

## Sessão de Julgamento do Processo Administrativo

### Sancionador CVM nº RJ2003/5509

**Acusados:** Banco do Estado do Rio Grande do Sul S/A

João Emílio Gazzana

**Ementa:** Os 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 nº 365, de 29/05/02.

**Decisão:** Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da CVM, com base na prova dos autos e na legislação aplicável, decidiu, por maioria de votos, vencidos a diretora-relatora e o diretor Wladimir, que propunham a aplicação de penas de multas pecuniárias, absolver o Banco do Estado do Rio Grande do Sul S/A e o senhor João Emílio Gazzana da acusação de infração ao disposto nas Circulares BACEN nºs 3.086/02, art.3º, caput, e 2.654/96, art. 2º.

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

Proferiu defesa oral o doutor Almir da Costa Barreto.

Presente à sessão de julgamento a doutora Alessandra Bom Zanetti, representante, na CVM, da Procuradoria Federal Especializada.

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

Rio de Janeiro, 24 de junho de 2005.

Norma Jonssen Parente

Diretora-Relatora

Pedro Oliva Marcilio de Sousa

Relator do Voto Vencedor

Marcelo Fernandez Trindade

Presidente da Sessão de Julgamento

### PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ 2003/5509

INDICIADOS: Banco do Estado do Rio Grande do Sul S/A

João Emílio Gazzana

RELATORA: Norma Jonssen Parente

### RELATÓRIO

Dos fatos

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

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

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

4. Com base no Relatório de Inspeção CVM/SFI/GFE-1/Nº 027/02 realizada no FIF Banrisul Curto Prazo, FIF Banrisul – VIP I, FIF Banrisul Automático, FIF Banrisul Master, FIF Banrisul Super, Banrisul Top FIF, Banrisul Porto Seguro FIF e Banrisul Gre-Nal FIF, fundos administrados pelo Banco do Estado do Rio Grande do Sul, que apresentaram rentabilidade negativa em 31.05.2002, que variou de 1,48% a 3,83%, a Superintendência de Relações com Investidores Institucionais – SIN verificou o seguinte (fls. 16 a 32):

a) com a edição da Instrução CVM Nº 365/2002, o banco realizou todo o ajuste dos títulos na data de 31.05.2002, adotando metodologia de precificação dos títulos com base na estrutura a termo de taxas de juros da ANDIMA, mantendo-a até 21.06.2002, e, a partir dessa data, passou a utilizar o PU da Resolução 550, como estrutura de juros para precificar as LFT's, uma vez que refletia os preços das negociações diárias dos referidos títulos de forma mais ampla que a amostra utilizada pela ANDIMA;

b) as rentabilidades negativas experimentadas pelos fundos em 31.05.2002, em relação aos valores das quotas do dia anterior, foram originadas pelas despesas de provisão constituídas para ajustar o preço das LFT's, que representavam parcela significativa do ativo total dos fundos, aos preços de mercado;

c) somente a partir de 31.05.2002 as LFT's das carteiras dos fundos passaram a ser marcadas a mercado, permanecendo esse critério até 21.06.2002 quando passou a precificar as LFT's de acordo com os valores divulgados na tabela dos preços de lastro de títulos públicos federais (PU da Resolução 550);

d) em 29.05.2002 não era reconhecido o deságio na apuração do preço de mercado (PU utilizado pelo administrador era sempre superior ao divulgado pela ANDIMA, para vários vencimentos futuros, de 2003 a 2006), contrariando o que determinava a Circular nº 3.086, enquanto que em 31.05.2002 foi reconhecido um deságio muito próximo ao valor divulgado pela ANDIMA;

e) até 29.05.2002, uma mesma LFT possuía diferentes valores de mercado dependendo da carteira do fundo onde se encontrava e em 31.05.2002 passou a ter o mesmo valor que ficou muito próximo ao divulgado pela ANDIMA, demonstrando que houve uma mudança no critério de apuração de valor de mercado dos títulos;

f) ficou, portanto, evidenciado que as desvalorizações ocorridas em 31.05.2002 foram ocasionadas pela marcação a mercado das carteiras de LFT's e que em 29.05.2002 não foi reconhecido o deságio na apuração do preço de mercado;

g) o administrador deixou ainda de observar os regulamentos dos próprios fundos que estabeleciam expressamente que as quotas deviam ter o seu valor calculado diariamente com base em avaliação patrimonial que considerasse o valor de mercado dos seus ativos

