazônia S/A, 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 a carteira do fundo Basa de Investimento Financeiro Seletto vinha sendo avaliada pelo valor de aquisição das LFT acrescido dos rendimentos auferidos 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, acompanho a conclusão do voto da ilustre diretora-relatora, entendendo, no entanto, que 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:

Rio de Janeiro, 20 de junho de 2005

Wladimir Castelo Branco Castro

---

<sup>1</sup> Dispõe a Instrução CVM nº 365, de 29 de maio de 2002

"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."

#### MANIFESTAÇÃO DE VOTO DO DIRETOR SERGIO WEGUELIN

**Sr. Presidente,**

1. Vejo que a situação em análise é semelhante à de três casos já apreciados por este Colegiado, de modo que mantenho o meu entendimento já externado nos outros votos.

2. Verifico, assim, 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 a adequação a esse critério. Esse prazo, juntamente com a revogação dos normativos até então vigentes, conferiu aos administradores a faculdade de ajustar gradualmente – até uma data-limite – os preços dos ativos integrantes dos fundos por eles geridos.

3. Após a leitura dos novos casos e dos argumentos colocados pelas defesas, vejo reforçada a minha convicção sobre o assunto. Gostaria, apenas, de destacar dois aspectos que vão ao encontro do meu entendimento na questão.

4. O primeiro deles, refere-se à edição da Instrução CVM nº 365/02. Essa instrução determinou a adoção quase imediata de procedimentos para registro e avaliação dos ativos detidos pelos fundos. Não me parece plausível supor que a finalidade desse normativo tenha sido apenas a de acelerar a eventual classificação dos valores mobiliários detidos na categoria de títulos mantidos até o vencimento (o que possibilitaria a sua marcação pela curva), ensejando a realização de assembléias e alterações nos regulamentos. Entendo que o motivo foi outro, qual seja:

5. Em fevereiro de 2002, em um cenário de crescente incerteza de mercado, a autoridade financeira verificou a ocorrência de crescentes deságios nos preços das LFTs. Com o intuito de fazer com que as cotas dos fundos refletissem esse fenômeno, mas, ainda procurando evitar que oscilações bruscas no valor das cotas dos fundos de investimento gerassem mais turbulência no mercado, foi editada a Circular BACEN 3.086, facultando o ajuste gradual ou pontual das cotas até uma determinada data. Em seguida, como muitos administradores não fizeram o ajuste determinado e como o deságio seguiu crescendo, entendeu-se adequado forçar a "aterrissagem" imediata dos fundos antes que os deságios se tornassem grandes demais.

6. Este foi o intuito da Instrução CVM nº 365/02. Os seus efeitos foram exatamente aqueles que se desejou evitar em fevereiro, porém, agora, em uma escala maior, embora ainda "administrável". De fato, verificou-se, basicamente, uma queda brusca na rentabilidade de alguns fundos, saques de cotistas insatisfeitos com a queda da rentabilidade, nova redução no valor das LFTs por conta das vendas de ativos para satisfazer os saques, nova queda nas cotações e novos saques. Em suma, gerou-se um círculo vicioso em um cenário de crescente insegurança por parte dos investidores. Quando a situação foi estabilizada, poucos meses depois, todos os fundos já atuavam com a mesma métrica de contabilização de cotas, de modo que a questão de um novo eventual ágio ou deságio das LFTs não mais se colocava como um problema de assimetria de valorização entre os fundos.

7. O segundo ponto, que gostaria de destacar, envolve o meu entendimento sobre os impactos de uma ou outra decisão sobre a forma de realizar os ajustes preconizados pela Circular BACEN nº 3.086 (pontualmente ou gradualmente). É bem possível que os fundos que optaram por realizar os ajustes ao final do prazo facultado ou, mesmo, dentro de um intervalo menor de tempo, tenham sofrido uma penalização mercadológica que em nada compensou a efêmera vantagem inicial propiciada pela decisão de postergar a marcação a mercado das cotas. Como todos os administradores estavam cientes de que havia uma data de chegada uniforme (não importa se em julho ou setembro) para a marcação homogênea das cotas dos fundos, e como, provavelmente, nenhum deles ignorava os efeitos deletérios de uma queda mais ou menos acentuada da rentabilidade dos fundos por eles administrados, é provável que a decisão de ajustar o valor das cotas tenha se pautado por considerações operacionais, conforme facultado pela Circular nº 3.086.

8. Ante o exposto, voto pela absolvição dos acusados.

Rio de Janeiro, 20 de junho de 2005.

Sérgio Weguelin

Diretor

PROCESSO CVM Nº RJ 2003/5058

**INDICIADOS:** Banco da Amazônia S.A. e Jorge Nemetala José Filho

**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](http://www.andima.com.br)):

“**Em que consistem as Taxas Máxima, Mínima e Indicativa?** A maioria dos títulos públicos em mercado tem liquidez 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 lembrar 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, [38]<sup>1</sup> 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, [39]<sup>2</sup> 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, [40]<sup>3</sup> 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 excluía a adoção do método da “curva do papel”, [41]<sup>4</sup> 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). [42]<sup>5</sup>

## 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 o Fundo BASA de Investimento Financeiro Seletto, administrado pelo Banco da Amazônia 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 da Amazônia S.A. (e a seu responsável técnico) se faz é a de “*descumprimento*” do art. 3º da Circular BACEN 3.086/02 e do art. 2º da Circular BACEN 2.654/96, além do art. 1º, § 1º, 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 afastado (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. 1º, § 1º, 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 inviduosamente fê-lo, primeiro através das Circulares 2.616/95 e 2.654/96, e depois pelo art. 3º 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 365/02), 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 antes 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, 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. [43]<sup>6</sup> 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 proíbia.” (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. Ocorr

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.<sup>[44]</sup><sup>7</sup>

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 365/02). 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 ousar 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. 1º, § 1º, 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, 20 de junho de 2005.

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 "*premissa*" 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.

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ 2003/5058

VOTO DA RELATORA

(Voto Vencido)

**EMENTA:** Os fundos de investimento financeiro e fundos de aplicação em quotas 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.

## I - Introdução

1. O presente Voto, elaborado após diversos debates ocorridos nas sessões de julgamento que se seguiram, substitui o preferido na sessão de julgamento realizada em 19.07.2004 que foi suspensa em virtude de pedido de vista do Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos, mantendo, contudo a mesma conclusão.

