

Acusados: Banco Safra S/A

José Marcos Teixeira Costa Araújo

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 CVM nº 365, de 29/05/02".

Decisão: Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, com base na prova dos autos e na legislação aplicável, por maioria de votos, vencidos os diretores Norma Jonssen Parente e Wladimir Castelo Branco, que votaram pela aplicação de penas de multas pecuniárias, e recorrendo ao voto de Minerva proferido pelo PTE, em virtude do empate ocorrido, decidiu absolver o Banco Safra S/A e o senhor José Marcos Teixeira Costa Araújo, afastando, preliminarmente, as acusações de violação das normas da Circular BACEN nº 2.654/96, que não mais vigoravam nas datas dos fatos narrados, 28 e 29 de maio de 2002, e de descumprimento do art. 1º, § 1º, inciso II, da Resolução CMN nº 2.183/95, por entender tratar-se de norma destinada ao Banco Central do Brasil, órgão regulador à época, e, no mérito, afastar a imputação de descumprimento do art. 3º da Circular BACEN nº 3.086/2002.

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 Danilo Alves Corrêa Filho, representante da Procuradoria Federal Especializada na CVM.

Participaram do julgamento os diretores Norma Jonssen Parente, Pedro Oliva Marcílio de Sousa, Wladimir Castelo Branco Castro e o presidente da CVM, doutor Marcelo Fernandez Trindade, relator e presidente da sessão.

Rio de Janeiro, 27 de junho de 2005.

Marcelo Fernandez Trindade

Relator

Processo CVM nº RJ 2002/12312

Indiciados: Banco Safra S.A.

Relator: José Marcos Teixeira Costa Araújo
Marcelo Fernandez Trindade

RELATÓRIO

DA ORIGEM DO PRESENTE INQUÉRITO ADMINISTRATIVO

1. Em 29.05.2002, a Comissão de Valores Mobiliários – CVM baixou a Instrução CVM nº 365/02, a qual dispôs sobre os critérios para registro e avaliação contábil de ativos financeiros constantes de carteiras dos fundos de investimento financeiro, fundos de aplicação em cotas de fundos de investimento e fundos de investimento no exterior.
2. Observou-se que, nos dias seguintes à entrada em vigor da Instrução CVM nº 365/02, uma parcela significativa dos fundos de investimento apresentou expressiva redução de sua rentabilidade, ocasionando redução do valor de suas cotas, com impacto direto no patrimônio de seus cotistas, avaliado a preços de mercado.
3. A Superintendência de Fiscalização da CVM, com a colaboração do Departamento de Supervisão Direta do BACEN - Banco Central do Brasil, ao amparo do Convênio celebrado entre as Autarquias, criado pela Decisão-Conjunta CVM/ BACEN n.º 10, de 02.05.2002, executou um trabalho, que teve como objetivo identificar e analisar as causas dessas perdas, verificando se as mesmas decorreram de algum tipo de procedimento conflitante com as normas vigentes no período.
4. A análise ateu-se aos fundos de varejo de perfil conservador que, em abril de 2002, correspondiam a aproximadamente 55% do patrimônio consolidado dos fundos de renda fixa ativos. Desse universo, foram selecionados para exame os fundos que apresentaram rentabilidade diária negativa mais expressiva.
5. Complementando a amostra examinada, foram selecionados fundos de investimento que negociaram Letras Financeiras do Tesouro Nacional (LFT's) em operações definitivas de compra e venda com deságio fora da faixa indicada pela Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto - ANDIMA e resultado financeiro superior a R\$ 100 mil. Também foram objeto de exame, os fundos que apresentaram comportamento anormal de saques.

FUNDOS SELECIONADOS ADMINISTRADOS PELO BANCO SAFRA S.A.

6. O BANCO SAFRA SA foi intimado a prestar os esclarecimentos previstos nos ofícios CVM/SIN/GII/Nº 170/2002 (fl. 037), de 17 de junho de 2002, e CVM/SIN/Nº 025/2002 (fls. 041 e 042), de 11 de julho de 2002, a respeito de fundos por ele administrados que foram selecionados a partir da aplicação dos critérios acima explicados. Dessa forma foram observados os fundos EXECUTIVE FIF, SAFRAPREVPFIF FIF, SAFRA TÍTULOS PÚBLICOS DI FIF, SAFRAPREVPFIF GOLD FIF, JADE FIF, CARDEAL FIF e ITAPUÁ FIF.
7. Em sua resposta, o BANCO SAFRA SA informou que os fundos CARDEAL FIF, ITAPUÁ FIF, JADE FIF, SAFRAPREVPFIF FIF e SAFRAPREVPFIF GOLD FIF eram fundos exclusivos, sendo dessa forma excluídos do exame de rentabilidade para o qual foram selecionados.
8. Após analisar a carteira do fundo SAFRA TÍTULOS PÚBLICOS DI FIF e EXECUTIVE FIF, a área técnica apresentou o MEMO/SIN/GII-3/Nº 013/2003, concluindo, com base na documentação acostada nos autos e no relatório de inspeção CVM/SFI/GFE-1/Nº 028/02 (fls. 14 a 36), o seguinte:

- Os fundos CARDEAL FIF, ITAPUÃ FIF, JADE FIF, SAFRAPREVFIX FIF E SAFRAPREVFIX GOLD FIF são fundos exclusivos e, desta forma, foram excluídos da análise (fls. 24 e 151 a 153);
- Os fundos restantes sofreram queda apreciável em sua rentabilidade em 31/05/2002: EXECUTIVE FIF (-1,36%) e SAFRA TÍTULOS PÚBLICOS DI FIF (-1,06%) (fl. 43). Dessa forma foi investigada a razão para as quedas de tal monta;
- O exame da carteira do fundo SAFRA TÍTULOS PÚBLICOS DI FIF em 29 e 31 de maio de 2002 revela que até a publicação da Instrução CVM n° 365, em 29/05/2002, o administrador vinha registrando pela curva a posição em títulos cambiais e swap a eles associados (NBC-E + SWAP DI x DOLAR) (fls. 34 e 207). Tal processo de valorização dos títulos era facultado pelo Art. 5° da Circular BACEN 3.086 de 15.02.2002;
- o administrador utilizava-se da prerrogativa prevista na Circular BACEN 3.086/02, não cabendo, portanto penalidade do ponto de vista administrativo. O SAFRA TÍTULOS PÚBLICOS DI FIF não possuía LFT em sua carteira;
- situação semelhante foi verificada no fundo EXECUTIVE FIF. Da perda total do dia (-1,36%), a maior contribuição (-1,227%) foi proveniente da nova forma de contabilização (a valor de mercado) dos títulos cambiais e dos swap a eles associados (fls. 32 e 203 a 206);
- no entanto, além da perda decorrente dos títulos cambiais e swaps associados pertencentes ao EXECUTIVE FIF, percebe-se que as LFT contidas na carteira também contribuíram para a rentabilidade negativa no dia. A contabilização (-0,152%) foi consideravelmente menor que a perda total (-1,360%), mas sua análise isolada mostra que as LFT foram reajustadas no dia 31.05.02 em -4,403%;
- o exame da composição da carteira do fundo em 28, 29 e 31.05.2002 permitiu que se identificassem as metodologias de avaliação de seus ativos empregados pelo administrador antes e após a publicação da Instrução CVM n° 365. Relativamente à avaliação das LFT até 29.05.2002, inclusive, adotando-se como referência de mercado a ANDIMA, mesma fonte de parâmetros de mercado utilizada pelo administrador após aquela data, a comparação entre os PU de registro destes ativos com os PU divulgados pela associação mostra que o conjunto destes títulos apresentava um saldo financeiro cerca de 3% superior ao seu valor de mercado; e
- isso demonstraria que o administrador não vinha procedendo o ajuste a mercado da carteira de LFT do fundo, contrariando as normas em vigor naquele período. Já em 31.05.02, os PU de registro adotados pelo BANCO SAFRA SA na contabilização das LFT do fundo praticamente não apresentavam desvio em relação à mesma referência de mercado (ANDIMA).

9. Ao final conclui o memorando apresentado pela área técnica (fls. 209 a 211): " Em face ao exposto, pode-se concluir que o administrador BANCO SAFRA SA por não adotar, até a data de 29.05.02, inclusive, metodologia de marcação a mercado na avaliação das posições em LFT constantes da carteira do EXECUTIVE FIF, violou as determinações contidas no art. 3° da Circular BACEN 3.086/02, o art. 2° da Circular BACEN 2.654/1996 e o art. 1°, parágrafo 1°, inciso II, da Resolução 2.183/1995, com alteração dada pela Resolução 2.931/02, ambas do Conselho Monetário Nacional".

10. Tendo em vista o disposto no memorando acima relatado, foi apresentado Termo de Acusação em face do Banco Safra S.A. e do Diretor responsável pela administração de carteiras de valores mobiliários, o Sr. José Marcos Teixeira Costa Araújo, (fls. 1 a 13), o qual foi fundamentado da seguinte forma, aqui relatada de forma resumida:

- O exame da carteira do fundo SAFRA TÍTULOS PÚBLICOS DI FIF em 29 e 31/05/2002 teria revelado que até a publicação da Instrução CVM n° 365, em 29/05/2002, o administrador vinha registrando pela curva a posição em títulos cambiais e swap a ela associados. Tal prática não contrariava as normas vigentes à época e quando o administrador implantou a nova metodologia de avaliação desses ativos, as perdas ficaram evidenciadas. Além disso, constatou-se que esse fundo não possuía, na carteira, títulos públicos, como as LFTs, que poderiam ter afetado a rentabilidade naqueles dias;
- Em resposta ao Ofício/CVM/SIN/GII/Nº025/2002, o Banco, representado pelo Diretor responsável pela administração de carteiras de valores mobiliários, o Sr. José Marcos Teixeira Costa Araújo, alegou que as rentabilidades negativas foram motivadas pela marcação a valor de mercado no dia 31 de maio de 2002, em cumprimento à determinação contida na Instrução CVM n° 365 de 29 de maio de 2002, que, além de antecipar, de 30 de setembro para 31 de maio, o enquadramento aos critérios de avaliação determinados pela Circular BACEN n° 3086 de 15 de fevereiro de 2002 dos ativos componentes das carteiras dos fundos de investimento após significativas alterações mormente quanto à vedação da aplicação do disposto no Art. 5° da referida Circular." (fl. 046);
- o Art. 3° da Instrução CVM N° 365, ao vedar a adoção do procedimento previsto no Art. 5° da Circular BACEN 3.086, alterou a forma de contabilização dos ativos lá discriminados (operações de hedge e naquelas que possibilitem a prefixação das rendas). Esse fato explicaria a maior parte da desvalorização sofrida pela cota do fundo em 31 de maio de 2002. Entretanto, foi mencionada a parcela referente às LFTs da carteira, desvalorizadas em (-4,403%) de 29 para 31/05/2002, contribuindo, no entender da área técnica, com (-0,152%) para a queda de (-1,36%) do total da carteira no dia. (fl.032);
- a Circular Bacen 3.086 (com redação alterada pela Circular Bacen 3.096) não modificava as regras de contabilização dos ativos de todos os fundos. A faculdade de marcar-se os ativos "pela curva" só era estendida a fundos que preenchessem determinadas condições, incluindo a de o fundo de investimento ser destinado a um único investidor, condição não aplicável ao fundo EXECUTIVE FIF. Portanto, a antecipação da data de enquadramento, de 30/09/2002 para 31/05/2002, determinada pela Instrução CVM N° 365, não serviria como justificativa para a rentabilidade negativa observada nas LFTs em 31/05/2002, uma vez que a carteira do fundo deveria ser marcada a mercado com base nos normativos referidos no parágrafo 34;
- Com relação à metodologia de contabilização dos títulos adotada no período anterior à publicação da Instrução CVM n° 365/02, destaca-se, em resposta ao Ofício CVM/SFI/N° 099/02 (fl.166), o seguinte procedimento de registro dos ativos adotado pelo Banco Safra S.A.: "1. Até o início da vigência da Instrução CVM n° 365, de 29 de maio de 2002, os ativos componentes das carteiras dos fundos de investimento financeiro eram avaliados de acordo com as regras contidas na Circular Bacen 2.654 de 17 de janeiro de 1996, segundo as quais os ativos integrantes das carteiras eram registrados pelo valor efetivamente pago e ajustados diariamente, ao valor de mercado, reconhecendo-se contabilmente a valorização ou a desvalorização verificada. Obedecendo a esta determinação, os títulos mencionados em seu Ofício, por serem de emissão do Governo Federal, eram avaliados por seu custo de aquisição e ajustados pelo valor de mercado divulgado pelo Banco Central" (fl.168);
- Em e-mail de 24/01/2003 endereçado ao analista do BACEN Paulo Vilella, que estava colaborando com a CVM, o senhor Carlos Valentim, do BANCO SAFRA S.A., faz esclarecimentos adicionais quanto à forma de avaliação dos ativos: "LFT – Letras do Financeira do Tesouro (sic) – Pela curva de aquisição, ou seja, custo de aquisição, acrescidos dos rendimentos apropriados pelo regime de competência;" (fl. 193);
- Pelo exame da carteira do fundo EXECUTIVE FIF, dos dias 28, 29 e 31.05.2002, foi verificado que no dia 31 os PUs (Preço Unitário) das LFTs com vencimento em 2006 eram praticamente iguais aos PUs Andima. Nos dois dias anteriores, 28 e 29 de maio, entretanto, os PUs contábeis das LFTs com vencimento em 2006 superavam os respectivos PUs Andima por uma diferença entre 2,8% e 3,9%, indicando que as taxas de rentabilidade negativa registradas nesses títulos no dia 31 foram em grande parte consequência dessa diferença, entre os PUs Andima e os PUs contabilizados. (fls. 203 a 206);

11. Conclui a área técnica: "Assim, contrariando as normas em vigor, seja a Circ. BACEN 3.086/02, ou a Circ. BACEN 2.654/96, e confirmando o declarado no parágrafo 31, o exame da carteira do fundo EXECUTIVE FIF em 28, 29 e 31.05.2002 permitiu constatar que, até a publicação da Instrução CVM n° 365/02, o administrador não utilizava, na avaliação das quotas deste fundo, o procedimento de ajuste das LFTs por seus valores de mercado, conforme mostra a tabela abaixo:

28.maio			
Identificação do Ativo	PU Compra Corr.	PU Andima	Diferença entre PU contabilizado e PU Andima
LFT 20082003	1.345,6479	1.339,4654	0,46%
LFT 27082003	1.341,8161	1.335,1601	0,50%
LFT 19042006	1.345,8717	1.298,6323	3,64%
LFT 17052006	1.334,6402	1.297,6255	2,85%
LFT 14062006	1.343,6195	1.296,5079	3,63%
LFT 19072006	1.344,0328	1.296,1778	3,69%
LFT 16082006	1.341,4096	1.295,0807	3,58%
LFT 15112006	1.333,0113	1.291,7404	3,19%
29.maio			
Identificação do Ativo	PU Compra Corr.	PU Andima	Diferença entre PU contabilizado e PU Andima
LFT 20082003	1.346,5609	1.340,3820	0,46%
LFT 27082003	1.342,7252	1.336,0680	0,50%
LFT 19042006	1.346,7836	1.297,9967	3,76%
LFT 17052006		1.296,9415	2,98%

LFT 14062006	1.335,5584,5317	1.295,7819	3,76%
LFT 19072006	1.344,9447	1.293,9554	3,94%
LFT 16082006	1.342,3220	1.292,7730	3,83%
LFT 15112006	1.333,9247	1.289,1829	3,47%
31.maio			
Identificação do Ativo	PU Compra Corr.	PU Andima	Diferença entre PU contabilizado e PU Andima
LFT 20082003	1339,6475	1339,6457	0,00%
LFT 27082003	1335,3118	1335,3095	0,00%
LFT 19042006	1280,7746	1280,7733	0,00%
LFT 17052006	1278,7204	1278,7180	0,00%
LFT 14062006	1277,1986	1277,1947	0,00%
LFT 19072006	1274,7954	1274,7924	0,00%
LFT 16082006	1273,2484	1273,2459	0,00%
LFT 15112006	1268,4752	1268,5500	0,00%

12. Ao final do Termo de Acusação apresentado é proposta a responsabilização do Banco Safra S.A., na qualidade de administrador do EXECUTIVE – FUNDO DE INVESTIMENTO FINANCEIRO, bem como seu diretor e responsável técnico pelo fundo, Sr. José Marcos Teixeira Costa Araújo, pela avaliação das LFTs que compunham a carteira do fundo por critério diferente de valor de mercado, até 29/05/2002, em descumprimento ao disposto no art. 3º, caput, da Circular n.º 3.086, de 15.02.02, o art. 2º da Circular n.º 2.654, de 17.01.1996, ambas do Banco Central do Brasil, e o art. 1º, parágrafo 1º, inciso II, da Resolução n.º 2.183, de 21.07.1995, do Conselho Monetário Nacional.

