

**SESSÃO DE JULGAMENTO DO PROCESSO**  
**ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM-TA Nº RJ2003/5849**

Acusados: SLW CVC Ltda.

Peter Thomas Grunbaum Weiss

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 decidiu, por maioria de votos, vencidos a diretora Norma Jonssen Parente e o diretor Wladimir Castelo Branco Castro, que votaram pela aplicação de pena de multa pecuniária, divergindo apenas quanto aos valores, absolver SLW CVC Ltda., na qualidade de administradora do SLW III Fundo de Investimento Financeiro, bem como o seu diretor e responsável técnico, Peter Thomas Grunbaum Weiss, das acusações de descumprimento do art. 3º, *caput*, da Circular BACEN nº 3.086/02, art. 2º da Circular BACEN nº 2.654/96 e art. 1º, § 1º, II, da Resolução CMN nº 2.183/95.

Tendo em vista a absolvição, não há, por conseqüência, que se falar que a acusada tenha descumprido o art.13 do Regulamento do Fundo SLW II Fundo de Investimento Financeiro.

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

Ausentes os acusados e seus representantes legais.

Presente à Sessão de Julgamento o procurador-federal Luis Alberto Balassiano, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

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

Rio de Janeiro, 21 de dezembro de 2005.

Sergio Weguelin

Diretor-relator

Marcelo Fernandez Trindade

Presidente

## RELATÓRIO

1. Trata-se de Termo de Acusação apresentado pela Superintendência de Relações com Investidores Institucionais (SIN) contra a SLW CVC Ltda., pelo descumprimento dos artigos 3º, *caput*, da Circular nº 3.086/02 e 2º da Circular nº 2.654/96, ambas do Banco Central do Brasil, e do art. 1º, § 1º, inciso II, da Resolução CMN nº 2.183/95.

### Dos Fatos

2. Em 29/05/2002, foi editada a Instrução CVM nº 365/02, que dispôs sobre os critérios para registro e avaliação contábil de ativos financeiros das carteiras dos fundos de investimento financeiro, fundos de aplicação em cotas de fundos de investimento e fundos de investimento no exterior ("Fundos de Renda Fixa").

3. Após a edição da referida Instrução, observou-se que 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.

4. A Superintendência de Fiscalização da CVM, com a colaboração do Departamento de Supervisão Direta do Banco Central, executou um trabalho que teve como objetivo identificar e analisar as causas dessas perdas, verificando se elas decorreram de algum tipo de procedimento conflitante com as normas vigentes no período.

5. Complementando a amostra examinada, foram selecionados fundos de investimento 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) e resultado superior a R\$ 100 mil. Também foram objeto de exame os fundos que apresentaram comportamento anormal de saques.

6. O Termo de Acusação fez referência a diversas normas expedidas pelo Conselho Monetário Nacional, Banco Central e Comissão de Valores Mobiliários sobre a marcação a mercado dos fundos de renda fixa; normas que, por sua vez, se referem ao sistema de cálculo do valor das cotas e do patrimônio líquido dos fundos (Resolução CMN 2.183/95, Resolução CMN 2.931/02, Circular BACEN 2.594/95, Circular BACEN 2.616/95, Circular BACEN 2.654/96, Circular BACEN 3.086/02 e Instrução CVM 365/02).

7. A SLW CVC Ltda. foi intimada a prestar esclarecimentos (Ofício/CVM/SIN/28/2002 e Ofício/CVM/SFI/50/2002) a respeito do SLW III Fundo de Investimento Financeiro, selecionado em razão de ter apresentado rentabilidade de - 1,95% em 31 de maio de 2002.

8. A SLW CVC Ltda., em resposta ao Ofício/CVM/SIN/28/2002, justificou que a redução de 1,95% no valor da cota ocorrida em 31 de maio se deu por conta da implantação do procedimento da "marcação a mercado" da carteira, em atendimento ao determinado pela Instrução CVM nº 365/02.

9. Segundo o Termo de Acusação, o exame do quadro 1 (fls. 32) demonstra que o ajuste negativo no valor da cota ocorreu principalmente em função da marcação da carteira de LFTs com vencimento em 2006, a qual representava, em 29/05/2002, aproximadamente 35% do ativo total do fundo. Ocorre que, em 29/05/2002, não era reconhecido o deságio na apuração do preço de mercado de tais títulos, o que, também segundo o Termo de Acusação, contrariaria o próprio Regulamento do fundo (datado de 31/01/2000), que previa expressamente, em seu art. 13, que "o valor da cota é calculado diariamente, com base em avaliação patrimonial que considere o valor de mercado dos ativos financeiros integrantes da carteira".