2. Cuida-se de mais um caso de marcação a mercado de ativos pertencentes a fundos de renda fixa, tema de recorrente análise por este Colegiado, a respeito do qual mantenho o mesmo entendimento que já manifestei em outras oportunidades.

3. A matéria relativa a fundos de investimento financeiro (FIFs), fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento (FAQs) e fundos de investimento no exterior (FIEIX), 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.

## II - A legislação sobre marcação a mercado

4. 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.

5. 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 carteira do fundo pelo seu valor de mercado." (grifou-se)

6. 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)

7. A mesma Circular (artigo 14) estabelecia que o valor da carteira dos fundos deveria ser calculado com base no Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional - COSIF. A regra do COSIF, por sua vez, já continha a obrigatoriedade de registrar os ativos a valor de mercado<sup>[45]</sup>1.

8. Posteriormente, na Circular nº 2.654 de 17.01.96, o Banco Central, ao revisar o tema manteve a obrigatoriedade de marcar a mercado. Confira-se:

"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).

9. A consequência da regra do artigo 2º era de que estava vedada a avaliação dos ativos pelo custo de aquisição e que os preços utilizados pelo Banco Central em suas operações compromissadas também não serviam como referência para a sua avaliação a preços de mercado, tendo isto ficado esclarecido na ~~Muito tempo depois, o Banco Central editou em 04.08.2000 a Carta-Circular nº 2.929 de 04/08/2000, que 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 mais ser utilizado para avaliação a valor de mercado dos papéis de renda fixa integrantes da carteira dispõe:~~

"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;" (grifou-se)

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."

10. ~~9. — Exceção à marcação a mercado foi introduzida pela Circular nº 3.086[46]2 de 15.02.2002, do Bacen, que manteve a obrigatoriedade de marcar a mercado, mas permitiu que os títulos mantidos até o vencimento pudessem ser avaliados pelo custo de aquisição. Confira-se:~~



los e valores mobiliários classificados na categoria referida no art. 1º, inciso II, 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).

11. Além disto, a mencionada Circular:

- a) classificou os títulos dos fundos em títulos para negociação (obrigados a marcar a mercado); e títulos mantidos até o vencimento (dispensados de marcar a mercado) [47]<sup>3</sup>;
- b) determinou no parágrafo 1º do artigo 3º [48]<sup>4</sup> que a metodologia para marcar a mercado deveria ser consistente e passível de verificação, facultando usar os parâmetros que especifica para a apuração do valor de mercado;
- c) determinou os procedimentos contábeis decorrentes da classificação dos títulos em para negociação ou manutenção (arts. 7º, 8º, 9º, 10 e 11) [49]<sup>5</sup>;
- d) concedeu prazo para enquadramento às suas disposições e determinou que, enquanto isso, deviam ser observados os procedimentos contábeis em vigor até a data de sua publicação[50]<sup>6</sup>.

12. Nova exceção à marcação a mercado foi introduzida pela Instrução CVM nº 365/2002 que permitiu que os fundos editada após a Lei nº 10.303/01 ter transferido do Banco Central para a CVM a competência para fiscalizar os fundos de investimento, que manteve a obrigatoriedade de marcação a mercado de todos os ativos dos fundos de varejo, mas admitiu excepcionalmente que os exclusivos, destinados a um único investidor, não se submetessem a essa regra.

13. Outra exceção à marcação a mercado foi introduzida pela Instrução CVM nº 375/2002 [51]<sup>7</sup> que dispensou da exigência os fundos que demonstrassem capacidade financeira de manter em carteira títulos até o vencimento.

14. A partir da Instrução CVM Nº 365/2002, já com a assunção pela CVM da função fiscalizadora sobre os fundos em decorrência da edição da Lei nº 10.303/2001, mesmo aqueles que não se consideravam obrigados, passaram a marcar a mercado. Diante disso, foi com a entrada em vigor da referida Instrução que se pôde distinguir nitidamente quais fundos cumpriam e quais não cumpriam esta obrigação, haja vista que estes últimos apresentaram maior redução de rentabilidade.

### **III – A Circular nº 3.086/2002**

15. Inexistem maiores diferenças entre as regras da Circular nº 2.654/96 e as da Circular nº 3.086/2002: ambas estabeleceram que os ativos dos fundos deveriam ser registrados pelo valor pago e ajustados diariamente ao valor de mercado, cabendo ser destacados os seguintes aspectos:

#### **III.A) Exceção à marcação a mercado para os títulos mantidos até o vencimento**

16. Como se verifica, todas as normas pertinentes ao assunto e que se seguiram à Resolução nº 2.183/95 efetivamente só inovaram basicamente ao admitir exceções à regra de marcação a mercado.

17. A nova legislação, neste particular, flexibilizou a anterior. Todavia, era preciso cumprir diversos requisitos para usufruir de isenção (ver § 2º do art. 1º - nota 3).

#### **III.B) Procedimentos contábeis**

18. Em decorrência da possibilidade de classificação dos títulos para negociação e para manutenção em carteira, os fundos deviam observar os procedimentos contábeis decorrentes de tal classificação. Assim, deviam:

- a) reavaliar imediatamente os títulos, caso constatada alteração nos parâmetros constantes no artigo 1º, § 2º, referente aos títulos mantidos até o vencimento (ver art. 7º - nota 5);
- b) reconhecer imediatamente no resultado as perdas de caráter permanente ocorridas com os títulos mantidos até o vencimento (ver art. 8º - nota 5);
- c) divulgar em notas explicativas às demonstrações financeiras do fundo informações relativas a cada categoria de classificação dos títulos, bem como informações qualitativas e quantitativas relativas aos instrumentos financeiros derivativos (ver art. 9º - nota 5);
- d) manter à disposição do Banco Central os relatórios que evidenciassem os procedimentos previstos (ver art. 10 – nota 5); e
- e) registrar os ajustes decorrentes dos critérios estabelecidos em contrapartida à adequada conta de despesa ou receita no resultado do período (ver art. 11 – nota 5).

#### **III.C) Parâmetros para a marcação a mercado**

19. Por sua vez, a Circular nº 3.086/2002 explicitou regras que obviamente estão subentendidas em qualquer avaliação, ou seja, que o valor de mercado seja estabelecido com base em critérios consistentes, passíveis de verificação e que levem em consideração a independência na coleta de dados em relação às taxas praticadas nas mesas de operação das administradoras. Nada de novo. Logo, não seria necessária nenhuma adaptação neste sentido para a marcação a mercado.

