

SESSÃO DE JULGAMENTO
DO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR
CVM NºRJ2005/8542

Acusados: Banco Westlb do Brasil S.A.

Aristides Campos Jannini

Ementa: **Violação do dever de agir com a devida diligência por parte do administrador e do diretor responsável pela administração de fundo de investimento, quando da realização de operações de compra de Notas do Tesouro Nacional série C a preço unitário ("PU") divergente em relação ao PU médio estimado conforme metodologia do DESIN, do PU médio do mercado secundário divulgado pela ANDIMA e do PU da 550, também divulgado pelo Banco Central do Brasil. Infração ao art. 2º, § único, do Regulamento Anexo à Circular BACEN Nº 2.616/95 e ao art. 65, inciso X, da Instrução CVM nº 409/04. Multa.**

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 unanimidade de votos, decidiu:

1. Aplicar ao **Banco Westlb do Brasil S.A.**, na qualidade de administrador do Monazita Fundo de Investimento Financeiro NUC, atualmente denominado Monazita Fundo de Investimento Multimercado ("**Fundo**"), a pena de **multa** no valor de **R\$ 3.500.000,00** (três milhões e quinhentos mil reais), dentro do critério estabelecido pelo art. 11, §1º, II, da Lei nº 6.385/76, que estipula o limite máximo de 50% do valor das operações irregulares, pelo não cumprimento do dever de diligência; e
2. Aplicar ao senhor **Aristides Campos Jannini**, na qualidade de diretor do Banco Westlb, responsável pela administração do fundo de investimento, a pena de **multa** no valor de **R\$ 160.000,00** (cento e sessenta mil reais), nos termos do art. 11, §1º, inciso I, pelo não cumprimento do dever de diligência.

Os acusados punidos terão um prazo de 30 dias, a contar do recebimento de comunicação da CVM, para interpor recurso, com efeito suspensivo, ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, nos termos do parágrafo único do artigo 14 da Resolução CMN nº 454/77.

Proferiu defesa oral o advogado Luiz Leonardo Cantidiano, representante legal do Banco Westlb do Brasil S.A. e do seu diretor-responsável, Aristides Campos Jannini.

Presente à sessão de julgamento o procurador-federal Fabrício Duarte Tanure, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

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

Rio de Janeiro, 29 de agosto de 2006.

Pedro Oliva Marcilio de Sousa

Diretor Relator

Relatório

01. Trata-se de termo de acusação, datado de 22.11.05, formulado pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários ("SMI") em face do Banco WestLB do Brasil S/A ("Indiciado"), na qualidade de administrador do Monazita Fundo de Investimento Financeiro NUC, atualmente denominado Monazita Fundo de Investimento Multimercado ("Fundo") e de Aristides Campos Jannini ("Diretor Responsável"), na qualidade de diretor responsável do Indiciado.

02. Em 22.04.05, o Departamento de Supervisão Indireta do Banco Central ("DESIN" e "BACEN", respectivamente) encaminhou a esta Autarquia o resultado do trabalho de monitoramento indireto de negociações definitivas com títulos públicos federais registrados no SELIC, com a identificação de que o Fundo, administrado pelo Indiciado, efetuou operações de compra de Notas do Tesouro Nacional série C ("NTN-C"), com vencimento em 01.01.2031, nos dias 23.02.05, 24.02.05 e 25.02.05, a preço unitário ("PU") divergente em relação ao PU médio estimado conforme metodologia do DESIN, do PU médio do mercado secundário divulgado pela ANDIMA e do PU da 550, também divulgado pelo Banco Central (fls. 10/18).

03. Em 29.08.05, o Departamento de Supervisão de Cooperativas e Instituições não Bancárias e de Atendimento de Demandas e Reclamações do Banco Central do Brasil ("DESUC") encaminhou o resultado do trabalho de fiscalização realizada na Nominal Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda., em que foi verificado que o Fundo efetuou operação de compra de Notas do Tesouro Nacional série B ("NTN-B"), com vencimento em 15.08.2024, no dia 02.12.04 e a operação de compra de NTN-C, com vencimento em 01.01.2031, no dia 17.02.05, a PU divergente em relação ao PU médio divulgado pela ANDIMA.

04. Em resposta aos termos do OFÍCIO/CVM/GMA-3/Nº 068/05 (fls. 39/93), o Indiciado enviou as notas de negociação dos títulos e os extratos de movimentação diária do Fundo, confirmando os preços praticados nas operações relatadas pelo BACEN. Informou, ainda, que as decisões de compra e venda desses títulos foram tomadas exclusivamente pelo cotista exclusivo, NUCLEOS - Instituto de Seguridade Social ("Quotista Único"), através de sua gerente financeira, Fabiana Carneiro Carnaval de Castro e, tendo em vista que a decisão de compra e venda foi tomada pelo Quotista Único, não saberia informar o critério que foi utilizado para realização das operações.

05. Constatou ainda a área técnica, diante dos termos das informações fornecidas pelo DESIN e pelo DESUC (fls. 18, 20/22), que o Fundo adquiriu, nos dias 15.06.04, 16.06.04, 23.02.05, 24.02.05 e 25.02.05, NTN-B com vencimento em 01.01.2045 e NTN-C com vencimento em 01.01.2031, por PU consideravelmente elevados quando comparados aos demais preços de referência divulgados pela ANDIMA, resultando em um dispêndio a maior de, aproximadamente, R\$ 1.222.224,11 para compor a mesma carteira.