10. Nas datas posteriores, o administrador reconheceu um deságio próximo ao valor divulgado pela Andima para todas as LFTs, sendo que o preço utilizado pela instituição para marcação a mercado de sua carteira ficou aproximadamente 1% abaixo do preço da Andima.

11. Ainda segundo o Termo de Acusação, em 29/05/02, para as LFTs com vencimento em 2006, o PU utilizado pelo Administrador para o cálculo do valor da carteira era, em média, 3,2% maior do que o preço da Andima e, em 31/05/02, com a mudança do critério de avaliação utilizado (início da marcação a mercado), houve uma redução significativa nas diferenças apontadas, resultando na desvalorização da cota do Fundo em questão.

12. Por todo o exposto, a SIN concluiu no Termo de Acusação que:

- i. a desvalorização de 1,95% da cota do SLW III Fundo de Investimento Financeiro, em 31 de maio de 2002, foi ocasionada pela marcação a mercado da carteira de LFTs com vencimento em 2006, e que, em 29/05/2002, não foi reconhecido o deságio na apuração do preço de mercado de tais títulos, contrariando o disposto no art. 3º, *caput*, da Circular 3.086/02, no art. 2º da Circular 2.654/96, ambas do Banco Central do Brasil, e no art.1º, §1º, inciso II, da Resolução CMN 2.183/95;
- ii. o administrador descumpriu o disposto no art.13 do Regulamento do referido Fundo, que prevê expressamente que o valor da cota é calculado diariamente com base em avaliação patrimonial que considere o valor de mercado dos ativos financeiros integrantes da carteira;
- iii. devem ser responsabilizados a SLW Corretora de Valores e Câmbio Ltda., na qualidade de administrador do SLW III Fundo de Investimento Financeiro, bem como o seu diretor e responsável técnico, Peter Thomas Grunbaum Weiss, pela avaliação das LFTs com vencimento em 2006 que, em 29/05/2002, compunham a carteira do Fundo por critério diferente de valor de mercado.

13. A SLW Corretora de Valores e Câmbio Ltda. e Peter Thomas Grunbaum Weiss apresentaram defesa, alegando que:

- i. não obstante tivessem sido editadas Resoluções e Circulares do BACEN fazendo menção a tal sistema de cálculo do valor das cotas e do patrimônio líquido dos fundos, a maior parte dos administradores de fundos permaneceu utilizando-se da curva como parâmetro de avaliação, dada a sua proximidade com o valor de mercado, o que acabou sendo aceito pela autoridade fiscalizadora;
- ii. a própria Circular BACEN 3.086/2002 tratou genericamente do assunto e concedeu prazo de adaptação até 30/06/2002, depois estendido para 30/09/2002, não estabelecendo distinções claras ou quaisquer restrições quanto aos tipos de fundos beneficiados por essas concessões. Por outro lado, trazendo, pela primeira vez, os critérios de precificação que deveriam ser considerados como de marcação a mercado, levou os administradores a acreditar que a adaptação às novas regras poderia ser adotada até aquela data para todos os fundos de investimento;
- iii. esse entendimento é corroborado pelos próprios comentários feitos a respeito em pronunciamentos das autoridades fiscalizadoras (Banco Central e CVM). Assim, não resta dúvida de que o Banco Central vinha admitindo o procedimento adotado pelos administradores de fundos de marcação de seus ativos componentes na carteira pelo custo de aquisição, acrescido dos rendimentos auferidos na curva do papel;
- iv. somente a partir da entrada em vigor da Instrução CVM 365/02 é que tal procedimento de marcação a mercado passou efetivamente a ser exigido, inclusive para as LFTs integrantes das carteiras de fundo de investimento;
- v. a atitude do Banco Central de admitir o procedimento adotado pelos administradores estava alicerçada na Lei 4.595/64 e na Resolução CMN 1.065/85, dizendo que as multas só serão aplicadas se as instituições financeiras, depois de advertidas a respeito das irregularidades praticadas, deixarem de sanar as irregularidades no prazo que lhes foi assinalado pelo Banco Central;
- vi. quando os faltosos regularizaram suas pendências com o Banco Central, nos prazos por ele concedidos, os processos foram arquivados pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. Caso contrário, se não cumprido o novo prazo para prática do ato, o Conselho decidiu pela punição;
- vii. no presente caso, fica evidente a concessão, pelo Banco Central, formal, ou informalmente, de prazo para adoção da marcação a mercado;
- viii. deve-se acrescentar que, no caso dos Defendentes, apenas um dos títulos da carteira, as LFTs, não se encontrava ajustado em 29/05/2002. Além do mais, o fundo não apresentou resgates anormais, não ocorrendo qualquer reclamação de clientes;
- ix. por todo o exposto, pede-se que seja acolhida a defesa e que seja promovido o arquivamento do presente inquérito administrativo.