5. Diante disso, a SIN concluiu que restou evidenciado que as desvalorizações das quotas dos fundos em 31.05.2002 foram ocasionadas pela marcação a mercado das LFT's e que em 29.05.2002 não foi reconhecido o deságio na apuração do preço de mercado e que a partir de 21.06.2002 o administrador passou a utilizar procedimento para apurar o valor de mercado que não era válido, bem como deixou de observar o regulamento dos próprios fundos.

6. Assim, à luz dos fatos apurados, por entender que houve infração ao disposto no artigo 3º, caput, da Circular nº 3.086/2002 e no artigo 2º da Circular nº 2.654/96, ambas do Banco Central do Brasil, e no artigo 1º, parágrafo 1º, inciso II, da Resolução nº 2.183/95 do Conselho Monetário Nacional, a SIN apresentou Termo de Acusação (fls. 01 a 14) para o fim de responsabilizar o Banco do Estado do Rio Grande do Sul S/A, na qualidade de administrador dos fundos mencionados, bem como seu diretor e responsável técnico, Sr. João Emílio Gazzana, pela avaliação das LFT's por critério diferente de valor de mercado em 29.05.2002 e posteriormente a 21.06.2002.

7. Devidamente intimados (fls. 125 a 128), os acusados apresentaram suas razões de defesa.

Das razões de defesa

8. O Banco do Estado do Rio Grande do Sul S/A (fls. 133 a 157) e o Sr. João Emílio Gazzana (fls. 221 a 247) apresentaram as seguintes razões de defesa:

a) o termo de acusação, ao mencionar que as pessoas a quem são atribuídas as responsabilidades ficam sujeitas às penalidades previstas no artigo 11 da Lei nº 6.385/76, não apenas inviabiliza a defesa, como também obriga à apresentação de uma defesa genérica;

b) a legislação determina que as cotas dos fundos devem ter seus valores calculados diariamente com base na avaliação patrimonial que considere o valor de mercado dos ativos financeiros integrantes da carteira com a finalidade de estabelecer equilíbrio das relações entre os investidores, tanto de quem efetua aportes ao fundo, quanto de quem resgata suas aplicações;

c) a Circular nº 1.922/91, que primeiro regulou a contabilização dos ativos integrantes dos fundos, embora tenha fixado que o patrimônio líquido deveria ser apurado diariamente de modo a expressar a sua real situação, não estabeleceu qualquer critério específico para a sua apuração, exceto no caso de ações que tivessem sido negociadas em bolsa de valores;

d) a Circular nº 2.594/95 que regulamentou a Resolução nº 2.183/95 manteve as regras da Circular nº 1.922 e o mesmo ocorreu com a edição da Circular nº 2.616/96 que revogou a Circular nº 2.594;

e) a Circular nº 2.654/96 dispôs que os ativos integrantes das carteiras dos fundos deveriam ser registrados pelo valor efetivamente pago e ajustados, diariamente, ao valor de mercado, reconhecendo-se contabilmente a valorização ou a desvalorização verificada, mas deixou de especificar qualquer método para a identificação do valor de mercado dos ativos, exigindo somente que os documentos que servissem de base ao atendimento da exigência ficassem à disposição dos quotistas e do Banco Central;