20. A obrigatoriedade de os critérios serem passíveis de verificação, além de nada ter a ver com a metodologia e sim com a prova, já constava expressamente da Circular nº 2.654 (art. 2º, parágrafo único), que exigia que os documentos que serviram de base para o ajuste diário ao valor de mercado ficassem à disposição do BACEN[52]<sup>8</sup>.

21. Para apuração do valor de mercado, a circular indicou, em caráter facultativo, a adoção alternativa 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; ou
- II - o valor líquido provável de realização obtido mediante adoção de técnica ou modelo de precificação; ou



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.

22. Embora as normas aplicáveis até então nunca tivessem sugerido parâmetros, estes não trazem inovação alguma. Ademais, 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 ser utilizado como parâmetro*" (art. 3º, § 1º). Portanto, regra não cogente e que, em consequência, não traz qualquer mudança nos critérios anteriores.

23. Na verdade, trata-se de "standards" propositadamente abrangentes, justamente para abrigar diversas circunstâncias e peculiaridades. O "standard" 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.

IV – Inovação da Circular nº 3.086

-

#### **Exceção à marcação a mercado para os títulos mantidos até o vencimento-**

-

17. A nova Circular 3.086 inovou ao permitir que os títulos e valores mobiliários classificados na categoria de títulos mantidos até o vencimento não se sujeitassem à regra de marcação a mercado, conforme se verifica do artigo 4º a seguir transcrito:

-

#### **V – Análise de vigência das normas**

24. A legislação, desde 1995, em nenhum momento permitiu a marcação pela curva. Ao contrário, obrigava a marcar a mercado [53]<sup>9</sup>. Portanto, a Circular nº 3.086/2002 não inovou, salvo ao isentar da obrigação os títulos mantidos até o vencimento. Portanto, não há que se falar em entrada em vigor de norma que já estava em vigor. 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, com exceção dos títulos e valores mobiliários da carteira que fossem mantidos até o vencimento, cujo fundo fosse destinado a um único investidor, e este declarasse formalmente sua intenção e condição financeira de mantê-los até o vencimento:

-

25. O prazo de adaptação, repita-se, concernia às regras decorrentes da classificação dos títulos em para negociação ou para manutenção em carteira, inclusive, com os consequentes ajustes contábeis. A expressa referência à possibilidade de utilizar parâmetros não representa regra jurídica cogente e, em consequência, não tem o condão de inovar. Portanto, não se pode cogitar de sua entrada ou não em vigor.

26. Em última análise, a Circular nº 3.086 em nada afetou a vigência dos artigos já existentes e concernentes à obrigatoriedade de marcação a mercado para os fundos de investimento financeiro e de investimento em quotas de fundos de investimento desde a Resolução nº 2.183/95 e Circular nº 2.594/95, os fundos de investimento no exterior desde a Circular nº 2.654/96 e os fundos de aposentadoria programada individual desde a Resolução nº 2.424/97.

27. Note-se que a Circular nº 3.086 também estabeleceu critério para a apropriação de resultados das operações de *hedge* (art. 5º) e, em consequência, eram necessários ajustes contábeis no prazo determinado pela mencionada Circular.

#### **V – A aplicação da regra de marcação a mercado**

28. A aplicação da regra, desde 1995 não vinha ocasionando problemas porque as LFTs não registravam historicamente variação significativa. Na prática era indiferente se a avaliação das LFTs se dava com base no custo de aquisição adicionado da rentabilidade original do papel ou pelo valor de mercado, uma vez que a tendência de sua cotação era acompanhar a valorização do papel pela curva. Na verdade, em tempos de normalidade, o preço de aquisição corrigido equivalia ao valor de mercado.

29. Por essa razão, o uso contábil da curva do papel nunca suscitou maiores preocupações nas autoridades fiscalizadoras, uma vez que os dois critérios não apresentavam basicamente divergência. O problema ocorreu quando houve, aproximadamente em abril e maio de 2002, o descolamento do valor de mercado das LFTs do custo de aquisição, quando alguns administradores optaram por omitir o deságio que estava se verificando. Diante disso, somente nesta oportunidade surgiu a necessidade de intervenção da autoridade fiscalizadora para exigir o cumprimento da lei.

#### **VI – Injustiça em relação às demais administradoras de fundos**

30. A quota representa a divisão do patrimônio dos fundos pelo número de quotistas. Ora, se o patrimônio líquido sofre uma perda é inevitável que também a quota se desvalorize. Assim, a queda do valor de um ativo do fundo se reflete no valor da quota.

-

31. Ocorre que a maioria dos administradores dos fundos sofreu o ônus de evidenciar tal prejuízo, quando as LFTs que mantinham em carteira se desvalorizaram.

32. Note-se que do universo de 111 instituições que administravam fundos, à época, apenas 21, ou seja, menos de 20%, teriam desrespeitado as regras, segundo entendimento da área técnica da CVM [54]<sup>10</sup>. Embora essas instituições fossem responsáveis pela administração da maior parcela de patrimônio líquido dos fundos, a verdade é que a grande maioria dos administradores entendeu e cumpriu a legislação, tendo com essa postura agido com transparência e respeitado seus investidores.

33. Assim, os administradores que calcularam o valor da quota pela curva do papel induziram em erro seus investidores e ainda que possam a longo prazo ter recuperado o prejuízo:

a) prejudicaram os investidores:

(i) \_\_\_\_\_(i) que entraram no fundo neste período, pois pagaram pela quota do fundo um preço maior do que valia;

(ii) \_\_\_\_\_(ii) que saíram imediatamente após a desvalorização das quotas, decorrente da marcação a mercado; e

(iii) \_\_\_\_\_ (iiii) que pagaram taxa de administração sobre um patrimônio superavaliado; e

b) beneficiaram aqueles que se retiraram durante o período anormal resgatando suas quotas por valor superavaliado.

34. \_\_\_\_\_ O fato é que o administrador, até mesmo por probidade, tendo em vista que a quota 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 entre o valor da curva do papel e o valor de mercado. Isto contraria princípios e regras básicas que regem os fundos, e 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.