É o relatório.

## **VOTO**

14. A situação em análise não é uma questão nova, tendo sido objeto de vários precedentes neste Colegiado, a exemplo dos seguintes Processos Administrativos Sancionadores: Processo CVM 2003/7697; Processo CVM 2003/12312; Processo CVM 2003/7642 e Processo CVM 2003/5058. Logo, mantenho e reitero o meu entendimento já apresentado nos precedentes citados, nos quais, em última análise, acompanhei o entendimento e os fundamentos apresentados no exaustivo voto do Presidente Marcelo Trindade sobre o assunto.

15. Adoto, portanto, como ponto de partida, os argumentos minuciosamente apresentados pelo Presidente Marcelo Trindade no Processo Administrativo Sancionador CVM RJ 2003/12312, os quais sintetizo abaixo:

"1. Este processo trata da chamada "crise da marcação a mercado", ocorrida em final de maio de 2002, com a determinação da Instrução CVM nº 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, 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.

.....

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.

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

.....

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).

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, administrado 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).

.....

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 seis 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 seis 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 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 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, quanto 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, por meio 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 — datas dos fatos narrados no Termo de Acusação — é, a meu ver, a única regra cuja violação pode ser examinada nestes autos.

.....

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 dantes mencionados de marcação a mercado. E isto para nada? Sem necessidade e sem objetivo?

.....

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?

.....

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.

.....

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.

.....

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. 1º, § 1º, inciso II, da Resolução CMN

2.183/95, por entender tratar-se de 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."

16. Assim, seguindo a mesma linha de raciocínio exposta no voto do Presidente, entendo que somente a Circular BACEN 3.086/02 é que veio a estabelecer o critério específico para que as instituições administradoras marcassem a mercado os fundos geridos, estabelecendo um prazo para a adequação a esse critério. Esse prazo, juntamente com a revogação dos normativos até então vigentes, conferiu aos administradores a faculdade de ajustar gradualmente – até uma data limite - os preços dos ativos integrantes dos fundos por ele geridos.

17. Gostaria, ainda, de destacar dois aspectos que vão ao encontro do meu entendimento na questão. O primeiro aspecto refere-se à edição da Instrução CVM nº 365/02 e o segundo refere-se à forma de realizar os ajustes preconizados pela Circular BACEN 3.086/02

18. No primeiro aspecto, faço notar que a Instrução CVM 365/02 determinou a adoção quase imediata de procedimentos para registro e avaliação dos ativos detidos pelos fundos. Não me parece plausível supor que a finalidade desse normativo tenha sido apenas a de acelerar a eventual classificação dos valores mobiliários detidos na categoria de títulos mantidos até o vencimento (o que possibilitaria a sua marcação pela curva), ensejando a realização de assembléias e alterações nos regulamentos. Entendo que o motivo na realidade foi outro, como se verifica a seguir.

19. Em fevereiro de 2002, em um cenário de crescente incerteza de mercado, a autoridade financeira verificou a ocorrência de crescentes deságios nos preços das LFTs. Com o intuito de fazer com que as cotas dos fundos refletissem esse fenômeno, mas, ainda, procurando evitar que oscilações bruscas no valor das cotas dos fundos de investimento gerassem mais turbulência no mercado, foi editada a Circular BACEN 3.086/02, facultando o ajuste gradual ou pontual das cotas até uma determinada data. Em seguida, como muitos administradores não fizeram o ajuste determinado e como o deságio seguiu crescendo, entendeu-se adequado forçar a "aterisagem" imediata dos fundos antes que os deságios se tornassem grandes demais.