f) somente a Circular nº 3.086/2002 definiu critérios para a apuração do valor dos ativos dos fundos de investimento, atribuindo à instituição administradora a responsabilidade de adotar método com base em critérios consistentes e passíveis de verificação, que levassem em conta a independência na coleta de dados em relação às taxas praticadas em suas mesas de operação;

g) dado que os procedimentos haveriam de ser diferenciados, foi fixado um prazo de adaptação dos critérios eventualmente distintos pelas instituições administradoras, inclusive pela volatilidade no valor das quotas dos fundos por força da introdução de novos métodos de valoração, que não se destinava apenas aos fundos com um único quotista, mas também aos fundos de varejo;

h) caso tivesse sido o desejo do legislador destinar o prazo somente para os fundos exclusivos, seria necessário que a Circular nº 3.086 fizesse menção expressa;

i) a antecipação da aplicação dos novos procedimentos pela Instrução CVM Nº 365/2002 referia-se a todos os fundos, de varejo e exclusivos, pois, do contrário, não haveria motivo para a fixação da data, bastando aplicar as regras vigentes;

j) com o prazo concedido permitindo o ajuste gradual, ensejou-se que um mesmo título, de igual vencimento, apresentasse preços diferentes até que o processo de ajuste do mercado se completasse, como se acreditava na época, convergindo para um mesmo preço até a data limite fixada;

k) a Circular nº 3.086 passou a definir novos procedimentos de marcação a mercado, inclusive para a LFT, mas a idéia, de que operações com característica de hedge – e a LFT é um título com hedge natural – não necessitavam ser marcadas, de alguma forma continuava presente no normativo;

l) com a edição da Instrução CVM Nº 375/2002, a CVM resolveu amenizar as exigências até então existentes, evidenciando o reconhecimento de que a LFT é um título com características distintas, ao tornar optativa a sua marcação a mercado, bem como de outros títulos pós-fixados remunerados pelo CDI, desde que tivessem prazo não superior a 365 dias e houvesse comprovada capacidade financeira do fundo em manter os títulos até o vencimento;

m) os deságios que ocorreram nas LFT's a partir de abril de 2002, independentemente da vontade dos administradores de recursos de terceiros, foram os responsáveis pela desvalorização das quotas em 31.05.2002 e não resultaram de qualquer descumprimento das normas, sendo que a rentabilidade das quotas dos fundos apresentada no período espelhou mais o prazo e a proporção de LFT's em carteira do que propriamente a metodologia de apuração do preço unitário dos títulos;

n) a Circular nº 3.086, em seu artigo 3º, não proibia a utilização dos PU's da 550 como parâmetro para preços de

ativos integrantes das carteiras dos fundos de investimento, notadamente as LFT's; essa proibição existia na Carta-Circular nº 2.929/2000, mas como foi revogada pela Circular nº 3.086, sua utilização a partir de 21.06.2002 não pode ser considerada infração;

o) ademais, o Relatório de Inspeção reconhece que a tabela de preços de lastro de títulos públicos federais divulgada pelo Banco Central (PU 550) é uma fonte de informação pública e a única fonte de informações que não sofre questionamentos quanto à sua utilização;

p) no caso das LFT's, as tabelas de preços PU da Resolução 550, divulgadas pelo Banco Central, incorporam ágios e deságios vigentes no mercado, tanto que, no momento em que o Banrisul efetuou a troca em 21.06.2002 da referência ANDIMA pelo PU da Resolução 550, os preços da Resolução 550 situavam-se em patamar mais conservador, ou seja, PU's mais baixos do que aqueles divulgados pela ANDIMA;

q) assim sendo, o PU da Resolução 550 pode ser visto como compatível do ponto de vista da Circular nº 3.086, não tendo ocorrido qualquer irregularidade.

É o Relatório.