35. \_\_\_\_\_ É injusto permitir que uma instituição se beneficie, ao omitir dos quotistas o valor real de suas quotas, em prejuízo daquelas que cumpriram as regras, e por isso podem ter sido prejudicadas. Entendo que não se pode ser tolerante com um comportamento que, ainda que alguns o considerem legal, no mínimo, não seria ético.

36. De acordo com o voto proferido pelo Diretor Wladimir Castelo Branco Castro, no julgamento do PAS CVM Nº 2003/5596 (Banco Nossa Caixa S/A), “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.”

37. E continua: “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.”

31. Obviamente, se o valor fornecido pela curva excede o de mercado, a quota fica acrescida de um valor irreal e deixa de refletir a situação patrimonial do fundo. O primeiro efeito disto é afetar o valor da riqueza transferido 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.

32. Além disto, os administradores de fundos, que marcavam a mercado seus ativos e cumpriam a lei, ficavam penalizados, pois apresentavam menor rentabilidade ou até mesmo prejuízo, ao passo que aqueles que não marcavam apresentavam rentabilidade em função da cota estar supervalorizada.

33. É importante observar que, quando houve a desvalorização das LFTs, todos os fundos que tinham tais papéis na carteira sofreram prejuízo. Todavia, o problema que existe e que ora se questiona é a falta de transparência, uma vez que as quotas dos que não marcavam a mercado não refletiam tais prejuízos, causando com isto dano aos investidores que adquiriram quotas neste período, bem como, no caso de ter havido resgate de quotas antes e próximo do ajuste, àqueles que permaneceram no fundo, além de ter sido cobrada taxa de administração superior à devida.

34. O fato é que o administrador, até mesmo por probidade, tendo em vista que a quota 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. Isto contrariava as regras básicas que regem os fundos, e 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.

## VII – Aplicação das normas ao caso concreto

38. No caso específico do Fundo Basa de Investimento Financeiro Seleto, administrado pelo Banco da Amazônia, embora tenha sido informado que os ativos e derivativos relevantes estariam sendo marcados diariamente a mercado, o que se verificou da análise de sua carteira é que no dia 29.05.2002 o PU de mercado era igual o PU de compra 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 no artigo 23 do próprio Regulamento do fundo que estabelece:

“Art. 23 – O valor da quota é calculado por dia útil, independente de ser feriado de âmbito estadual ou municipal na sede do Administrador, com base em avaliação patrimonial que considere o valor de mercado dos ativos financeiros integrantes da carteira.”

39. Assim, o ajuste negativo de 1,69% no valor da cota desse fundo decorreu da marcação a mercado da carteira de LFTs, que representava em 29.05.2002 cerca de 63% do ativo total do fundo, em 31.05.2002, cujo efeito só foi sentido no primeiro dia útil seguinte, ou seja, em 03.06.2002, procedimento que não vinha sendo observado. De acordo com os cálculos, até 29.05.2002 não era reconhecido o deságio na apuração do preço de mercado das LFTs para vencimento em 19.04.2006, uma vez que o PU utilizado era 4,2% superior ao divulgado pela ANDIMA, enquanto que em 31.05.2002 houve o reconhecimento do deságio, sendo que o preço utilizado para marcação a mercado desses mesmos títulos ficou cerca de 0,7% acima do preço ANDIMA.

40. O fato de a desvalorização dos ativos só ter se refletido na quota no dia 03.06.02, graças ao diferimento da despesa, também consubstancia uma irregularidade, pois a Instrução CVM nº 365 foi clara ao determinar em seu art. 1º, parágrafo único, que:

“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.” (grifou-se).

41. Note-se, ademais, que mesmo na ausência de qualquer norma jurídica impondo tal conduta, o estatuto do fundo administrado pelo Banco da Amazônia obrigava o administrador marcar a mercado. Portanto, por mais este motivo impunha-se tal procedimento.

42. O administrador, como decorrência de sua obrigação fiduciária, tinha o dever de manter a avaliação do fundo refletindo a realidade patrimonial de sua situação. Diante da inexistência de tal procedimento, causou prejuízo a seus investidores e ao mercado.

43. 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.

44. 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 preexistente nas normas baixadas pelo Conselho Monetário Nacional e regulamentadas pelo Banco Central do Brasil.

45. Cabe acrescentar que não houve no caso qualquer ofensa à Constituição Federal pelo fato de não ter sido concedido prazo de adaptação dos fundos às novas regras, uma vez que esse prazo era destinado aos que possuíam apenas um único investidor e o Seleto era um fundo de varejo, já que não houve qualquer mudança no critério de avaliação em relação às regras anteriores que necessitassem de amplo conhecimento.

46. 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.

## VIII - CONCLUSÃO

47. Ante o exposto, tendo em vista que ficou configurado que a avaliação das LFTs que compunham a carteira do Fundo Basa de Investimento Financeiro Seleto 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 da Amazônia S/A e de R\$100.000,00 a Jorge Nemetala José Filho, prevista no artigo 11, inciso II, c.c. o parágrafo 1º, inciso I, da Lei nº 6.385/76.

Este é o meu **VOTO**.

Rio de Janeiro, 20 de junho de 2005.

**NORMA JONSSSEN PARENTE**

**DIRETORA-RELATORA**

<sup>1</sup> COSIF (redação da Circular nº 1.922 de 27.03.91):

"1. Patrimônio Líquido

1 - O patrimônio líquido, apurado diariamente, deve demonstrar a real situação patrimonial do fundo."

"2. Receitas e Despesas

(...)

2 - Os títulos de renda fixa são registrados pelo valor efetivamente pago e atualizados diariamente, sendo que, se for o caso, o ágio ou deságio deve ser reconhecido em razão da fluência do prazo de vencimento dos papéis."

COSIF (redação da Circular atualizada em 22.01.2002):

"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.)

<sup>2</sup> Editada em decorrência da Resolução do CMN nº 2.931 de 14/02/2002, que alterou parcialmente o inciso II do parágrafo 1º do artigo 1º da Resolução do CMN nº 2.183/95.

<sup>3</sup> "Art. 1º - Estabelecer que os 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 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.

§ 1º - Na categoria títulos para negociação, devem ser registrados os títulos e valores mobiliários adquiridos com o propósito de serem ativas e freqüentemente negociados;

§ 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, declare 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."

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

"Art. 4º - Os títulos e valores mobiliários classificados na categoria referido no art. 1º, inciso II, devem ser ajustados 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)

<sup>4</sup> "Art. 3º (...)