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

21. Quanto ao segundo aspecto, destaco que é bem possível que os fundos que optaram por realizar os ajustes ao final do prazo facultado, ou mesmo dentro de um intervalo menor de tempo, tenham sofrido uma penalização mercadológica que em nada compensou a efêmera vantagem inicial propiciada pela decisão de postergar a marcação a mercado das cotas. Como todos os administradores estavam cientes de que havia uma data de chegada uniforme (não importa se em julho ou setembro) para a marcação homogênea das cotas dos fundos, e como, provavelmente, nenhum deles ignorava os efeitos deletérios de uma queda mais ou menos acentuada da rentabilidade dos fundos por eles administrados, é provável que a decisão de ajustar o valor das cotas tenha-se pautado por considerações operacionais, conforme facultado pela Circular BACEN 3.086/02.

#### Conclusão

22. Diante do exposto, e na esteira dos precedentes invocados, voto pela absolvição da SLW Corretora de Valores e Câmbio Ltda., na qualidade de administradora do SLW III Fundo de Investimento Financeiro, bem como do seu diretor e responsável técnico, Peter Thomas Grunbaum Weiss, quanto às imputações atribuídas pela SIN de descumprimento ao art. 3º, *caput*, da Circular BACEN 3.086/02, art. 2º da Circular BACEN 2.654/96 e art. 1º, § 1º, II, da Resolução CMN 2.183/95. Finalmente, tendo em vista a absolvição, esclareço, por conseqüência, que não há que se falar que a acusada tenha descumprido o art. 13 do Regulamento do Fundo SLW III Fundo de Investimento Financeiro.

É o voto.

Rio de Janeiro, 21 de dezembro de 2005.

Sergio Weguelin

Diretor-Relator

**Voto proferido pela Diretora Norma Jonssen Parente na Sessão de  
Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2003/5849  
realizada no dia 21 de dezembro de 2005.**

Tendo em vista que se trata de mais um caso de marcação a mercado de ativos pertencentes a fundos de renda fixa, tema a respeito do qual já me manifestei anteriormente em várias oportunidades, VOTO, com base nas mesmas razões e fundamentos contidos no voto, em anexo, proferido por ocasião do julgamento do PAS CVM Nº RJ 2003/7697, ocorrido em 23.08.2005, último em que fui Relatora, pela aplicação da pena de multa de R\$500.000,00 à SLW CVC Ltda. e de R\$100.000,00 a PETER THOMAS GRUNBAUM WEISS, 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, 21 de dezembro de 2005.

Norma Jonssen Parente

Diretora

Anexo ao voto da Diretora Norma pArente

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ 2003/7697

## **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 (FIEX), 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 Carta-Circular nº 2.929 de 04/08/2000, que 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 a 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<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 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.c) 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 conseqüência, 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.

#### IV – Análise de vigência das normas

23. A legislação, desde 1995, em nenhum momento permitiu 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.

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 conseqüentes ajustes contábeis. A expressa referência à possibilidade de utilizar parâmetros não representa regra jurídica cogente e, em conseqüência, não tem o condão de inovar; portanto, não se pode cogitar de sua entrada, ou não, em vigor.

25. Em última análise, a Circular nº3.086 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 conseqüência, 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. que entraram no fundo neste período, pois pagaram pela quota do fundo um preço maior do que valia;

ii. que saíram imediatamente após a desvalorização das quotas, decorrente da marcação a mercado; e

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 proibidade, 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 as regras básicas que regem os fundos, e não se pode pressupor que o legislador cogitasse que o ajuste pudesse ocorrer ao longo de um determinado período e ficasse ao arbítrio de cada instituição, como querem dar a entender os acusados.

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 Sul América Diferencial FIF e Sul América Institucional DI FIF. A partir da edição da Circular nº 3.086, a Sul América Investimentos passou a adotar a metodologia do diferimento entre os valores da curva das LFTs e seus respectivos valores de mercado divulgados pela ANDIMA e diariamente reconhecia parte do valor diferido como despesa, que se extinguiria em 30.09.2002.

38. Ora, tanto a Circular 3.086 como a 3.096 não determinaram que se fizesse qualquer diferimento da diferença entre os valores da curva e os valores de mercado, sendo que a variação negativa das quotas dos fundos de 2,30% e 2,75%, registrada em 31.05.2002, confirma o fato de que nesse dia foi reconhecido todo o montante que vinha sendo indevidamente diferido.