Acusação Inicial

06. Pelo Termo de Acusação, o Indiciado, ao adquirir para o Fundo, nas datas de 15.06.04, 16.06.04, 23.02.05, 24.02.05 e 25.02.05, NTN-B com vencimento em 01.01.2045 e NTN-C com vencimento em 01.01.2031 por preços muito superiores aos preços da ANDIMA, teria violado o dever de agir com a devida perícia e diligência na administração do fundo, nos termos do disposto no art. 2º, § único, inciso II, do Regulamento Anexo ("Regulamento Bacen") à Circular BACEN 2.61695 ("Circular 2.616/95").

07. Ainda nos termos do art. 2º, inciso II e § único, inciso II, do Regulamento Bacen, a responsabilidade, civil e criminal, pela gestão, supervisão e acompanhamento do fundo, seria também do membro estatutário designado, e tecnicamente qualificado pela administração da instituição administradora. Segundo o Termo de Acusação, o diretor responsável seria Aristides Campos Jannini.

Recapitulação das Infrações

08. Em reunião realizada em 11.04.06, decidiu o órgão Colegiado desta Autarquia pela recapitulação das infrações imputadas ao Indiciado e ao Diretor Responsável. Entendeu-se que em razão da mudança normativa ocorrida em 22.11.04, data em que entrou em vigor a Instrução 409/04, a imputação de descumprimento do art. 2º, § único, inciso II, do Regulamento Bacen mostrava-se incorreta para os fatos ocorridos após essa data.

09. Após a recapitulação das infrações, o item 14 do Termo de Acusação passou a ter a seguinte redação:

"Os elementos de prova trazidos aos autos deste inquérito permitiram comprovar que o BANCO

WESTLB DO BRASIL S/A, CNPJ:61.088.183/0001-33, com sede na AV. ENG. LUIS CARLOS BERRINI, Nº 716, 8º ANDAR, BROOKLIN NOVO, CEP: 04571-000, SÃO PAULO-SP e seu diretor, Sr. ARISTIDES CAMPOS JANNINI, CPF nº 111.094.048-32, residente à RUA ENGENHEIRO FIQUEIREDO, Nº 22, SÃO PAULO-SP, CEP 04012-1590, violaram o dever de agir com a devida perícia diligência na administração do fundo, (1) conforme expressa assunção de responsabilidade decorrente da declaração firmada por força do art. 22, § único, inc. II do Regulamento Anexo à Circular 2.616, de 18/09/95, do Banco Central do Brasil, quando adquiriram para o Monazita Fundo de Investimento Financeiro NUC (atualmente denominado Monazita Fundo de Investimento Financeiro Multimercado), em operações realizadas em 15.06.2004 e 16.06.2004, com NTN-B com vencimento em 15.08.2024 a preços relevantemente superiores a quaisquer outros comparáveis dos mesmos títulos nos mesmos períodos, e (2) definidos nos arts. 57, § 3º e 64, V, VIII e IX todos da Instrução 409/04, quando adquiriram para o Monazita Fundo de Investimento Financeiro NUC (atualmente denominado Monazita Fundo de Investimento Multimercado), em operações realizadas em 23.02.2005, 24.02.2005 e 25.02.2005, com NTN-C com vencimento em 01.01.2031 e NTN-B com vencimento em 15.08.2024 a preços relevantemente díspares de outros comparáveis dos mesmos títulos nos mesmos períodos."

Defesas

10. Os Indiciados apresentaram suas defesas em conjunto e tempestivamente, às fls. 189/220, após a concessão de novo prazo após a recapitulação das infrações, além da defesa de fls. 137/179 apresentadas anteriormente à recapitulação.

11. No que se refere às operações praticadas no período anterior à Instrução 409/04, os defendentes sustentam que os art. 22, § único, do Regulamento Bacen não trata da questão discutida nestes autos. E que, caso a intenção tenha sido a referência ao art. 2º, § único, inciso II desse mesmo regulamento, mesmo assim, não teria aplicação ao caso.

12. Alegam que o dispositivo trata apenas de matéria relativa à responsabilidade de instituição administradora de fundo de investimento na condução de suas atividades e aos possíveis desdobramentos advindos de seu descumprimento ou omissão, não apresentando qualquer relação com a acusação contida no Termo de Acusação, no sentido de que teriam praticado preços não compatíveis com aqueles usualmente adotados pelo mercado à época da realização das operações mencionadas nos autos.

13. Seria necessário, segundo os defendentes, a existência de ambiente normativo anterior à vigência da Instrução 409/04 que definisse o conceito de "valor de mercado" de títulos e valores mobiliários, o que não seria o caso, para que fosse cabível a afirmação de que teriam agido de forma negligente ou imprudente ao negociar títulos públicos federais junto aos demais agentes atuantes no mercado de capitais. Ao final, invocaram em seu favor o item 13 do Parecer de Orientação 01/78¹.

14. Com relação às operações praticadas em data posterior à vigência da Instrução 409/04, os defendentes alegam não serem suscetíveis de fundamentação as acusações formuladas com base nos termos do art. 57 da Instrução 409/04². Sustentam que as acusações apontadas no Termo de Acusação referem-se à prática de preços de mercado incompatíveis com os adotados à época da realização das operações inquiridas, razão pela qual não se apresenta qualquer liame com as atividades por terceiros contratados, não havendo nos autos prova de que houve o descumprimento de citado dispositivo da Instrução 409/04.