§ 1º - Para fins do ajuste previsto no caput, a metodologia de apuração do valor de mercado é de responsabilidade 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)

<sup>5</sup> “Art. 7º - A reavaliação quanto à classificação dos títulos e valores mobiliários, de acordo com os critérios previstos no art. 1º, deve ser efetuada imediatamente, caso constatada alteração nos parâmetros constantes no art. 1º, § 2º, devendo ser observados os seguintes procedimentos:

I – na transferência da categoria títulos para negociação para a categoria títulos mantidos até o vencimento, não será admitido o estorno dos valores já computados no resultado decorrentes de ganhos ou perdas não realizados;

II – na transferência da categoria títulos mantidos até o vencimento para a categoria títulos para negociação, os ganhos e perdas não realizados devem ser reconhecidos imediatamente no resultado do período.

§ 1º - A transferência da categoria títulos mantidos até o vencimento para a categoria títulos para negociação somente poderá ocorrer por motivo não previsto, ocorrido após a data da classificação, de modo a não descaracterizar a intenção e capacidade financeira evidenciada nos termos do art. 1º, § 2º, quando da classificação nessa categoria.

§ 2º - Deve permanecer à disposição do Banco Central do Brasil a documentação que servir de base para a reclassificação, devidamente acompanhada de exposição de motivos da instituição administradora.

Art. 8º - As perdas de caráter permanente com títulos e valores mobiliários classificados na categoria títulos mantidos até o vencimento devem ser reconhecidos imediatamente no resultado do período, observado que o valor ajustado em decorrência do reconhecimento das referidas perdas passa a constituir a nova base de custo.

Parágrafo único – Admite-se a reversão das perdas mencionadas no caput desde que por motivo justificado subsequente ao que levou ao seu reconhecimento, limitada ao custo de aquisição, acrescida dos rendimentos auferidos;

Art. 9º - É obrigatória a divulgação, em notas explicativas às demonstrações financeiras do fundo, de informações que abranjam, no mínimo, os seguintes aspectos:

I – relativos a cada categoria de classificação prevista no art. 1º:

- a) o montante, a natureza e as faixas de vencimento;
- b) os valores de custo e de mercado, segregados por tipo de título, bem como os parâmetros utilizados na determinação desses valores;
- c) o montante dos títulos reclassificados, o reflexo no resultado e os motivos que levaram à reclassificação;
- d) a declaração sobre a intenção do investidor e a capacidade financeira de a instituição administradora manter até o vencimento os títulos classificados na categoria títulos mantidos até o vencimento;

II – informações qualitativas e quantitativas relativas aos instrumentos financeiros derivativos destacados:

- a) política de utilização;
- b) objetivos e estratégias de gerenciamento de riscos, particularmente, a política de hedge;
- c) riscos associados a cada estratégia de atuação no mercado, controles internos e parâmetros utilizados para o gerenciamento desses riscos e os resultados obtidos em relação aos objetivos propostos;
- d) critérios de avaliação e mensuração, métodos e premissas significativas aplicados na apuração do valor de mercado;
- e) valores registrados em contas de ativo, passivo e compensação segregados, por categoria, risco e estratégia de atuação no mercado, bem como aqueles com o objetivo de hedge e de negociação;
- f) valores agrupados por ativo, indexador de referência, contraparte, local de negociação (bolsa ou balcão) e faixas de vencimento, destacados os valores de referência, de custo, de mercado e em risco da carteira;
- g) ganhos e perdas no período;
- h) principais transações e compromissos futuros objeto de hedge de fluxo de caixa, destacados os prazos para o previsto reflexo financeiro;
- i) valor e tipo de margens dadas em garantia.

Art. 10 – As instituições devem manter à disposição do Banco Central do Brasil os relatórios que evidenciem, de forma clara e objetiva, os procedimentos previstos nesta circular.

Parágrafo único – Verificada impropriedade ou inconsistência nos processos de classificação e de avaliação, o Banco Central do Brasil poderá determinar a reclassificação dos títulos e valores mobiliários dos instrumentos financeiros derivativos, com o consequente reconhecimento dos efeitos nas demonstrações financeiras, na forma dos arts. 2º e 3º.

Art. 11 – Os ajustes decorrentes da aplicação dos critérios estabelecidos nesta circular devem ser registrados em contrapartida à adequada conta de despesa ou receita no resultado do período.

Parágrafo único – Os ajustes decorrentes da aplicação dos critérios estabelecidos nesta circular comparativamente àqueles exigidos na regulamentação até então vigente, devem ser objeto de divulgação em notas explicativas às demonstrações financeiras, evidenciados, de forma comparativa, o seu montante e os efeitos no resultado.”

<sup>6</sup> Circular nº 3.086:

“Art. 12- ~~(copiar...)~~ Esta circular entra em vigor na data de sua publicação, admitindo-se que o enquadramento às suas disposições seja efetuado até 30 de junho de 2002.

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.”

Circular nº 3.096:

Art. 12- ~~(copiar...)~~ Esta circular entra em vigor na data de sua publicação, admitindo-se que o enquadramento às suas disposições seja efetuado até 30 de setembro de 2002.

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.”

<sup>7</sup> “Art. 1º - É admitido aos fundos de investimento financeiro, aos fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento e aos fundos de investimento no exterior, não enquadrados nas condições estabelecidas no art. 2º da Instrução CVM nº 365, de 29 de maio de 2002, o registro de títulos e valores mobiliários na categoria títulos mantidos até o vencimento, desde que haja capacidade financeira do fundo de mantê-los em carteira até o vencimento, e atendam, cumulativamente, às seguintes condições:

I - apresentem prazo de vencimento a decorrer limitado a 365 dias;

II - tenham remuneração pós-fixada contratada com base na taxa SELIC ou na taxa de depósitos interfinanceiros (DI), admitindo o atendimento dessa condição mediante a utilização de instrumentos financeiros derivativos.”

<sup>8</sup> Dispositivo transcrito no item 7.

<sup>9</sup> Veja-se o que diz o Voto do Bacen que propôs a edição da Circular 3.086:

"Em 21 de julho de 1995, foi editada a Resolução 2.183, que autorizou a constituição e o funcionamento de fundos de investimento financeiro e de fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento. Dentre as principais medidas então adotadas, referida resolução estabeleceu a obrigatoriedade da adoção do critério de avaliação dos ativos integrantes da carteira dos fundos pelo seu valor de mercado de acordo com regulamentação baixada pelo Banco Central do Brasil." (grifou-se)

<sup>10</sup> Esclarecimentos da área técnica da CVM às fls. 124.