13. Intimidados para apresentar defesa, os Indiciados apresentaram defesa em 12.07.2004 (fls. 234 a 256), alegando basicamente o seguinte:

I.

II. Preliminarmente:

- (i) a metodologia de seleção de fundos por amostragem adotada pela CVM caracteriza uma violação ao princípio constitucional da isonomia, ao estabelecer um tratamento desigual entre os fundos de investimento selecionados e os demais fundos de investimento existentes no mercado não incluídos no referido processo de seleção;
- (ii) a imputação das acusações baseada tão somente no processo de seleção por amostragem fere frontalmente os princípios da legalidade e razoabilidade, aos quais a CVM está sujeita; e
- (iii) é necessária a identificação da data de 29.05.2002 como a data do suposto descumprimento pelos Indiciados dos normativos do CMN e BACEN relativos à marcação a mercado dos ativos da carteira do EXECUTIVE – Fundo de Investimento Financeiro, não sendo possível a caracterização proposta de forma genérica “até 29.05.2002”, uma vez que a avaliação realizada refere-se ao valor das LFTs em 29.05.2002 especificamente.

III. No Mérito:

- (i) Da ausência de critérios normativos para avaliação e precificação dos ativos de Fundos de Investimento Financeiro.
- (a) Embora os normativos anteriores à Circular BACEN n.º 3.086 estabelecessem a obrigação de marcação a mercado dos ativos integrantes da carteira dos fundos de investimento financeiro, que é o caso do EXECUTIVE - Fundo de Investimento Financeiro, não traziam a definição de “valor a mercado” e nem mesmo os critérios, parâmetros ou metodologias que deveriam ser considerados para fins de apuração do valor de mercado dos ativos integrantes da carteira dos fundos;
- (b) Havia, portanto, uma lacuna na regulamentação do BACEN que mencionava a avaliação dos ativos por valor de mercado, se definir como a avaliação de fato deveria ser realizada;
- (c) Tal lacuna tornou impossível a aplicação dos normativos do CMN e BACEN, obrigando os administradores a estabelecer metodologias de precificação extremamente diferenciadas e complexas para determinação do valor de mercado dos ativos integrantes da carteira de um fundo de investimento financeiro;
- (d) Depreende-se que a CVM não só entendeu necessária a definição de preço de mercado, bem como dos procedimentos a serem adotados na ausência de mercado ativo para determinado título, ou seja, reconhecendo casos em que não é possível a marcação a mercado;
- (e) A regulamentação do BACEN relativa à obrigatoriedade de marcação a mercado constituía uma norma aberta, ainda passível de regulamentação, o que, em determinados casos, impossibilitava a sua aplicação;
- (f) Tal lacuna só foi suprida com o advento da Circular BACEN n.º 3.086/02, a qual estabeleceu, pela primeira vez, os parâmetros a serem considerados para apuração do valor de mercado dos ativos integrantes da carteira dos fundos de investimento financeiros;
- (g) Se não fosse necessária a complementação dos normativos sobre marcação a mercado já existentes para os fundos de investimento financeiro, não haveria razão para o estabelecimento de parâmetros que orientassem a avaliação das instituições administradoras dos fundos;
- (h) Se impõe o reconhecimento da existência de um ambiente regulatório lacunoso no tocante aos normativos de marcação a mercado aplicáveis aos fundos de investimento financeiros anteriores à Circular BACEN n.º 3.086/02, o que certamente foi definitivo para o desfecho verificado em 31.05.02, com a antecipação pela CVM do prazo de enquadramento dos fundos de investimento financeiro às disposições de tal circular.
- (ii) Das Alterações nas Regras de Marcação a Mercado dos Fundos de Investimento Financeiro
- (a) Como princípio geral, os ativos integrantes das carteiras de fundos de investimento são avaliados por seu valor de mercado;
- (b) No entanto, houve uma reforma geral na regulamentação aplicável aos fundos de investimento, a qual introduziu novos critérios para avaliação e registro do valor dos ativos integrantes de suas carteiras;
- (c) Tal reforma introduziu os parâmetros do conceito de “marcação a mercado”, definindo os procedimentos de avaliação e registro de títulos e valores mobiliários integrantes das carteiras dos fundos de investimento financeiro, estabelecendo um prazo de enquadramento às novas regras, fixado num primeiro momento pelo BACEN para 30.06.2002 e posteriormente postergado para 30.09.2002;
- (d) Até a edição da Circular BACEN n.º 3.086/02 não havia uma definição legal dos parâmetros que poderiam ser considerados como de marcação a mercado, apenas havendo normas abertas;
- (e) A Instrução CVM n.º 365/02 veio determinar a antecipação das normas de marcação a mercado para 31 de maio de 2002;
- (f) Com a antecipação do ajuste demandado, a indústria de fundos de investimento rapidamente reagiu, estando adequada dentro do prazo exigido;
- (g) No entanto, a adaptação aos novos critérios de determinação do valor dos ativos trazidos pela Circular n.º 3.086/02, levou alguns fundos de investimento a registarem perdas no valor de suas cotas, uma vez que o processo de adequação dos fundos de investimento aos novos parâmetros podia, originalmente, ocorrer de forma gradual, facultada essa que foi eliminada com a antecipação do prazo de ajuste pela CVM, conforme reconhece a CVM no comunicado enviado ao mercado;