Norma Jonssen Parente

Diretora Relatora

#### **Manifestação de Voto do Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa, na Sessão de Julgamento do dia 24 de junho de 2005 – Voto Vencedor.**

1. Trata o presente processo administrativo, à semelhança de diversos outros instaurados por esta CVM, de mais um caso do que se convencionou chamar de "crise da marcação a mercado" verificada na indústria de fundos de investimento durante o primeiro semestre de 2002.
2. A partir do Termo de Acusação de fls.01/14, constato que oito FIFs do Banrisul apresentaram, em 31.05.02, rentabilidade negativa oscilando entre 1,48% até 3,83%. As composições das carteiras apresentavam, no geral, percentuais de 70% a 90% em LFTs, sendo que num dos casos (FIF Banrisul – Porto Seguro) era de 100%. Até a data de 29.05.02, a instituição contabilizava as LFTs pelo custo de aquisição acrescido dos rendimentos auferidos ("curva do papel").
3. A instituição informou que vinha desenvolvendo metodologia para marcação a mercado dos ativos que compunham as carteiras de seus Fundos, em consonância com o prazo estabelecido pelas Circulares BACEN de nº 3.086/02 e 3.096/02. Acrescentou ainda que, com a edição da Instrução CVM nº 365/02, o Banrisul realizou todo o ajuste dos títulos na data de 31.05.02, adotando metodologia de registro dos ativos com base na estrutura a termo de taxas de juros da ANDIMA.
4. Tal método foi mantido até 21.06.02, e a partir desta data o Banrisul passou a adotar na avaliação das LFTs, por curto período, o método de precificação de operações compromissadas divulgado pelo BACEN, estabelecido na Resolução nº 550 ("PU da 550"). O Banrisul justifica este ato por dois argumentos: (i) a vedação de uso do PU da 550 para tal fim, contida na Carta-Circular nº 2.929/00, não mais existia desde a edição da Circular nº 3.086/02, que revogara o outro normativo, e; (ii) dadas as suas características, o PU da 550 pode ser visto como compatível com as metodologias de preço estabelecidas no art.3º, § 1º, incisos I, II e III, da Circular nº 3.086/02.
5. Assim, a acusação formulada compreende dois elementos: (i) constatação de que os Fundos administrados pelo Banrisul somente passaram a utilizar método de marcação a mercado a partir de 31.05.02, e; (ii) mudança de metodologia de contabilização a partir de 21.06.02, quando o Banrisul adotou por referência o PU da 550.
6. No que se refere à imputação de descumprimento das regras de marcação a mercado no período anterior a 29.05.02, meu entendimento é público, conforme minhas manifestações de voto nos Processos Administrativos Sancionadores RJ 2003/5058 e RJ 2003/7697, quando votei pela absolvição dos indiciados. Não há, neste processo, qualquer diferença nessa imputação que justifique a modificação de meu posicionamento.
7. Para a imputação de não cumprimento da Circular BACEN nº 3.086/02 no período posterior a 21.06.02, eu gostaria de tecer as seguintes considerações, também discutidas nos votos nos processos acima:
  - a. o PU da 550 talvez não seja um bom referencial para a determinação do valor dos títulos públicos

federais, dado que ele é apurado unilateralmente pelo Banco Central, que entre outras coisas, leva em consideração questões de Política Monetária;

- b. nada obstante, devo reconhecer que este método tende a se aproximar do valor de mercado e é apurado por instituição independente dos fundos de investimento ou dos seus administradores, aproximando-se assim do que exige o art.3º, § 1º, II, da Circular BACEN nº 3.086/02;
  - c. à época de sua adoção pelos Fundos administrados pelo Banrisul, é fato que o PU da 550 apresentava, para alguns vencimentos das LFTs, valores inferiores à taxa indicativa da Andima.
8. Gostaria ainda de adicionar que, posteriormente à adoção do PU da 550 e independentemente de provocação da CVM, o Banrisul voltou a utilizar a metodologia da Taxa Indicativa da Andima em seus Fundos e, da mesma forma, comunicou à CVM a adoção do PU da 550 no período posterior a 21.06.02, o que para mim demonstra que inexistiu má-fé nas condutas praticadas pela instituição.
  9. Pelo exposto, meu Voto é pela absolvição dos indiciados de todas as imputações que lhes foram formuladas no presente Processo.