[1] Apresento um sumário das normas aplicáveis ao presente inquérito anexo a este voto.

[2] Durante essa Fundamentação muitas vezes não distingo os diversos tipos de fundos de investimento, que, reconheço, estavam sujeitos em determinadas épocas a normas contábeis diferentes. Essa homogeneização não prejudica, no entanto, as minhas conclusões. Quando estritamente necessário, faço as especificações devidas.

[3] A rigor, pode-se falar em um terceiro período, iniciado com a transferência da competência regulamentar do Conselho Monetário Nacional para a CVM. A menção a esse terceiro período nada acrescenta à discussão empreendida neste inquérito, até porque a nota que distingue o primeiro período do segundo (ampliação da competência normativa do órgão regulador) permanece durante o terceiro período.

[4] Em termos estritamente formais, seria possível obter preços de mercado para registro dos ativos dos fundos de investimento, mesmo inexistindo um mercado secundário ativo. Para isso, no entanto, seria necessário um mercado primário ativo, com emissões significativas diárias. Na prática, no entanto, isso não parece ser viável.

[5] Não se quer com essa observação dizer que o administrador de fundos de investimento tem ampla e total liberdade de escolha, apenas que o Conselho Monetário Nacional não autorizou o Banco Central a regular a matéria. Assim, como os ativos precisavam ser registrados, o administrador deveria escorar-se na melhor prática contábil e na prática disseminada entre os demais administradores de fundos de investimentos (desde que essa prática não tivesse por finalidade prejudicar os quotistas ou direitos de terceiros). Registrar as LFTs pela curva mostrava-se, então, dentro desses parâmetros, como forma adequada de registro (ver Item 3 desta Fundamentação).

[6] Aqui cumpre deixar claro que todos os fundos de investimento mencionados na Circular BACEN 3.086/02 – FIF, FAQ, FIEIX e FAPI – já estavam obrigados a registrar seus ativos a preços de mercado anteriormente à edição de tal circular. Os três primeiros com base na Circular BACEN 2.654/96 e o FAPI em razão da Resolução CMN 2.424/97.

[7] Tradução livre da definição de *fair value* contida no item 5 do IAS 32: "*Fair value is the amount for which an asset could be exchanged (...) between knowledgeable, willing parties in an arm's length transaction*" (grifos do texto original).

[8] Esse é o caso das LFTs, cuja cotação é divulgada com 4 ou mais dias de atraso em relação à efetivação da transação, o que torna o valor obtido de pouca valia para a situação específica dos fundos de investimento, que precisam da cotação diária dos seus ativos, para apurar o valor da cota.

[9] *Verbis: "In these circumstances, as well as when a quoted market price is not available, estimation techniques may be used to determine fair value with sufficient reliability to satisfy the requirements of this Standard"* (grifos inexistentes no original).

[10] Tradução livre de parte do item 14 do IAS 39: "*other fixed-maturity investments that the enterprise intends and is able to hold to maturity*."

[11] Da mesma forma que com relação a melhor técnica normativa, a Circular BACEN 3.086/02 parece ter abandonado a melhor técnica contábil ao colocar no mesmo nível de importância o valor de mercado (inciso I) com as demais técnicas de estimação de valor justo (demais incisos). O motivo dessa redação talvez esteja ligada ao fato de que na redação do parágrafo a que os incisos se referem já se fale de marcação a mercado, o que poderia indicar a prevalência do critério previsto no inciso I. Não tenho como afirmar, no entanto, se essa era a razão efetiva.

[12] Com a Lei da Responsabilidade Fiscal, essa competência foi transferida para o Tesouro Nacional.

[13] Essa afirmação não é de todo correta, pois a iliquidez que faz com que esse "prêmio" seja cobrado não é uma informação do próprio titular, mas do mercado. Seria, portanto, mais um "risco" do que um "prêmio". No entanto, como a iliquidez das LFTs é um padrão de mercado, que nunca apresentou características de um mercado efetivamente líquido desde o surgimento desses títulos, não vejo como falar em risco, mas, apenas, em certeza.

[14] Na Instrução 305, definiu-se preço de mercado como "*o valor que se pode obter com a negociação do título em um mercado ativo, em que comprador e vendedor sejam independentes, sem que corresponda a uma transação compulsória ou decorrente de um processo de liquidação*".

[15] A rigor, não há uma ordem cronológica para esses processos, como dei a entender. As etapas podem ser independentes ou ocorrerem em outra ordem. O certo é que todos os negócios realizados têm por base essas avaliações pessoais, que, por sua vez, tendem a afetar novas avaliações pessoais.

[16] Ver HAYEK, Friedrich A. *The use of knowledge in society e Economics and knowledge*, ambos publicados em *Individualism and economic order*. Chicago: Chicago University Press, 1980.

[17] Cf. Item 81 do IAS 32.

[18] Os fatos mencionados e as transcrições realizadas nesse item foram obtidos no documento "*Precificação de Ativos Financeiros – Manual de Referência*", versão de janeiro de 2.004, produzido pela ANDIMA e divulgado em seu site ([www.andima.com.br](http://www.andima.com.br)).

[19] O texto da ANDIMA não informa a data da ampliação da amostragem, mas confirma que ela ocorreu. Apurei essa data na notícia veiculada na Gazeta Mercantil em 10.06.02.

[20] Ver, dentre outros, THALER, Richard H., *Toward a positive theory of consumer choice*. In *Journal of Economic Behavior and Organization*, 39, e KAHNEMAN, Daniel; KNETSCH, Jack L.; THALER, Richard H., *Anomalies: the endowment effect, loss aversion, and status quo bias*. In *Choice, values and frames*. Estados Unidos: Cambridge University Press, 2003.

[21] Essa faculdade é válida tanto para os títulos em carteira própria (Resolução MPAS/CGPC 4/02) quanto para as LFTs detidas por intermédio de fundos de investimento exclusivos (Circular BACEN 3.806/02, alterada pela Instrução 365).