15. Com referência à alegação de violação aos incisos V, VIII e IX, do art. 65 da Instrução 409/04, defendem-se os indiciados sustentando que:

- i. o Termo de Acusação nada demonstra, com base no inciso V, do art. 65, da Instrução 409/04, que ao negociar as NTN-C objeto das operações de compra realizadas nos dias 23, 24 e 25 de fevereiro de 2005, não houve a necessária diligência no exercício dos direitos decorrentes do patrimônio ou das atividades do patrimônio ou atividades do Fundo. Além disso, o comando contido nesse inciso não faz referência à fixação de determinado padrão ou critério de precificação de ativos como forma de expressão do exercício por uma instituição administradora dos direitos decorrentes do patrimônio ou as atividades de um fundo de investimento;
- ii. nos termos do inciso VIII, do art. 65, da Instrução 409/04, não haveria, na prática das operações realizadas nos dias 23, 24 e 25 de fevereiro de 2005, indício que autorize a CVM a afirmar que não houve diligência na defesa dos direitos do Quotista Único, cotista exclusivo do Fundo;
- iii. em contraposição à imputação de descumprimento do inciso VIII, do art. 65, da Instrução 409/04, seria cabível alegar: (a) o enquadramento do Quotista Único em uma das hipóteses contidas no art. 109 da Instrução

409/04, mais especificamente no inciso II, o que lhe confere a qualidade de investidor qualificado; e (b) a existência de cartas referentes às operações de compra de títulos efetuadas em 16 de junho de 2004 e 23, 24 e 25 de fevereiro de 2005, emitidas pelo próprio Quotista Único e endereçadas ao Indiciado; e

iv. com relação ao inciso IX, do art. 65, da Instrução 409/04, nada existe que possa permitir a afirmação de que não se buscou, ao negociar as operações de compra dos títulos públicos nas datas em questão, as melhores condições para o Fundo Monazita, visto que, em virtude da impossibilidade de se estabelecer para essas transações um único valor de mercado, não seria possível afirmar que seus respectivos preços de mercado são incompatíveis com aqueles praticados à época para ativos semelhantes.

16. Os defendentes afirmam, também, que a principal acusação formulada, de suposta prática de operações de compra e venda de títulos públicos federais a preços superiores àqueles utilizados em operações semelhantes, não consta na lista de condutas tipificadas como infrações graves expressamente elencadas no art. 117 da Instrução 409/04, para fins de aplicação das penalidades passíveis de imposição do disposto no § 3º, do art. 11, da Lei 6.385/76.

17. Discorrem os defendentes sobre o conceito de valor de mercado, bem como da metodologia de precificação dos títulos públicos federais, tanto da ANDIMA como do DESIN, ressaltando as limitações e deficiências que caracterizam as metodologias utilizadas, como é o caso das NTN-C, que decorreriam da baixa liquidez apresentada por esses ativos financeiros no mercado secundário.

18. O inexpressivo volume de negociações e a baixa quantidade de títulos negociados teriam impactado diretamente no preço dos títulos negociados, pois, em razão de sua baixa liquidez, haveria uma tendência clara (lei da oferta e da procura) de serem praticados preços diversos daqueles encontrados de acordo com as metodologias mencionadas.

19. Por fim, alegam: (i) a ocorrência de fundamentação errônea, por parte do BACEN, eis que uma das principais peças de instrução do presente processo administrativo sancionador, o Ofício Desuc/Gabin – 2005/34, fundamenta suas conclusões em normativos não aplicáveis às operações objeto das acusações em questão; e (ii) a ausência de responsabilidade objetiva dos defendentes, que teriam agido de boa-fé.

Considerações Finais

20. Nenhum dos Indiciados requereram a celebração de Termo de Compromisso.

É o relatório.

Voto

21. Como bem notado pelos defendentes, quando da recapitulação por mim proposta, houve um erro - menção ao art. 22 ao invés do art. 2º do Regulamento Bacen. Esse erro, no entanto, em nada prejudicou o Indiciado ou o Diretor-Responsável, não só porque quando da apresentação da primeira defesa eles já apresentaram todos seus argumentos sobre a aplicação desse dispositivo, mas, também, porque esses argumentos foram repisados na nova petição.

22. Além disso, esse erro foi o que se denomina de "erro material" ou *lapsus linguae*, uma vez que da leitura dos 6 parágrafos do voto em que se aprovou a recapitulação ("Voto-Recapitulação") percebe-se que ela visava, apenas, retirar uma das infrações do regime da Circular 2.616/95 e colocá-la sob o regramento da Instrução 409/04, que substituiu a Circular 2.616/95 e entrou em vigor após a realização das operações do dia 15 e 16.06.04 ("Operações do Primeiro Bloco") e antes da realização das operações do dia 23, 24 e 25.02.05 ("Operações do Segundo Bloco"). Esse problema de vigência dos normativos imputados já tinha, inclusive, sido apontado pelos defendentes em sua primeira defesa.

23. No Voto-Recapitulação, não se pretendeu hora alguma alterar a capitulação com relação às Operações do Primeiro Bloco. Ou seja, não se pretendeu alterar a capitulação das operações realizadas anteriormente à entrada em vigor da Instrução 409/04. Constatou do Voto-Recapitulação inclusive, o seguinte:

"Em razão da mudança normativa ocorrida em 22.11.04, entendo que a imputação de descumprimento do art. 2º, § único, inciso II do Regulamento Anexo à Circular 2.616/95 mostra-se incorreta, para os fatos ocorridos após essa data" (grifos inexistentes no original).

24. Em outro trecho, no mesmo voto, foi dito:

"Assim, proponho a recapitulação das infrações imputadas aos indiciados com relação às operações

ocorridas no ano de 2005, que passam a ser o descumprimento dos dispositivos mencionados no parágrafo precedente". Os dispositivos mencionados no parágrafo precedente eram: arts. 57, §3º, e 65, V, VIII e IX todos da Instrução 409/04.