Rio de Janeiro, 24 de junho de 2005.

Pedro Oliva Marcilio de Sousa

Diretor

**Voto proferido pelo Diretor Sergio Weguelin, na Sessão de Julgamento do dia 24 de maio de 2005.**

Senhor presidente, mantenho o entendimento que tenho manifestado nas sessões de julgamentos de casos semelhantes ao ora julgado de que a Circular BACEN nº 3.086/02 estabeleceu os critérios e um prazo para que as instituições efetuassem as marcações a mercado.

Acompanho ainda o entendimento do diretor Pedro Marcílio relativo ao desvio apresentado pelo PU da 550 após 21 de junho de 2002 e também voto pela absolvição dos acusados.

Sergio Weguelin

Diretor

**Voto proferido pelo Diretor Wladimir Castelo Branco Castro, na Sessão de Julgamento do dia 24 de junho de 2005.**

Senhor presidente, acompanho o voto da diretora-relatora no que se refere às suas conclusões, com exceção da penalidade aplicada, que proponho seja de multa pecuniária nos valores de R\$ 50.000,00 para o Banco do Estado do Rio Grande do Sul S/A e de R\$ 10.000,00 para o senhor João Emílio Gazzana.

Com relação aos fundamentos, senhor presidente, adoto os mesmos que já apresentei recentemente em votos manifestados nas sessões de julgamento dos processos administrativos do Banco Nossa Caixa (RJ2003/5596) e do Banco da Amazônia (RJ2003/5058), que são, em tese, muito semelhantes ao processo ora relatado pela diretora Norma Parente.

Wladimir Castelo Branco Castro

Diretor

**Voto proferido pelo presidente da sessão, Marcelo Fernandez Trindade, na Sessão de Julgamento4 do dia 24 de junho de 2005.**

## **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.

17. 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

18. Estava então o Banco Central do Brasil, em fevereiro de 2002<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).

19. 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.

20. 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.

21. 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<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<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 excluíam a adoção do método da "curva do papel"<sup>4</sup> determinando 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.

22. 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).<sup>5</sup>

#### Antecipação da vigência e acusação

23. 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.

24. Por força disto, muitos dos fundos que detinham posições em LFTs, como os Fundos FIF Banrisul Curto Prazo, FIF Banrisul – VIP I, FIF Banrisul Automático, FIF Banrisul Máster, FIF Banrisul Super, Banrisul Top FIF, Banrisul Porto Seguro FIF e Banrisul Gre-Nal FIF, administrados pelo Banco do Estado do Rio Grande do Sul 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).

25. Por conta disto, a primeira acusação que ao Banco do Estado do Rio Grande do Sul 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*".

26. Adicionalmente, tendo em vista que a partir de 21.06.2002 o Banco do Estado do Rio Grande do Sul S.A., na qualidade de administrador de tais fundos, passou a utilizar os valores divulgados na tabela de preços de lastro de títulos públicos federais ("PU da Resolução 550") para marcar a mercado os títulos constantes das carteiras dos fundos, acabou sendo também indiciado pelo descumprimento 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 (...) posteriormente a 21.06.2002*".

## II – DECISÃO

### Preliminares

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

28. 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.

29. 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*".

30. A regulamentação indviduosamente 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 em 29 de maio de 2002 e no período posterior a 21.06.2002 — período dos fatos narrados no Termo de Acusação — é, a meu ver, a única regra cuja violação pode ser examinada nestes autos.

### Mérito

31. 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.

32. 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?

33. 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?

34. 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?

35. 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<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.

36. 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 — adaptem-se, contraria a própria regra que previa tal prazo.

37. 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.