[22] No Ofício 2002/02898/DEJUR/GABIN, de 21.6.2002, o Banco Central informou ao Ministério Público Federal ter examinado 2.593 fundos de investimento que estavam sob sua competência (fundos de investimento financeiro, fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento e fundos de investimento no exterior) durante inspeções gerais consolidadas (que são as inspeções realizadas em todo um conglomerado financeiro), além de inspeções específicas em 310 fundos de investimento. Nessas inspeções, 64% do universo de fundos, titulares de 83,33% do patrimônio deles foi auditada

(conforme resposta ao quesito 8).

[23] Aqui é importante explicitar a forma como cheguei a essa conclusão, dado que ela se baseou em inferências. Na resposta 9 do ofício mencionado na nota de rodapé anterior, o Banco Central enumerou um total de dez processos administrativos que teriam sido abertos em decorrência das inspeções feitas e nenhum deles se referia à marcação das LFTs. Além disso, na resposta 10, informou que em apenas 38 inspeções anteriores a fevereiro de 2002 verificou-se o não registro de títulos a mercado. Dado que (i) as LFTs representavam cerca de 60% do patrimônio dos fundos de investimento, (ii) as LFTs estavam presentes em, virtualmente, todos os fundos de investimento, (iii) a marcação pela curva era o padrão da indústria para o registro das LFTs e (iv) o Banco Central inspecionou 2903 fundos de investimento (ou 64% do total), representando 83,33% do patrimônio desses fundos, não há como aceitar que os títulos que foram tidos como erroneamente registrados em apenas 38 fundos de investimento fossem LFTs, pois, do contrário, o número de fundos de investimento em que o Banco Central teria encontrado esse problema deveria ser muito superior.

[24] Jornal Valor Econômico, 31.05.2002.

[25] Jornal O Estado de São Paulo, 06.06.2002.

[26] Jornal Valor Econômico, 31.05.2002.

[27] Informação para Imprensa CVM/ASC/n° 86 de 29.05.02.

[28] Isso é o que a doutrina chama de interesse primário (interesse público) e secundário (interesse do Estado como instituição). Essa mesma doutrina confere proteção jurídica apenas aos interesses primários (ver BANDEIRA DE MELLO, Celso Antonio. *Curso de Direito Administrativo*. 8ª edição. São Paulo: Malheiros, 1996, pg. 30 e 31).

[29] Sobre o assunto, ver os textos de Hayek mencionados anteriormente. Deve-se notar, ainda, que, nos termos do art. 174 da Constituição Federal, o planejamento estatal é apenas indicativo para os agentes privados, reforçando o papel do mercado como *locus* do planejamento econômico em nossa sociedade.

[30] Ver LARENZ, Karl (*Metodologia da Ciência do Direito*. Tradução da 6ª edição. Lisboa: Fundação Calouste Gulbeikan, 1997, pg. 603), embora a fundamente a proteção à confiança legítima apenas do Estado de Direito e não da livre iniciativa.

[31] Ver, no que toca à Administração Pública, as seguintes monografias: SCHØNBERG, Søren, *Legitimate Expectations in Administrative Law*. Reimpressão. Estados Unidos: Oxford University Press, 2003; e THOMAS, Robert, *Legitimate Expectations and Proportionality in Administrative Law*. Oxford: Hart Publishing, 2000.

[32] Ver DI PIETRO, Maria Sylvia (*Direito Administrativo*. 14ª edição. São Paulo: Atlas, 2.000.Pg. 85).

[33] *Verbis*: “§ único. Nos processos administrativos serão observados, entre outros, os critérios de: (omissis), IV – atuação segundo padrões éticos de probidade, decoro e boa-fé”.

[34] Conduta que, como visto, era perfeitamente adequada à situação de inexistência de um mercado secundário ativo e ao critério alternativo utilizado pelo mercado – curva do papel – que até aquele momento mostrava-se apropriado.

[35] Aqui, como durante a Fundamentação do meu voto, por vezes não distingo os diversos tipos de fundos de investimento, que, reconheço, estavam sujeitos em determinadas épocas a normas contábeis diferentes. Essa homogeneização não prejudica, no entanto, as minhas conclusões. Quando estritamente necessário, faço as especificações devidas.

[36] Tendo em vista a transferência da competência regulamentar e fiscalizatória sobre fundos de investimentos do Banco Central para a CVM, em virtude das Leis 10.303/01 e 10.411/02, em 2.5.02, o Banco Central e a CVM editaram a Decisão-Conjunta 10, na qual não só confirmaram a vigência das normas anteriormente editadas pelo Banco Central como disciplinaram a transição do sistema fiscalizatório do Banco Central para o da CVM.

[37] Dispõe a Instrução CVM nº 365, de 29 de maio de 2002

“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.”

[38] 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.

[39] 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*”.

[40] 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.

[41] 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

[42] 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 “*premissa*” 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*”.

[43] 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.

[44] 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.

[45] COSIF (redação da Circular nº 1.922 de 27.03.91):

“1. Patrimônio Líquido

1 - O patrimônio líquido, apurado diariamente, deve demonstrar areal situação patrimonial do fundo.”

“2. Receitas e Despesas

(...)

2 - Os títulos de renda fixa são registrados pelo valor efetivamente pago e atualizados diariamente, sendo que, se for o caso, o ágio ou deságio deve ser reconhecido em razão da fluência do prazo de vencimento dos papéis.”

COSIF (redação da Circular atualizada em 22.01.2002):

“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.)

[46] Editada em decorrência da Resolução do CMN nº 2.931 de 14/02/2002, que alterou parcialmente o inciso II do parágrafo 1º do artigo 1º da Resolução do CMN nº 2.183/95.

[47] “Art. 1º - Estabelecer que os 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 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.

§ 1º - Na categoria títulos para negociação, devem ser registrados os títulos e valores mobiliários adquiridos com o propósito de serem ativa e freqüentemente negociados.”

§ 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, declare 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.”

“Art. 3º - Os títulos e valores mobiliários classificados na categoria referido no art. 1º, inciso I, bem como os instrumentos financeiros derivativos de que trata o art. 2º, devem ser ajustados diariamente, pelo valor de mercado, computando-se a valorização ou a desvalorização em contrapartida à adequada conta de receita ou despesa, no resultado do período.”

“Art. 4º - Os títulos e valores mobiliários classificados na categoria referido no art. 1º, inciso II, devem ser se 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)

[48] “Art. 3º (...)