25. Também não poderia haver confusão quanto ao teor da recapitulação em decorrência dos parágrafos do Voto-Recapitulação não transcritos nesta decisão. Isso porque eles apenas elencam as operações sob julgamento e a norma que serviu de base para a imputação (item 01 do Voto-Recapitulação), justificam a razão de a recapitulação ser baseada na Instrução 409/04 (item 03) e concedem novo prazo de defesa (último parágrafo). Enfim, exceto pelo próprio texto da recapitulação, o qual continha o erro material, não havia qualquer referência ao tal art. 22 do Regulamento Bacen.

26. Além disso, a leitura dos fundamentos da recapitulação permitiam, facilmente, a percepção do erro material. Tanto é assim, que o Indiciado e o Diretor-Responsável defenderam-se do dispositivo correto, evitando qualquer prejuízo que o erro material pudesse trazer-lhes.

27. Por fim, como bem notaram os defendentes, o art. 22, § único não possui inciso e, portanto, jamais poderia ser imputado a eles o descumprimento do inciso II desse dispositivo. Não há, portanto, qualquer argumento para que se acredite que os defendentes, legitimamente, acreditaram que as infrações que lhes foram imputadas estariam fundadas no art. 22, § único, II do Regulamento Bacen.

28. Pelos motivos acima, deixarei de analisar eventual infração a esse art. 22, § único, inciso II do Regulamento Bacen, restringindo-me às infrações ao art. 2º, § único, inciso II desse regulamento e aos dispositivos mencionados da Instrução 409/04 mencionados.

29. Quanto ao mérito, esse processo parece demandar a análise de três aspectos distintos. Em primeiro lugar, é preciso decidir se o Indiciado, que era administrador do Fundo, delegou a gestão para o Quotista Único ou se a reteve. Caso se decida que o Indiciado reteve a gestão do Fundo, é preciso decidir se as suas obrigações previstas no art. 2º, § único, inciso II do Regulamento Bacen e nos arts. 57, §3º, e 65, V, VIII e IX todos da Instrução 409/04 seriam descumpridos caso, sem uma justificativa negocial ou sem um procedimento de tomada de investimento diligente ou desinteressado, ativos do Fundo fossem adquiridos pelo Fundo por preços injustificadamente altos. Por fim, faz-se necessário analisar as operações cobertas pela acusação para ver se a atuação do Indiciado pode ser considerada como descumprimento das obrigações do administrador ou não, conforme caracterizada pela discussão anterior. Vou analisar essas questões na mesma ordem em que as coloquei nesse parágrafo.

30. Há, nos autos, farta prova material que indica que a responsabilidade pela gestão do Fundo era do Indiciado e não do Quotista Único:

(i) contrato de custódia com o Citibank Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A (fls. 41 a 49). textos dos Considerandos (i) e (ii) e das cláusulas 2.1 (d), 2.2 e 3.6;

(ii) contrato de custódia com o HSBC Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. (fls 52 a 70). texto do Considerando (iii) e das cláusulas 5.2, 5.8, 7.1 e, especialmente, o item 2 do Anexo II;

(iii) ata da assembléia geral ordinária e extraordinária do Fundo realizada em 12.11.2003 (fls. 159). item 1 da assembléia geral extraordinária; e

(iv) regulamento do Fundo (fls. 163 a 175). o art. 1º, §1º e 7º, que definem o Indiciado como administrador, sem falar em delegação de gestão; o art. 2º, que determina que se siga a política de investimento do Quotista Único, sem, no entanto, conferir-lhe qualquer poder de gestão; o art. 4º, §2º que fala da gestão diligente e de acordo com as boas práticas; os arts. 10 e 11, X que vedam a delegação da gestão do Fundo, exceto mediante aprovação do Quotista Único em assembléia de quotista.

31. Sobre a gestão do Fundo, os defendentes argüem dizendo que, com relação às operações em discussão, a decisão de investimento não foi deles, mas do Quotista Único:

"No que tange às decisões de compra e venda dos títulos especificados no Ofício em questão, comunicamos que tais decisões foram tomadas exclusivamente pelo próprio Núcleos, através de sua Gerente Financeira, Sra. Fabianna Carneiro Carnaval de Castro" (fls 40, na comunicação de 07.10.05).

"Além disso, faz-se necessário afirmar que as operações de compra de títulos públicos federais realizadas em 23, 24 e 25 de fevereiro de 2005 foram efetuadas pelo próprio WestLB atuando por conta

e ordem do fundo Monazita e não por terceiros prestadores de serviços contratados por esta instituição financeira" (fls. 203).

32. Afirmações no mesmo sentido dessa última transcrição ocorrem em diversas passagens, na primeira e na segunda defesas (fls. 135 e 136 e 214 e 215, por exemplo). As cartas de fls 174 a 179 corroborariam esses argumentos, pois teriam isentado o Indiciado da responsabilidade sobre as operações dos dias 15.06.04, 23, 24 e 25.02.05.

33. Algumas características dessas cartas fazem com que elas não sejam aptas à comprovação das afirmações dos defendentes:

(i) não há carta com relação à operação de 16.06.04;

(ii) as cartas reconhecem apenas o volume financeiro da operação e o título que foi adquirido, mas não o valor pago por cada título, que é o que causaria o prejuízo;

(iii) as cartas não estão datadas;

(iv) as cartas não possuem número de controle do emissor (Quotista Único);

(v) as cartas não possuem controle de recebimento pelo Indiciado (protocolo ou outra marca que demonstrasse a data de recebimento);

(vi) não há, nos autos, comprovação de que os signatários teriam poderes para representar o Quotista Único e isentar o Indiciado das obrigações assumidas contratualmente (conforme ata deliberações da assembléia de quotistas do Fundo e disposições do seu regulamento, comentados no item 30 acima);

(vii) as cartas estão em contradição com a informação prestada pelo Indiciado em 07.10.05, pois lá, afirmou-se que a ordem de compra teria sido dada por Fabianna Carneiro Carnaval de Castro, enquanto as cartas são assinadas por Gildásio Amado Filho e Abel de Almeida.