38. 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"

39. 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.

40. 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.

41. 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 atingido essa consciência** ."

42. 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 proíbe." (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 ed. Editora Atlas, 1999, p. 37).

43. 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).

44. Também assim o Superior Tribunal de Justiça:

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

45. 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>7</sup>.

46. 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 3.086/02.

47. 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.

48. 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 ousou 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.

49. Finalmente, quanto à imputação de descumprimento da Circular BACEN nº 3.086/02 no período posterior a 21.06.02, acompanho os fundamentos expostos no voto do Diretor Pedro Oliva Marcílio de Souza, notadamente quanto à forma independente de apuração do PU da Resolução 550, bem como acerca de sua importância na época como importante referencial para a precificação das LFTs. Todavia, entendo necessário tecer breves comentários acerca da boa-fé dos Indiciados no presente caso.

50. A imputação formulada no Termo de Acusação referente ao período posterior a 21.06.2002 (fls. 11) baseou-se em resposta ao Ofício/CVM/SIN/GII/N. 04/2002, enviada pelo próprio Banrisul, pela qual, além de tratar acerca da rentabilidade negativa em 31.05.2002, também informou a CVM que *"a partir desta data o Banrisul passou a utilizar o PU da Resolução 550, como estrutura de juros para precificar as LFTs, uma vez que reflete os preços das negociações diárias dos referidos títulos, referencial mais amplo que a amostra utilizada pela ANDIMA"* (fls. 10).

51. Note-se que o Ofício enviado pela CVM aos administradores de fundos selecionados pelo critério de amostragem adotado pela área técnica, solicitava esclarecimentos *"a respeito dos Fundos selecionados em razão de terem apresentado rentabilidades negativas em 31 de maio de 2002"*, tendo os Indiciados, agindo em boa-fé, informado também a CVM sobre o critério adotado a partir de 21.06.2002.

52. Adicionalmente, após a adoção do PU da Resolução 550 e, frise-se, independentemente da atuação da CVM, o Banrisul voltou a utilizar a metodologia da Taxa Indicativa da Andima nos fundos sob sua administração.

53. 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 dos fatos narrados na acusação (29 de maio de 2002 e o período posterior a 21 de junho 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).

54. No mérito, pelas razões expostas, voto pela absolvição dos indiciados quanto à imputação restante, de descumprimento do art. 3º da Circular 3.086/02 em 29.05.2002, bem como posteriormente à 21.06.2002.

É o meu voto.

Rio de Janeiro, 20 de junho de 2005.

Marcelo Fernandez Trindade

1 Relembre-se que a Lei nº 10.303/01, que transferia a competência para a supervisão de tais fundos para a CVM, somente entrou em vigor no começo de abril de 2002.

2 A Resolução CMN nº 2.931/02 alterou o art. 2º da Resolução CMN nº 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 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 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 de 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 CVM nº 32/99, julgado em 05 de dezembro de 2001.

## VOTO

**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. 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.

2. 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 (FLEX), 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

3. 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.

4. 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)*

5. 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)*

6. 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>1</sup>.

7. Posteriormente, na Circular nº 2.654 de 17.01.96, o Banco Central, ao visitar 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).*

8. 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." (grifou-se)*

9. Exceção à marcação à mercado foi introduzida pela Circular nº 3.086<sup>2</sup> 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:

*"Art. 4º. Os títulos 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)*

10. 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)<sup>3</sup>;
- b. determinou no parágrafo 1º do artigo 3º<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)<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<sup>6</sup>

11. 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.

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

13. 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**

14. 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**

15. 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.

16. 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**

17. 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**

18. 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.

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

20. 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.

21. 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.

22. 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.

IIV – 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**

23. A legislação, desde 1995, em nenhum momento permitia a marcação pela curva. Ao contrário, obrigava a marcar a mercado<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.

24. 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.

25. 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.

26. 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**

27. 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.

28. 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**

29. 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.