- (h) É exatamente neste cenário, de mudança no ambiente regulatório com grande impacto para os fundos de investimento financeiros e extrema intranquilidade nos mercados financeiros, que se insere a investigação conduzida pela CVM sobre a avaliação das LFTs que compunham a carteira do Fundo por critério supostamente diferente do valor de mercado em 29.05.2002. Tal contexto contou ainda com a Instrução CVM n.º 375/02 que, após os eventos de junho de 2002 ocorridos sob o impacto da nova regulamentação, veio excetuar determinadas modalidades de investimento integrantes das carteiras de fundos de investimento não exclusivos.
- (iii) Da Marcação a Mercado das LFTs no EXCLUSIVE – Fundo de Investimento Financeiro
- (a) A desvalorização das LFTs integrantes da carteira do EXCLUSIVE – Fundo de Investimento Financeiro representou apenas 0,152% da rentabilidade negativa verificada em 31.05.2002, conforme contido no item 27 do Termo de Acusação;
- (b) Historicamente, a percepção das pessoas sobre a diferença existente entre a avaliação de determinados ativos pela curva dos papéis, entre os quais as LFTs, e pelo preço de mercado era inexistente;
- (c) Assim, os participantes do mercado utilizavam o custo de aquisição acrescido do fluxo de pagamentos futuros (curva do papel) como parâmetro de avaliação dos ativos integrantes das carteiras dos fundos, dado que esse era de fato o “valor de mercado”;
- (d) A proximidade entre tais critérios de precificação das LFTs foi expressamente reconhecida pelo BACEN;
- (e) Não resta dúvida que a CVM e o BACEN tinham ciência de que o ajuste das LFTs ao seu valor de mercado vinha sendo realizado gradualmente pela maior parte dos administradores dos fundos de investimento, uma vez que o “descolamento” que passou a ser verificado a partir do final do mês de abril entre o preço das LFTs obtido por meio do critério da “curva do papel” e o seu valor de mercado, também foi gradativo;
- (f) Ainda que se admitisse que a obrigatoriedade de marcação a mercado tenha sido instituída em 1996, essa medida somente produziu eficácia com a edição da Instrução CVM n.º 365/02 e a sua concretização só ocorreu com os critérios de marcação a mercado definidos na Circular BACEN n.º 3.086/02;
- (g) A posição contemporizadora adotada pelo BACEN, que podia encontrar justificativa nos reflexos que tal exigência trazia à administração da política monetária, ajustava-se ao seu poder discricionário de assinar prazo para o cumprimento da obrigação de marcação a mercado de acordo com os parâmetros trazidos pela Circular BACEN n.º 3.086/02, antes do exercício do seu poder punitivo;
- (h) Uma vez cumprida a obrigação — no caso com a adoção da marcação a mercado — não pode o BACEN ou a CVM, na qualidade de autoridade fiscalizadora que o sucedeu, imputar qualquer penalidade em razão dos efeitos da prática da conduta obrigatória;
- (i) Quando do ajuste realizado no valor das LFTs em 31.05.2002, procuraram os Indiciados cumprir sua obrigação de marcação a mercado de acordo com os parâmetros previstos no art. 3º da Circular BACEN n.º 3.086/02, julgando mais adequado, de acordo com a sua avaliação e com base na sinalização do mercado de unificação dos critérios de aferição de valor dos ativos, passar a adotar os preços unitários divulgados pela Andima para avaliação a mercado das LFTs;
- (j) A adoção dos preços unitários divulgados pela Andima para a avaliação das LFTs não é procedimento obrigatório, uma vez que a Circular BACEN n.º 3.086/02 permite ao administrador a adoção do critério de precificação a valor de mercado que lhe pareça mais adequado, desde que seja consistente e passível de verificação, permitindo uma análise bastante subjetiva, uma vez que qualquer técnico poderá defender a tese de que seu modelo de precificação a mercado é correto;
- (k) A rentabilidade negativa verificada no EXECUTIVE – Fundo de Investimento Financeiro em 31.05.2002 ocorreu em decorrência da desvalorização atípica das LFTs que então se verificava e que se manteve até agosto de 2002;
- (l) Assim, tendo os Indiciados avaliados as LFTs a preço de mercado nos termos da Circular BACEN n.º 3.086/02, no prazo assinalado pela CVM, não há que se falar em avaliação das LFTs que compunham a carteira do EXECUTIVE – Fundo de Investimento Financeiro por critério diferente do valor de mercado até 29.05.2002;
- (m) Entendem os Indiciados que não podem ser responsabilizados já que a perda verificada foi causada em razão da desvalorização das LFTs e pela perda da facultade antes atribuída aos administradores de ajustar os ativos integrantes da carteira do fundo de forma gradual, o que fez os

- (n) ajustes necessários para cumprimento do disposto no art. 3 da BACEN n.º 3.086/02 fossem realizados de uma só vez; embora em 31.05.2002 a cota do EXECUTIVE – Fundo de Investimento Financeiro tenha sofrido desvalorização de 1,36%, no mês ocorreu variação positiva de 0,0059%;