34. Em resumo, não há cartas para todas as operações, não há prova que as cartas são contemporâneas às aquisições e não que teriam sido produzidas posteriormente, com o objetivo de dar alguma solidez à posição do Indiciado e, o que é pior, não há comprovação de que seus signatários teriam poderes para alterar disposições contratuais vinculando Indiciado e Quotista Único.

35. Além disso, mesmo que os poderes existissem, a forma não foi a correta, pois se fazia necessário aprovar a delegação da gestão em assembléia de quotistas, conforme previa o art. 10 do regulamento do Fundo.

36. Há, ainda, um ponto muito *sui generis* nessa tal delegação da gestão do Fundo, isso porque ela seria apenas parcial, nas palavras do próprio Indiciado (ou seja, o Indiciado continuaria sendo o "gestor" do Fundo em outras operações). É o que se nota do seguinte trecho da resposta do Indiciado em 07.10.05:

"No WestLB as pessoas responsáveis pelas tomadas de decisão de outros investimentos do Fundo além daquelas decisões tomadas tão somente pelo Nucleos (...)" (fls. 40)

37. Sobre a delegação da gestão de fundos de investimentos em títulos públicos é também importante mencionar que, quando da realização das Operações do Primeiro Bloco, ela já era permitida e regulada pelo art. 9º, II do Regulamento Bacen. Esse dispositivo permitia que ela fosse feita a pessoa jurídicas, integrantes ou não do Sistema Financeiro Nacional (art. 9º, § único). Com isso, caso desejasse, o Indiciado poderia ter formalmente delegado a gestão do Fundo ao Quotista Único.

38. Reafirmando essa possibilidade, a Deliberação 475/04, editada pela CVM e vigente desde 31.12.04 (anteriormente, portanto, à maioria das operações), também permitia a delegação da gestão de fundos exclusivos, como o Fundo, para entidades fechadas de previdência privada, como o Quotista Único. Não havia, portanto, qualquer razão normativa para que, em sendo caso (ou desejando-se), fosse a gestão do Fundo delegada ao Quotista Único.

39. Ao decidir não realizar a delegação expressa, o que, inclusive, facilitaria a fiscalização das operações pela Secretária de Previdência Complementar ("SPC"), o Indiciado assumiu todos os deveres do gestor de fundos de investimentos e não pode alegar que, na prática, a gestão incumbiria a terceiro. Para que essa defesa fosse válida, além de fazer a prova (que não me parece ter sido feita), o Indiciado deveria ter formalizado a delegação na forma e

no momento adequado, pois só assim os órgãos competentes (CVM e SPC) podem fiscalizar as atividades de seus jurisdicionados adequadamente. Isso não foi feito.

40. A esse respeito, a CVM, mesmo frente a provas mais fortes da delegação de gestão (comprovação de celebração de contrato específico prevendo a delegação da gestão do fundo), posicionou-se, no Processo RJ27/03, exigindo total e absoluta formalização para que a delegação pudesse ser utilizada como excludente de responsabilidade. Naquela oportunidade, fui, inclusive, voto vencido, achando, ao contrário da minha opinião ao analisar os fatos e documentos constantes deste processo, que a comprovação ali feita era suficiente para demonstrar a delegação da gestão.

41. Tendo em vista que o Indiciado reteve a responsabilidade pela gestão do Fundo, é preciso decidir como as obrigações previstas no art. 2º, § único, inciso II do Regulamento Bacen e nos arts. 57, §3º, e 65, V, VIII e IX todos da Instrução 409/04 são descumpridas. Essa é uma análise dos dispositivos normativos sem menção aos fatos concretos. Apenas na terceira parte deste voto é que se analisará se as operações elencadas descumprem essas regras.

42. O art. 2º, § único, inciso II do Regulamento Bacen estabelece que o administrador *"é responsável, prioritariamente, nos termos da legislação em vigor, inclusive perante terceiros, pela ocorrência de situações que indiquem fraude, negligência, imprudência ou imperícia na administração do fundo, sujeitando-se, ainda, à aplicação das penalidades de suspensão ou inabilitação para cargos de direção em instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil"* (grifos inexistentes no original).

43. Já o art. 57, §3º da Instrução 409/04 trata da responsabilidade do administrador, em razão de descumprimento da legislação e do regulamento de fundos de investimento, mesmo na hipótese de delegação da gestão do fundo. Os incisos V, VIII e IX da Instrução 409/04 incluem, entre as obrigações do administrador: *"exercer, ou diligenciar para que sejam exercidos, todos os direitos decorrentes do patrimônio e das atividades do fundo, ressalvado o que dispuser o regulamento sobre a política relativa ao exercício de direito de voto do fundo", "empregar, na defesa dos direitos do cotista, a diligência exigida pelas circunstâncias, praticando todos os atos necessários para assegurá-los, e adotando as medidas judiciais cabíveis"* e *"exercer suas atividades buscando sempre as melhores condições para o fundo"*.

44. Como se vê, todos os dispositivos ligam-se ao dever de diligência³ e o inciso IX, também inclui o dever de lealdade. A questão é, no entanto, saber como se analisa a diligência no caso da administração de fundos de investimentos.

45. Nesse aspecto, parece-me que, como bem afirmado pela defesa, não se pode fazer essa análise com base, simplesmente, no preço da operação. Discordo da defesa, no entanto, quando pressupõe que, por não ser possível averiguar a diligência do gestor com base no preço de negociação dos ativos, nada é possível ser feito, a não ser que se prove falta de lealdade.