39. O fato de a desvalorização dos ativos só ter-se refletido na quota no dia 31.05.02, graças ao diferimento da despesa, também consubstancia uma irregularidade, pois a Instrução CVM nº 365 foi clara ao determinar em seu art. 1º, parágrafo único, que:

"Art.1º - Os procedimentos para registro e avaliação de títulos e valores mobiliários e dos instrumentos financeiros derivativos, integrantes das carteiras dos fundos de investimento financeiro, dos fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento e dos fundos de investimento no exterior, estabelecidos na Circular nº 3.086, de 15 de fevereiro de 2002, com as alterações introduzidas pela Circular nº 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).

40. Ademais, é questionável a afirmação dos acusados de que, como não havia qualquer regra específica, o procedimento de provisão/diferimento não estava proibido, uma vez que a técnica contábil autorizaria a contabilização efetuada.

41. Da mesma forma, não se pode admitir o argumento de que, se houve erro dos defendentes, seria erro escusável, dado que os procedimentos de avaliação utilizados teriam sido sempre de pleno conhecimento das autoridades fiscalizadoras, seja o procedimento de marcação pela curva do papel, seja aquele de diferimento das perdas, uma vez que isso poderia levar à superavaliação das quotas. Na verdade, por contrariarem frontalmente as regras de marcação a mercado que sempre prevaleceram, os procedimentos adotados jamais poderiam ser tolerados pelas autoridades fiscalizadoras.

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

43. 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.

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

45. 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 não só os padrões determinados pela regulamentação, mas, também, e principalmente, éticos. O afastamento de tais princípios representa grave ofensa aos direitos dos investidores, ainda que o prejuízo não se consuma. O risco criado é suficiente para demonstrar o desatendimento às normas.

## VIII - CONCLUSÃO

46. Ante o exposto, tendo em vista que ficou configurado que a avaliação das LFTs que compunham a carteira dos Fundos Sul América Diferencial FIF e Sul América Institucional DI FIF foi efetuada por critério diferente do valor de mercado até 29.05.2002 e que, portanto, o seu patrimônio não evidenciava marcação a mercado, proponho a aplicação da pena de multa de R\$ 500.000,00 à Sul América Investimentos Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S/A e de R\$ 100.000,00 a Renato Russo, 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, 15 de junho de 2005.

Norma Jonssen Parente

Diretora-Relatora

1 COSIF (redação da Circular nº 1.922, de 27.03.91):

"1. Patrimônio Líquido

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

"2. Receitas e Despesas

(...)

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

COSIF (redação da Circular atualizada em 22.01.2002):

"3.2. Os ativos integrantes das carteiras dos fundos devem ser registrados pelo valor efetivamente pago e ajustados, diariamente, ao valor de mercado, reconhecendo-se contabilmente a valorização, ou a desvalorização verificada, sendo que os documentos que serviram de base devem ficar à disposição dos quotistas e do Banco Central para eventuais consultas e comprovação, observado ainda que (Circular 2.654, art. 2º e § único; Carta-Circular 2.929, item 1):

a) não é admitido proceder à avaliação dos ativos que compõem a carteira dos fundos de investimento pelo custo de aquisição acrescido dos rendimentos auferidos;

b) os preços unitários utilizados pelo Banco Central do Brasil em suas operações compromissadas (PU das Resoluções nos 550 e 551), divulgados diariamente pelo Departamento de Operações de Mercado Aberto (DEMAB), não servem como referência para a avaliação a valor de mercado dos títulos de renda fixa integrantes das carteiras dos fundo de investimento." (grifou-se)

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

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

I – títulos para negociação;

II – títulos mantidos até o vencimento

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

§ 2º - Na categoria títulos mantidos até o vencimento, podem ser registrados títulos e valores mobiliários, exceto ações não resgatáveis, para os quais haja intenção e capacidade financeira de mantê-los em carteira até o vencimento, desde que sejam observadas, cumulativamente, as seguintes condições:

I – o fundo de investimento seja destinado a um único investidor;

II – o investidor, ou seu representante legal declare formalmente, através do termo de adesão ao fundo, que possui a condição financeira para levar ao vencimento os títulos e valores mobiliários constantes da carteira do fundo classificados na categoria prevista no caput, inciso II;

III – no caso de o investidor ser fundo de investimento, seja o mesmo destinado a um único condômino."

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

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

4 "Art. 3º (...)