(iv)

Da Responsabilização dos Indiciados

- (a) O art. 17 da Instrução CVM n.º 306/99 trata da responsabilidade civil e administrativa das pessoas naturais e das instituições administradoras de carteiras de valores mobiliários;
- (b) No tocante à responsabilidade civil dos administradores de carteiras de valores mobiliários, ser a mesma de natureza subjetiva, haja vista a atribuição de responsabilidade ao administrador somente pelos prejuízos que causar no exercício de suas atividades, que forem resultantes de atos dolosos ou culposos de sua parte;
- (c) Ficou demonstrado que as perdas ocorridas no EXECUTIVE – Fundo de Investimento Financeiro foram decorrentes da desvalorização das LFTs e não da violação pelos Indiciados dos dispositivos regulamentares;
- (d) Não há que se falar em responsabilização dos Indiciados, pois inexistiu ação dolosa ou culposa e, portanto, relação de causalidade;
- (e) No âmbito do direito administrativo sancionador do sistema financeiro e do mercado de capitais é plenamente aplicável o *princípio da culpabilidade*, não podendo o agente ser punido, se não tiver a consciência da ilicitude de seu ato. A Aplicação do princípio da culpabilidade afasta a incidência da responsabilidade objetiva no âmbito do processo administrativo sancionador;
- (f) O princípio da responsabilidade subjetiva exige que o dolo ou a culpa de cada indivíduo seja estritamente demonstrada de forma individualizada e nunca presumida. Tal princípio já se encontra consagrado na CVM e no Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional;
- (g) Não há que se falar em culpa tampouco de dolo dos Indiciados. Tratam-se de fatos isolados e excepcionais, que se verificaram no exercício da atividade de administração de recursos do Banco Safra que atua no Brasil há 49 anos, sendo responsável pela administração de, aproximadamente, 160 fundos de investimento;
- (h) A conduta dos Indiciados sempre foi pautada pela diligência e a observância das suas atribuições enquanto administradores de carteira de valores mobiliários;

(v)

Do Pedido

- (a) Requer-se seja conhecida e acolhida a defesa em todos os seus termos, julgando-se improcedente a acusação formulada contra os Indiciados e, em consequência, promovido o arquivamento do presente processo administrativo;

14. Cumpre ressaltar, ainda no tocante à defesa apresentada pelos Indiciados, que foi apresentado parecer do economista José Roberto Mendonça de Barros (fls. 257 a 277) acerca da equivalência entre o custo de aquisição (curva) das LFTs e o seu valor de mercado.

É o Relatório.

Rio de Janeiro, 27 de junho de 2005.

Marcelo Fernandez Trindade

Presidente

Processo CVM nº RJ 2002/12312

Indiciados: Banco Safra S.A.

Relator: José Marcos Teixeira Costa Araújo
Marcelo Fernandez Trindade

VOTO

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 consequentemente das cotas) de fundos de investimento financeiro - FIFs, e Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento Financeiro - FACs.

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

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

4. A comprovação de tal assertiva decorre do fato de que, ao longo de mais de 6 (seis) anos de vigência da Circular 2.616/95, nenhum administrador de FIF ou FAC ter sido admoestado pela fiscalização do Banco Central por utilizar tal critério.

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

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

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

“Em que consistem as Taxas Máxima, Mínima e Indicativa? A maioria dos títulos públicos em mercado tem 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 relembrear 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, [11]¹ diante da necessidade de decidir entre (i) determinar a imediata marcação a mercado das LFTs, abandonando-se o cálculo pela curva ou (ii) determinar que a avaliação continuasse a ser feita pelo método anterior (até aquele momento aceito).

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

19. Adotada a segunda opção, caso as perdas estimadas viessem a se confirmar, quando das datas de vencimento das LFTs tempos (por vezes anos) depois, os cotistas que permanecessem no fundo, ou nele 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, [12]² na qual:

(i) determinou a classificação obrigatória dos “títulos e valores mobiliários integrantes das carteiras dos fundos de investimento financeiro, fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento, fundos de aposentadoria programada individual e fundos de investimento no exterior” em duas categorias, a saber, (a) títulos para negociação e (b) títulos mantidos até o vencimento;

(ii) manteve a determinação de marcação a mercado dos títulos, mas permitiu que tal marcação não ocorresse, observadas certas condições, [13]³ quando se tratasse de títulos classificados como “mantidos até o vencimento”;

(iii) estabeleceu, pela primeira vez, critérios objetivos para tal marcação a mercado, critérios estes que excluíam a adoção do método da “curva do papel”, [14]⁴ determinado ainda que tais critérios deveriam ser “consistentes e passíveis de verificação”; e,

(iv) concedeu prazo até 30 de junho de 2002, posteriormente retificado para 30 de setembro de 2002, para o “enquadramento” dos fundos às disposições da Circular.

21. Entre dois caminhos, sensatamente, o Banco Central escolheu o do meio: de um lado, especificou os critérios de marcação a mercado que deveriam prevalecer, excluindo a possibilidade de marcação pela curva do papel; por outro, acreditando estar diante — como de fato o futuro revelou que estava —, de flutuações meramente temporárias das cotações das LFTs, buscou adiar a entrada em vigor da nova metodologia, na esperança, por certo, de que esta viesse a vigorar em cenário de convergência (e não distanciamento) entre os preços de mercado e da curva do papel (cenário este que, aliás, foi o que se verificou a partir de julho de 2002). [15]⁵

ANTECIPAÇÃO DA VIGÊNCIA E ACUSAÇÃO

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

23. Por força disto, muitos dos fundos que detinham posições em LFTs, como o fundo Executive administrados pelo Banco Safra, 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. No caso do Banco Safra, as tabelas apresentadas com o Termo de Acusação revelam que efetivamente o método de avaliação adotado em 28 e 29 de maio de 2004

diferença da avaliação divulgada pela ANDIMA, enquanto em 31 de maio de 2004 tal avaliação coincide inteiramente com aquela divulgada pela ANDIMA.