46. Para se decidir o que é falta de diligência é preciso tentar extrair dos textos normativos algumas orientações gerais. O Regulamento Bacen, por exemplo, liga a falta de diligência à negligência. O inciso VIII do art. 65, por sua vez, fala em *"diligência exigida pelas circunstâncias"*, o inciso IX, em *"[buscar] sempre as melhores condições para o fundo"*. Os demais dispositivos não ajudam muito.

47. Mas qual é o nível de atenção e cuidado que transformaria, no caso de administração de fundos de investimento, a negligência em diligência? Quais seria a diligência exigida pelas circunstâncias?

48. Na ausência de maior especificação normativa ou de precedentes aplicáveis, parece-me que o nível mínimo deveria ser o do homem ativo e probo, que é o *standard* previsto para o administrador de companhia aberta. A esse respeito, a CVM vem, conforme corretamente apontado pelos defendentes, tentando evitar a análise do mérito da decisão (conforme Inquérito Administrativo 09/03, Processos RJ2004/3098, RJ2001/12, RJ 2004/5392, julgado nesta mesma data, e o Processo RJ2005/1443, doravante denominado "Processo Cataguazes").

49. No Processo Cataguazes, este Colegiado já decidiu que a diligência deve ser observada com relação ao processo de tomada da decisão negocial. Transcrevo a seguir os principais pontos sobre esse assunto constantes daquele julgado, que também podem servir para que se analise a ocorrência ou não de uma conduta diligente por parte dos defendentes:

"30. O dever de diligência já foi objeto de várias decisões judiciais. Nelas, o Poder Judiciário americano tem-se recusado a entrar no mérito das decisões da administração. Muitos dos fundamentos para essa não interferência referem-se à própria capacidade de o Poder Judiciário substituir a administração, outros relacionam-se com a possibilidade de se julgar a decisão administrativa ex post, pois (i) uma tal

revisão leva em conta mais informações do que as que estavam à disposição da administração ao tempo da tomada da decisão, e (ii) uma decisão negocial não pode ser analisada fora do contexto em que se insere, o que deixaria de considerar que o administrador, muitas vezes em virtude da escassez de tempo, precisa escolher quais serão as questões revistas e quais não serão analisadas.

31. Para evitar os efeitos prejudiciais da revisão judicial, o Poder Judiciário americano criou a chamada "regra da decisão negocial" (*business judgement rule*), segundo a qual, desde que alguns cuidados sejam observados, o Poder Judiciário não irá rever o mérito da decisão negocial em razão do dever de diligência. A proteção especial garantida pela regra da decisão negocial também tem por intenção encorajar os administradores a servir à companhia, garantindo-lhes um tratamento justo, que limita a possibilidade de revisão judicial de decisões negociais privadas (e que possa impor responsabilidade aos administradores), uma vez que a possibilidade de revisão *ex post* pelo Poder Judiciário aumenta significativamente o risco a que o administrador fica exposto, podendo fazer com que ele deixe de tomar decisões mais arriscadas, inovadoras e criativas (que podem trazer muitos benefícios para a companhia), apenas para evitar o risco de revisão judicial posterior. Em razão da regra da decisão negocial, o Poder Judiciário americano **preocupa-se apenas com o processo que levou à decisão e não com o seu mérito**. Para utilizar a regra da decisão negocial, o administrador deve seguir os seguintes princípios:

(i) Decisão informada: A decisão informada é aquela na qual os administradores basearam-se nas informações razoavelmente necessárias para tomá-la. Podem os administradores, nesses casos, utilizar, como informações, análises e memorandos dos diretores e outros funcionários, bem como de terceiros contratados. Não é necessária a contratação de um banco de investimento para a avaliação de uma operação;

(ii) Decisão refletida: A decisão refletida é aquela tomada depois da análise das diferentes alternativas ou possíveis conseqüências ou, ainda, em cotejo com a documentação que fundamenta o negócio. Mesmo que deixe de analisar um negócio, a decisão negocial que a ele levou pode ser considerada refletida, caso, informadamente, tenha o administrador decidido não analisar esse negócio; e

(iii) Decisão desinteressada: A decisão desinteressada é aquela que não resulta em benefício pecuniário ao administrador. Esse conceito vem sendo expandido para incluir benefícios que não sejam diretos para o administrador ou para instituições e empresas ligadas a ele. Quando o administrador tem interesse na decisão, aplicam-se os standards do dever de lealdade (*duty of loyalty*).

32. Existem, no entanto, situações em que, além de operações em que se tenha interesse, o Poder Judiciário não aceita a aplicação da regra da decisão negocial. **Por exemplo, não se aceita a completa alienação das decisões negociais, alegando-se falta de competência ou de conhecimento.** Também não são protegidas pela regra da decisão negocial as decisões tomadas visando a fraudar a companhia, ou seus acionistas, ou aquelas que não tenham sido tomadas em boa fé" (negritos inexistentes no original).

50. Pelo que se viu acima, seja com base na Circular 2.616/95, seja com base na Instrução 409/04, o administrador pode ser responsabilizado por falta de diligência e a averiguação da falta de diligência não se vê a partir do mérito da decisão, mas do processo que levou a ela. Creio, no caso das imputações com base na Instrução 409/04, que apenas o art. 65, IX foi violado, pois o art. 57, §3º trata de casos em que ocorre delegação de gestão, o que não é o caso, e o art. 65 V e VIII tratam de direitos já inseridos no patrimônio do Fundo, e não de decisão de compra de um ativo tomada de forma não diligente.