§ 1º - Para fins do ajuste previsto no caput, a metodologia de apuração do valor de mercado é de responsabilidade da instituição administradora e deve ser estabelecida com base em critérios consistentes e passíveis de verificação, que levem em consideração a independência na coleta de dados, em relação às taxas praticadas em suas mesas de operação, podendo ser utilizado como parâmetro:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

a. o montante, a natureza e as faixas de vencimento;

b. os valores de custo e de mercado, segregados por tipo de título, bem como os parâmetros utilizados na determinação desses valores;

c. o montante dos títulos reclassificados, o reflexo no resultado e os motivos que levaram à reclassificação;

d. a declaração sobre a intenção do investidor e a capacidade financeira de a instituição administradora manter até o vencimento os títulos classificados na categoria títulos mantidos até o vencimento;

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

a. política de utilização;

b. objetivos e estratégias de gerenciamento de riscos, particularmente, a política de hedge;

c. riscos associados a cada estratégia de atuação no mercado, controles internos e parâmetros utilizados para o gerenciamento desses riscos e os resultados obtidos em relação aos objetivos propostos;

d. critérios de avaliação e mensuração, métodos e premissas significativas aplicados na apuração do valor de mercado;

e. valores registrados em contas de ativo, passivo e compensação segregados, por categoria, risco e estratégia de atuação no mercado, bem como aqueles com o objetivo de hedge e de negociação;

f. valores agrupados por ativo, indexador de referência, contraparte, local de negociação (bolsa ou balcão) e faixas de vencimento, destacados os valores de referência, de custo, de mercado e em risco da carteira;

g. ganhos e perdas no período;

h. principais transações e compromissos futuros objeto de hedge de fluxo de caixa, destacados os prazos para o previsto reflexo financeiro;

i. valor e tipo de margens dadas em garantia.

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

Art. 11 – Verificada impropriedade ou inconsistência nos processos de classificação e de avaliação, o Banco Central do Brasil poderá determinar a reclassificação dos títulos e valores mobiliários e dos instrumentos financeiros derivativos, com o consequente reconhecimento dos efeitos nas demonstrações financeiras, na forma dos arts. 2º e 3º.

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

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

6 Circular nº 3.086:

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

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

Circular nº 3.086:

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

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

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

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

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

8 Depósito transcrito no item 7.

9 Veja-se o que diz o Voto do BACEN que propôs a edição da Circular 3.086.

8. 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 obter 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 do determinado papel não se encontra nesse intervalo."

## A CRISE DE 2002

9. 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.

10. 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.

11. 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.

12. 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

13. 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.

14. 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).

15. 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 ao seu investimento, riqueza esta que o cotista afoitado (ou necessitado) terá deixado para trás.

16. Basta lembrar os recentes episódios em que a CVM autorizou a cisão 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 possivelmente virão) a recuperar valor, total, ou parcialmente.

17. 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.

18. 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 do 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 o seu investimento (salvo nas restritas hipóteses previstas em lei).

## ESCOLHA DE SOFIA

19. 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).

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

21. 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.

22. 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 excluía 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.

23. 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

24. 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 por meio da Instrução CVM 365, de 29 de maio de 2002, que determinou a imediata vigência dos critérios da Circular nº 3.086/02.

25. Por força disto, muitos dos fundos que detinham posições em LFTs, como o SLW III Fundo de Investimento Financeiro, administrado pela SLW Corretora de Valores e Câmbio Ltda., que ainda vinham adotando a curva do papel como método de avaliação das LFTs, sofreram perdas no valor do seu patrimônio (e, portanto, de suas cotas) entre os dias 29 e 31 de maio de 2002 (o dia 30 de maio daquele ano foi feriado).

26. Por conta disto, a primeira acusação que à SLW Corretora de Valores e Câmbio Ltda. (e ao seu responsável técnico, Peter Thomas Grunbaum Weiss) se faz é a de "*descumprimento*" do art. 3º da Circular BACEN nº 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 do de valor de mercado em 29.05.2002*".

27. Adicionalmente, tendo em vista que, em 29.05.2002, a SLW Corretora de Valores e Câmbio Ltda, na qualidade de administradora do SLW III Fundo de Investimento Financeiro, utilizava 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 indiciada 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.