25. Por conta disto, a acusação que a ele (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 que compunham a carteira do fundo por critério diferente de valor de mercado, até 29/05/2002”.

II - DECISÃO

PRELIMINARES

26. Quanto às preliminares alegadas pela defesa, entendo, em primeiro lugar, que a utilização de um método de investigação por amostragem não fere qualquer princípio constitucional, ao contrário do alegado pelos defendentes. Trata-se de método de fiscalização rotineiro, em todas as esferas do Poder Público, e a sua utilização, notadamente com critérios explícitos e decididos antes do início da fiscalização — como ocorreu no caso concreto — parece-me absolutamente fiel aos princípios da impessoalidade e da isonomia.

27. Por outro lado, o argumento da defesa, no particular, levar-nos-ia a uma consequência dramática (para não dizer absurda), em que ou bem se acusam todos os agentes que tenham praticado um ilícito (ou se prendem todos os criminosos, no caso da polícia, ou os sonegadores, no caso da Receita), ou bem ficam todos em liberdade. Por esta razão, voto pela rejeição desta preliminar.

28. Também não me parece procedente a crítica da defesa no sentido de que, segundo os critérios de seleção descritos ao longo do Relatório de Inspeção (fls. 14 a 36) e no Termo de Acusação (fls. 01 a 13), o Fundo Executive FIF não deveria ter sido selecionado, uma vez que a desvalorização de sua carteira registrada em 31 de maio (-1,36%), deuse, principalmente, pelo ajuste da contabilização de contratos de *swap* e títulos cambiais que a integravam, os quais foram reavaliados em cumprimento ao disposto no art. 3º da Instrução CVM n.º 365, que extinguiu a faculdade concedida pelo art. 5º, *caput*, da Circular BACEN n.º 3.086/02 — que previa a possibilidade de tais títulos serem atualizados pela curva.

29. De fato, a maior desvalorização da cota do Fundo Executive FIF teve sua causa principal na alteração do critério de contabilização dos contratos de *swap* e títulos cambiais que integravam sua carteira, tendo a desvalorização das LFTs contribuído em apenas -0,152% para a queda de -1,36% registrada em 31 de maio de 2002, conforme reconhece a própria área técnica desta CVM (fls. 09).

30. Contudo, tais LFTs não estavam sendo marcadas a mercado — ainda sem entrar no mérito da questão jurídica, o que será feito a seguir — tendo desvalorizado 4,403% de 29 para 31 de maio de 2002. A pequena influência das LFTs na desvalorização da cota do Fundo Executive FIF (-0,152%) redundou apenas da composição da carteira específica daquele fundo, a qual, no dia 29 de maio de 2002, conforme fls. 031, era composta em 66% por títulos cambiais e contratos de *swap*, 12,5% em CDB e RDB, 7% em LTN, 7% em Debêntures, e apenas 3,5% em LFTs.

31. Assim, utilizados os critérios de amostragem, chegou-se ao exame das posições em LFTs do Fundo Executive FIF, e nele verificou-se a não marcação a mercado. Se o fundo, como um todo, perdeu pouco, em razão do pequeno peso das LFTs em sua carteira, tal fato somente seria relevante, a meu sentir, na dosimetria da pena, mas não afastaria a ilicitude da conduta.

32. Quanto à segunda preliminar, relativa à questão de uma acusação referir-se ao suposto descumprimento de normativos “até 29.05.2002”, parece-me assistir razão à defesa quanto a não ser “possível a caracterização proposta de forma genérica, “até 29.05.2002”, uma vez que a avaliação realizada pelo Sr. Superintendente refere-se ao valor das LFTs em 29.05.2002 especificamente”.

33. A acusação padece de vício quanto ao tema, a meu sentir. Os atos comprovados pela acusação — a não utilização do valor divulgado pela ANDIMA em 28 e 29 de maio de 2002 — não podem servir para provar, por presunção, o descumprimento de qualquer norma em qualquer outra data. Seria mesmo o cúmulo, a meu ver, que após mais de 6 anos sem punir qualquer agente de mercado quanto à adoção do método da curva do papel para avaliação das LFTs, o Banco Central e a CVM verificassem a utilização de tal método em apenas em dois dias, e pretendessem punir tais agentes pelo suposto descumprimento de regras nos últimos 6 anos.

34. Em 28 e 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 28 e 29 de maio de 2002. Assim, parece-me impossível aplicar a Circular 2.654/96, que não mais vigorava naquelas datas, 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 28 e 29 de maio de 2002.

35. 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.

36. 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”.

37. A regulamentação indubitavelmente 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 28 e 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

38. Quanto ao mérito, constata-se que, 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 28 e 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.

39. Já a mim a questão apresenta-se um pouco diferente, e certamente muito mais complexa. Não posso admitir que a edição de sucessivos atos normativos tenham tido finalidade nenhuma, e efeito nenhum, e que tudo continuasse, em 28 de maio de 2002, 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?