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

31. 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<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.

32. 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. (iii) 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.

33. 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.

34. 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.

35. 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."*

36. 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."*

## **VII – Aplicação das normas ao caso concreto**

37. Dentre os irregulares, incluem-se os fundos FIF Banrisul Curto Prazo, FIF Banrisul – VIP I, FIF Banrisul Automático, FIF Banrisul Master, FIF Banrisul Super, Banrisul Top FIF, Banrisul Porto Seguro FIF e Banrisul Gre-Nal FIF. A variação negativa das quotas de 1,48% a 3,83% verificada em 31.05.2002 revela que até 29.05.2002 o Banco

do Estado do Rio Grande do Sul não avaliava as LFTs ao preço de mercado, conforme determinava a Circular 3.086, e sim pelo custo corrigido, tanto que em 29.05 uma mesma LFT, de igual vencimento, possuía diferentes valores de mercado dependendo da carteira do fundo onde se encontrava e em 31.05 passou a ter o mesmo valor.

38. Ora, não é verdade que o prazo de adaptação estabelecido pela Circular 3.086 se referia a todos os fundos, uma vez que a obrigação de marcação a mercado para os FIFs e FAQs sempre existiu e não podia estar sujeita a prazo em havendo diferença significativa com os valores da curva, já que as quotas deviam ser calculadas diariamente e refletir sempre o valor de mercado.

39. Por outro lado, ainda que os valores divulgados na tabela dos preços de lastro de títulos públicos federais (PU da Resolução 550) se baseassem numa fonte pública de informação, não mais poderia ser utilizada como o fez o Banco a partir de 21.06.2002 para apurar o valor de mercado das LFTs, voltando dessa forma a descumprir novamente as normas vigentes.

40. Se não fossem suficientes os diversos normativos já citados, o próprio regulamento dos fundos, em seu artigo 9º ou 10, dependendo do fundo, deixou de ser observado, conforme se verifica de seus termos:

*"As quotas do FUNDO terão seu valor calculado diariamente, com base em avaliação patrimonial que considere o valor de mercado dos ativos financeiros integrantes da carteira, de acordo com o contido no Artigo 7º (ou 8º) deste Regulamento e nas normas e procedimentos do COSIF.*

41. O fato de a desvalorização dos ativos só ter se refletido na quota no dia 31.05.02 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).*

42. Quanto à alegação de que ao mencionar que as pessoas a quem são atribuídas as responsabilidades ficam sujeitas às penalidades previstas no artigo 11 da Lei nº 6.385/76, o termo de acusação não prejudicou a defesa, uma vez que é atribuição de quem julga definir as penas quando do julgamento e não de quem acusa.

43. 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 prejuízos a seus investidores e ao mercado.

44. Pelo exposto, há que se concluir que, como não houve com a edição da Instrução 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.

45. 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.

46. É imprescindível que aquele que cuida de recursos do público investidor, como é o caso do administrador de fundo de investimento, tenha responsabilidades ainda 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 dos fundos FIF Banrisul Curto Prazo, FIF Banrisul – VIP I, FIF Banrisul Automático, FIF Banrisul Master, FIF Banrisul Super, Banrisul Top FIF, Banrisul Porto Seguro FIF e Banrisul Gre-Nal FIF foi efetuada por critério diferente do valor de mercado até 29.05.2002, bem como a partir de 21.06.2002, e que, portanto, o seu patrimônio não evidenciava marcação a mercado, proponho a aplicação da pena de multa de R\$500.000,00 ao Banco do Estado do Rio Grande do Sul S/A e de R\$100.000,00 a João Emílio Gazzana, prevista no artigo 11, inciso II, c.c. o parágrafo 1º, inciso I, da Lei nº 6.385/76, por 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.

É o meu **VOTO**.

Rio de Janeiro, 24 de junho de 2005.

Norma Jonssen Parente

Diretora-Relatora