51. Resolvida a segunda questão, passo ao terceiro e último ponto, que tem por objetivo determinar se houve falta de diligência do administrador no caso concreto. A esse respeito, a peça probatória mais relevante parece ser a resposta aos itens "b" e "c" do Ofício/CVM/SMI/GMA-3/068/2005 (fls. 36 e segs), que pediam a identificação das pessoas responsáveis pelas operações e os critérios utilizados para realização delas. Em resposta a esse ofício, informou o Indiciado:

"No que tange às decisões de compra e venda dos títulos especificados no Ofício em questão, comunicamos que tais decisões foram tomadas exclusivamente pelo próprio Núcleo, através de sua Gerente Financeira, Sra. Fabianna Carneiro Carnaval e Castro.

No WestLB, as pessoas responsáveis pelas tomadas de decisão de outros investimentos do Fundo além daquelas decisões tomadas tão somente pelo Núcleo, são o Sr. Aristides Campos Jannini (...) e o Sr. Mário Cardoso Carvalho Filho".

52. Nos trechos acima transcritos, o Indiciado confessou que não exerceu qualquer ponderação, censura, reparo, revisão, análise ou julgamento sobre as decisões de realizar as operações discutidas neste processo e, o que é pior, confirmou sua total alienação ao processo, ao imputar a decisão de compra dos ativos a terceiro não contratado (ou habilitado) para a função. Enfim, confessou a falta de diligência e, portanto, eu já poderia concluir aqui pela sua condenação, especialmente porque essa alienação ao processo decisório não é desmentida nas defesas, nem nelas se traz argumentos para relativizar a falta da diligência assumida explicitamente na resposta acima transcrita.

53. Aprofundando na análise das infrações, a revisão do preço pode ser útil, pois, embora não possa ser utilizado como único (ou principal) indicativo da falta de diligência, o preço de negociação pode sim ser utilizado como indício de falta de diligência (ou como argumento definitivo, caso o processo decisório não seja compatível com uma atuação diligente).

54. No caso concreto, começando minha análise sobre o preço das Operações do Segundo Bloco, percebe-se que os preços são significativamente divergentes das médias apuradas pela metodologia do Desin2, da ANDIMA ou do PU da 550. Mais precisamente, essa divergência é 3 desvios-padrão do spread médio das negociações realizadas com títulos de mesmo indexador com base no primeiro dos critérios (cf. fls 18, no Relatório da DESIN). Isso significa que o preço dos títulos nas operações notificadas à CVM são maiores do que 99% dos preços apurados (ou seja, estão entre os 1% mais elevados)⁴.

55. Em sua defesa, o Indiciado e o Diretor-Responsável apenas criticam a metodologia utilizada, demonstrando que elas não são perfeitas, falam de problemas estruturais do mercado secundário de títulos públicos e, também, que não há um preço único de mercado.

56. O próprio Banco Central não ignora os pontos levantados pelos defendentes, ao contrário, reconhece-os e explicita-os, principalmente as restrições trazidas pela falta de liquidez e pela variedade de títulos (vencimentos e indexadores diferenciados). Além disso, o Banco Central estabeleceu uma metodologia para a determinação de preço, procurando anular (ou minorar os efeitos) as limitações existentes e expondo de forma clara as limitações do critério por ele proposto. Por exemplo:

(i) Sobre a amplitude dos preços (variações máximas e mínimas e diferenciais em razão dos diferentes indexadores): *"Uma dificuldade inerente a este tipo de monitoramento é julgar as negociações com base nos preços contratados. Conforme o vencimento do título e seu fluxo de pagamentos, pequenas diferenças da expectativa de taxa [de] juros entre os agentes podem representar grandes variações nos PU's para um mesmo papel. Para se solucionar essa questão de amplitude dos preços, procurou-se um parâmetro que não carregasse diferença pelo prazo e que fosse comparável para prazos e pagamentos variáveis. A solução proposta foi adotar o spread de estrutura a termo de taxa de juro, que representa a diferença medida entre a expectativa de juros de um determinado agente e a expectativa adotada como padrão na metodologia.*

Os títulos são tratados por tipo de indexador (PRE, SELIC, IGPM, IPCA e DÓLAR), o que permite considerar um universo de análise estatística ainda maior, incluindo vencimentos e papéis diversos, como por exemplo a NTN-D e a NBCE para o fator DÓLAR.

A comparação estatística de spreads possui uma característica muito importante: mesmo que a metodologia da DSIN 2 adote um curva de juros padrão que não seja a praticada pelo mercado, espera-se que as diferentes desta curva para cada uma das negociadas no mercado sejam relativamente homogêneas, espelhando o comportamento dos agentes" (grifos inexistentes no original) (fls 11 e 12) .

(ii) Sobre a falta de liquidez: *"A liquidez de um papel é fator importante na análise de uma negociação. No caso da falta de liquidez, não há subsídios para se comparar uma negociação com outra, prejudicando assim o julgamento.*

Alguns títulos possuem notável liquidez diária, como é o caso das LFT's e LTN's. Outros têm volumes negociados menos significativos, porém com liquidez suficiente para se monitorar as operações com base em parâmetros estatísticos. Em alguns casos, se constatada uma quantidade inexpressiva de negociações, será descartada a análise deste indexador para o dia em questão" (grifos inexistentes no original) (fls. 12).

(iii) Sobre operações realizadas a preços extremos que poderiam alterar a média de forma

significativa: "Uma vez calculados os spreads, o primeiro tratamento estatístico é a exclusão de outliers das operações consideradas, de forma a evitar distorção dos parâmetros média e desvio-padrão. Esse procedimento é necessário, pois é possível haver erro de lançamento de PU ou mesmo a ocorrência de negociações com preços muito aquém da média, o que acarreta valores de spread exorbitantes.