40. 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, anos depois a autoridade pune o regulado pelo não cumprimento da regra até a véspera da antecipação de sua vigência. O que se pretendia obter com isto? Qual o benefício para o mercado, os investidores e as instituições?

41. 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?

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

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

44. 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.

45. 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. 2.º 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”

46. Ora, se a Carta-Circular 2.929/00 destinava-se exatamente a “esclarecer” que a regra do art. 2.º da Circular 2.654/96 não permitia a marcação 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. 3.º da Circular 3.086/02.

47. 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.

48. 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.”

49. 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 edição, Editora Atlas S.A., 1999, p. 37).

50. 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).

51. 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 aq

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

53. 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.

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

55. 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.

* * *

56. 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 nas datas dos fatos narrados na acusação (28 e 29 de maio de 2002), bem como por afastar-se a acusação quanto ao descumprimento do art. 1.º, § 1.º, inciso II, da Resolução CMN 2.183/95, por entender tratar-se norma destinada ao órgão regulador (à época o Banco Central do Brasil).

57. 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, 27 de junho de 2005.

Marcelo Fernandez Trindade
Presidente-Relator

¹[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[1] 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[1] 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[1] 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[1] 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[1] Note-se que nem mesmo no período de maior crise da economia nacional — o 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 houve diferença entre o valor obtido com a adoção do critério da curva do papel e aquele obtido com a marcação a mercado.

⁷[1] 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 RJ2003/12312

Voto proferido pela Diretora Norma Jonssen Parente, na Sessão de Julgamento do dia 27 de junho de 2005.

Senhor presidente, também com relação à conclusão, o meu voto permanece o mesmo, pois, não obstante, nesse caso, não ter o estatuto uma regra no sentido de se marcar a mercado, entendo que a legislação determinava isso.

Quanto às LFTs, considerando que o número de infrações relativos a LFTs é bem inferior aos demais casos, reduzo então à metade - para R\$ 250.00,00 para a pessoa jurídica e R\$ 25.000,00 para a pessoa física – a pena que venho aplicando nos casos semelhantes já julgados, em função dos valores inferiores desse caso em relação aos demais que contemplam a questão da marcação a mercado.

No mais, mantenho o meu voto, proferido em outras sessões, com os mesmos fundamentos.

Norma Jonssen Parente

Diretora

Voto proferido pelo Diretor Wladimir Castelo Branco Castro, na Sessão de Julgamento do dia 27 de junho de 2005.

Senhor presidente, como eu já tive a oportunidade de me manifestar nos julgamentos de processos idênticos anteriores, como, por exemplo, nos relativos ao Banco Nossa Caixa e Banrisul, entendo que houve descumprimento da Resolução BACEN nº 3.086/02.

Quanto à questão preliminar de ser um número inferior ao que a CVM vinha adotando, acho que trata-se apenas de um procedimento utilizado, nos Termos de Acusação, pela área técnica da CVM a partir de um determinado limite de perdas dos fundos de investimento.

Mantenho os fundamentos dos votos anteriores e proponho, no presente caso, a aplicação da pena de multa pecuniária no valor de R\$ 50.000,00 para o Banco Safra S/A e de R\$ 10.000,00 para o senhor José Marcos Teixeira Costa Araújo.

Wladimir Castelo Branco Castro

Diretor

Manifestação de Voto do Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa

RELATÓRIO

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. No presente caso, constatou-se que o Fundo Executive FIF, administrado pelo Banco Safra S.A., apresentou rentabilidade negativa de 1,36% em 31.05.02. Além da perda decorrente dos títulos cambiais e swaps associados que integravam o patrimônio, as LFTs contidas na carteira do FIF também contribuíram para a rentabilidade negativa do dia. A análise isolada das LFTs mostrou que estes títulos foram reajustados em -4,403% no dia 31.05.02.
3. Com relação à metodologia de contabilização dos títulos adotada no período anterior à publicação da Instrução CVM nº 365/02, o administrador afirmou que o registro dos ativos era feito pelo preço de aquisição ajustado a valor de mercado, utilizando-se, no caso dos títulos públicos da carteira, valores divulgados pelo BACEN. Por outro lado, em resposta a e-mail da CVM de 24/01/03, o administrador afirmou que adotava por critério de avaliação das LFTs a curva de aquisição, ou seja, custo de aquisição acrescido de rendimentos.
4. Pelo exame da carteira do Fundo nos dias 28, 29 e 31.05.02 (fls.190/193), verifica-se que no dia 31 os PUs das LFTs com vencimento em 2006 eram praticamente iguais aos PUs Andima (PUs do dia anterior corrigidos). Nos dois dias anteriores, 28 e 29 de maio, os PUs contábeis das LFTs com vencimento em 2006 superavam os respectivos PUs Andima por uma diferença entre 2,8% e 3,8%, indicando que as taxas de rentabilidade negativa registradas nesses títulos no dia 31, em torno de 4,2% e 5,2%, foram em boa parte consequência dessa diferença.
5. Assim, constata-se que o administrador não utilizava, até 29.05.02, o procedimento de avaliação das LFT por seu valor de mercado (conforme tabela de fl.12). Ressalte-se que o Regulamento do Fundo não determinava a marcação a mercado dos ativos como critério de avaliação do patrimônio.

FUNDAMENTOS

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.

DECISÃO

7. Pelo exposto, meu Voto é pela absolvição dos indiciados de todas as imputações que lhes foram formuladas no presente Processo.

Rio de Janeiro, 27 de junho de 2005.

Pedro Oliva Marcilio de Sousa

Diretor

[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 crise da economia nacional — o 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 houve 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.