§ 1º - Para fins do ajuste previsto no caput, a metodologia de apuração do valor de mercado é de responsabilidade 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)

[49] “Art. 7º - A reavaliação quanto à classificação dos títulos e valores mobiliários, de acordo com os critérios previstos no art. 1º, deve ser efetuada imediatamente, caso constatada alteração nos parâmetros constantes no art. 1º, § 2º, devendo ser observados os seguintes procedimentos:

I – na transferência da categoria títulos para negociação para a categoria títulos mantidos até o vencimento, não será admitido o estorno dos valores já computados no resultado decorrentes de ganhos ou perdas não realizados;

II – na transferência da categoria títulos mantidos até o vencimento para a categoria títulos para negociação, os ganhos e perdas não realizados devem ser reconhecidos imediatamente no resultado do período.

§ 1º - A transferência da categoria títulos mantidos até o vencimento para a categoria títulos para negociação somente poderá ocorrer por motivo não previsto, ocorrido após a data da classificação, de modo a não descaracterizar a intenção e capacidade financeira evidenciada nos termos do art. 1º, § 2º, quando da classificação nessa categoria.

§ 2º - Deve permanecer à disposição do Banco Central do Brasil a documentação que servir de base para a reclassificação, devidamente acompanhada de exposição de motivos da instituição administradora.

Art. 8º - As perdas de caráter permanente com títulos e valores mobiliários classificados na categoria títulos mantidos até o vencimento devem ser reconhecidos imediatamente no resultado do período, observado que o valor ajustado em decorrência do reconhecimento das referidas perdas passa a constituir a nova base de custo.

Parágrafo único – Admite-se a reversão das perdas mencionadas no caput desde que por motivo justificado subsequente ao que levou ao seu reconhecimento, limitada ao custo de aquisição, acrescida dos rendimentos auferidos;

Art. 9º - É obrigatória a divulgação, em notas explicativas às demonstrações financeiras do fundo, de informações que abranjam, no mínimo, os seguintes aspectos:

I – relativos a cada categoria de classificação prevista no art. 1º:

- a) o montante, a natureza e as faixas de vencimento;
- b) os valores de custo e de mercado, segregados por tipo de título, bem como os parâmetros utilizados na determinação desses valores;
- c) o montante dos títulos reclassificados, o reflexo no resultado e os motivos que levaram à reclassificação;
- d) a declaração sobre a intenção do investidor e a capacidade financeira de a instituição administradora manter até o vencimento os títulos classificados na categoria títulos mantidos até o vencimento;

II – informações qualitativas e quantitativas relativas aos instrumentos financeiros derivativos destacados:

- a) política de utilização;
- b) objetivos e estratégias de gerenciamento de riscos, particularmente, a política de *hedge*;
- c) riscos associados a cada estratégia de atuação no mercado, controles internos e parâmetros utilizados para o gerenciamento desses riscos e os resultados obtidos em relação aos objetivos propostos;
- d) critérios de avaliação e mensuração, métodos e premissas significativas aplicados na apuração do valor de mercado;
- e) valores registrados em contas de ativo, passivo e compensação segregados, por categoria, risco e estratégia de atuação no mercado, bem como aqueles com o objetivo de *hedge* e de negociação;
- f) valores agrupados por ativo, indexador de referência, contraparte, local de negociação (bolsa ou balcão) e faixas de vencimento, destacados os valores de referência, de custo, de mercado e em risco da carteira;
- g) ganhos e perdas no período;
- h) principais transações e compromissos futuros objeto de *hedge* de fluxo de caixa, destacados os prazos para o previsto reflexo financeiro;
- i) valor e tipo de margens dadas em garantia.

Art. 10 – As instituições devem manter à disposição do Banco Central do Brasil os relatórios que evidenciem, de forma clara e objetiva, os procedimentos previstos nesta circular.

Parágrafo único – Verificada impropriedade ou inconsistência nos processos de classificação e de avaliação, o Banco Central do Brasil poderá determinar a reclassificação dos títulos e valores mobiliários e dos instrumentos financeiros derivativos, com o consequente reconhecimento dos efeitos nas demonstrações financeiras, na forma dos arts. 2º e 3º.

Art. 11 – Os ajustes decorrentes da aplicação dos critérios estabelecidos nesta circular devem ser registrados em contrapartida à adequada conta de despesa ou receita no resultado do período.

Parágrafo único – Os ajustes decorrentes da aplicação dos critérios estabelecidos nesta circular comparativamente àqueles exigidos na regulamentação até então vigente, devem ser objeto de divulgação em notas explicativas às demonstrações financeiras, evidenciados, de forma comparativa, o seu montante e os efeitos no resultado.”

[50] Circular nº 3.086:

“Art. 12- ~~(copiar...)~~ Esta circular entra em vigor na data de sua publicação, admitindo-se que o enquadramento às suas disposições seja efetuado até 30 de junho de 2002.

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.”

Circular nº 3.096:

Art. 12- ~~(copiar...)~~ Esta circular entra em vigor na data de sua publicação, admitindo-se que o enquadramento às suas disposições seja efetuado até 30 de setembro de 2002.

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.”

[51] “Art. 1º - É admitido aos fundos de investimento financeiro, aos fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento e aos fundos de investimento no exterior, não enquadrados nas condições estabelecidas no art. 2º da Instrução CVM nº 365, de 29 de maio de 2002, o registro de títulos e valores mobiliários na categoria títulos mantidos até o vencimento, desde que haja capacidade financeira do fundo de mantê-los em carteira até o vencimento, e atendam, cumulativamente, às seguintes condições:

I - apresentem prazo de vencimento a decorrer limitado a 365 dias;

II – tenham remuneração pós-fixada contratada com base na taxa SELIC ou na taxa de depósitos interfinanceiros (DI), admitindo o atendimento dessa condição mediante a utilização de instrumentos financeiros derivativos.”

[52] Dispositivo transcrito no item 7.

[53] Veja-se o que diz o Voto do Bacen que propôs a edição da Circular 3.086:

“Em 21 de julho de 1995, foi editada a Resolução 2.183, que autorizou a constituição e o funcionamento de fundos de investimento financeiro e de fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento. Dentre as principais medidas então adotadas, referida resolução estabeleceu a obrigatoriedade da adoção do critério de avaliação dos ativos integrantes da carteira dos fundos pelo seu valor de mercado, de acordo com regulamentação baixada pelo Banco Central do Brasil.” (grifou-se)

[54] Esclarecimentos da área técnica da CVM às fls. 124.