## II – DECISÃO

### Preliminares

28. Em primeiro lugar, é de constatar-se que, em 29 de maio de 2002, a Circular 2.654/96 não mais vigorava, pois havia sido expressamente revogada pela Circular 3.086/02. Por outro lado, a fiscalização não provou a utilização do método da curva do papel em qualquer outra data que não 29 de maio de 2002. Assim, parece-me impossível aplicar a Circular 2.654/96, que não mais vigorava naquela data, a eventos nela ocorridos, razão pela qual voto pelo afastamento de sua incidência na espécie. Pelos mesmos motivos, também afastado (embora não tenha sido apontada pela acusação como norma violada) a suposta violação à Carta-Circular nº 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.

29. Adicionalmente, considero imprópria a imputação de violação do art. 1º, § 1º, inciso II, da Resolução CMN 2.183/95 – ainda que fosse feita, quanto 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.

30. 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*".

31. A regulamentação, indubitavelmente, fê-lo, primeiro por meio das Circulares 2.616/95 e 2.654/96 e, depois, por meio do 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

32. 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.

33. 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 e efeitos nenhuns, 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 por meio 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?

34. Admitir isto é admitir a possibilidade de uma armadilha reguladora. 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 da sua vigência. O que se pretenderia obter com isto? Qual o benefício para o mercado, os investidores e as instituições?

35. 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 nº 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?

36. 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.

37. Ocorre que o Banco Central e a CVM estavam diante da iminência de uma crise sistêmica e atuaram com absoluta correção, colaborando para 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.

38. 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.

39. 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 nº 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."

40. 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.

41. 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.

42. 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.**"

43. 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,

"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).

44. 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 Excelentíssimo Senhor Ministro Carlos Madeira, Tribunal Pleno. Unânime. Diário da Justiça de 09/10/1987, p. 21.775).

45. 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 denúncia 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." (Recursos Ordinário em *Habeas Corpus* nº 4722-SP, Relator para o Acórdão o Excelentíssimo Senhor Ministro Luiz Vicente Cernicchiaro, 6ª Turma, Diário da Justiça de 30/09/1996, p. 36.651).

46. 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>.
47. 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.
48. 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.
49. Tal *erro* era completamente inevitável, por parte dos agentes, tendo em vista que, como dito, se havia um prazo de adaptação, a única lógica possível era a da possibilidade de manutenção da conduta incompatível com as novas regras até o fim de tal prazo. E ousar dizer que os agentes de mercado que marcaram seus papéis de forma diferente da maioria, fizeram-no por outras razões, notadamente por força de normas internacionais dos conglomerados de que fazem parte. Em outras palavras: mesmo quem tiver acertado quanto à interpretação agora proposta pela acusação terá acertado por acaso.
50. Finalmente, quanto à imputação de descumprimento da Circular BACEN nº 3.086/02, no período posterior a 29.05.02, acompanho os fundamentos expostos no voto do Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa, 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.
51. A imputação formulada no Termo de Acusação referente ao período posterior a 29.05.2002 baseou-se em resposta aos Ofícios/CVM/SIN/nº 28/2002 e Ofício/CVM/SFI/nº 50/2002, enviada pela própria SLW Corretora de Valores e Câmbio Ltda. 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, nas datas posteriores, reconhecido um deságio próximo ao valor divulgado pela Andima para todas as LFTs, como descrito no voto do Diretor-Relator.

\* \* \*

52. 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 nº 2.183/95, por entender tratar-se de norma destinada ao órgão regulador (à época o Banco Central do Brasil).

52. No mérito, pelas razões expostas, voto pela absolvição dos indiciado quanto à imputação restante, de descumprimento do art. 3º da Circular 3.086/02 em 29.05.2002, bem como no período posterior a 21.06.2002.

É o meu voto.

Rio de Janeiro, 21 de dezembro de 2005.

Marcelo Fernandez Trindade

Presidente

1 Relembre-se que a Lei 10.303/01, que transferia a competência para a supervisão de tais fundos para a CVM, somente entrou em vigor no 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 o 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, alternativo: I – o preço médio de negociação do dia da apuração, ou, quando não disponível, o preço médio de negociação no dia útil anterior; II – o valor líquido provável de realização obtido mediante adoção de técnica ou modelo de precificação; III o preço de instrumento financeiro semelhante, levados em consideração, no mínimo, os prazos de pagamento e vencimento, o risco de crédito e a moeda ou indexador; ou IV – o valor do ajuste diário no caso das operações realizadas no mercado futuro.

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

6 Note-se que nem mesmo no período de maior "stress" da economia nacional – 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 adiantamento 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 parece, devem ser considerados quanto 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.