Após a exclusão de outliers, procede-se ao cálculo da média e desvio-padrão para cada indexador num conjunto de 5 dias de operações. Assim, para o monitoramento em uma data base D0, incluem-se as operações dos dias D-2, D-1, D+1 e D+2; Com base nestes parâmetros, selecionam-se as negociações, para cada indexador, da data-base que estão fora do intervalo de confiança $\mu \pm 3\sigma$. Ressalta-se que os outliers, originalmente excluídos para cálculo dos parâmetros, retornam ao universo de monitoramento" (grifos inexistentes no original) (fls. 15 e 16)

57. O Banco Central também utilizou como critério para se apurar o preço de mercado das Operações do Segundo Bloco o PU da Andima⁵, que é o principal critério aceito pela CVM para a marcação a mercado dos títulos públicos, mas que sofre com os mesmos problemas da metodologia criada pelo Banco Central, embora em menor amplitude. A metodologia da ANDIMA é muito diferente, pois é baseada nos preços que os administradores de recursos consideram justo para a negociação dos títulos. Analisei mais a fundo essa metodologia e suas limitações nos processos sancionadores relativos à chamada crise de marcação a mercado (ver Processo RJ2003/7697, por exemplo).

58. Outro critério utilizado foi o PU da 550, que também analisei nas decisões sobre a crise da marcação a mercado e que possui algumas limitações diferentes das desses outros dois critérios, mas tem outras vantagens também.

59. Acho que o que importa dessa discussão para a decisão deste processo, não é o preço em si, mas saber que o estabelecimento do preço de mercado foi feito pelo Banco Central de forma impessoal e tendo em vista as limitações de nosso mercado secundário de títulos públicos. Essas limitações e eventuais falhas são prontamente corrigidas pela utilização de 3 desvios padrão para o estabelecimento das operações que são analisadas individualmente (conforme já comentado no item 54 acima), pois, mesmo que o preço médio possa variar para cima ou para baixo, foram comunicadas à CVM apenas operações que discrepem tanto do preço médio que, mesmo corrigindo-se o preço médio, elas continuaram tendo sido realizadas por preços excessivamente elevados ou reduzidos (apenas as operações que estavam com preços entre os 0,3% mais elevados foram notificadas).

60. Com relação às Operações do Primeiro Bloco, a metodologia utilizada foi outra. Isso não se deu por capricho, preciosismo ou pessoalidade, mas apenas porque essas operações foram analisadas por outro departamento do BACEN, mas mesmo com relação a elas o processo foi impessoal e utilizou um critério (ou melhor utilizou limites) que indica que o desvio do valor das operações com relação aos preços apurados é suficientemente elevado para que eventuais divergências quanto ao real preço de mercado sejam compensadas em benefício dos investigados.

61. Digo isso porque a DESUC, responsável única pela análise das Operações do Primeiro Bloco, analisou também as Operações do Segundo Bloco e, da mesma forma que a DESIN, apurou desvios também com relação a essas últimas operações (exceto com relação à operação do dia 24.06.05). Além disso, os desvios com relação ao preço médio das Operações do Primeiro Bloco e das Operações do Segundo Bloco, seguindo o padrão da DESUC são muito similares.

62. A DESUC selecionou operações não com base nos desvios-padrão (que necessita de dados individualizados de todas as operações realizadas no período) como fez a DESIN, mas com base em desvios absolutos com relação ao preço médio calculado com base no PU da ANDIMA, pois só precisa, para tanto, do PU da ANDIMA e o preço das operações analisadas. Os desvios apurados para cada uma das operações foram os seguintes (fls 20 e 21):

(i) Operações do Primeiro Bloco:

15.02.04: 1 operação com desvio de 8,1%; e

16.02.04 1 operação com desvio de 8,1%

(ii) Operações do Segundo Bloco:

23.06.05: 2 operações, uma com desvio de 15% e outra com desvio de 6%, ambas realizadas com a mesma contra-parte, o que justificaria o tratamento unificado delas. Assim, a média

dos desvios seria de 7,5% e essa mesma média ponderada pelo valor das operações seria de 10,3%. Ou seja, as operações isoladamente ou em conjunto apresentavam desvio comparável às Operações do Primeiro Bloco;

25.06.05: 2 operações, uma com desvio de 15% e outra com desvio de 6%, ambas realizadas com a mesma contra-parte, o que justificaria o tratamento unificado delas. Assim, a média dos desvios seria de 10,4% e essa mesma média ponderada pelo valor das operações seria de 10,96%. Ou seja, embora em percentuais mais elevados do que as Operações do Primeiro Bloco, os desvios aqui encontrados não são tão significativos a ponto de excluir as Operações do Primeiro Bloco (deve-se lembrar que as Operações do Segundo Bloco estão entre as 0,3% com preços mais elevados);

63. Sobre esse assunto, é importante deixar claro que a razão de utilização de critérios diferentes deriva-se do fato de a comunicação relativa às Operações do Primeiro Bloco terem sido feitas apenas pela DESUC, que não tem acesso aos dados agregados do mercado e, por isso, não pode fazer o cálculo feito pela DESIN (que analisou apenas as Operações do Segundo Bloco).

64. Isso é o que basta para que a CVM tenha dado início ao presente processo e para que se determine a legitimidade e a impessoalidade dos critérios utilizados. Digo isso, porque, para que se configure a falta do dever de diligência, não é necessário saber se o preço de mercado é uno, exato ou preciso no mercado secundário de títulos públicos, mas, apenas, que a metodologia para a apuração do preço médio é coerente e que apenas as operações que apresentaram as maiores discrepâncias foram objeto de comunicação à CVM. A partir daí, a decisão sobre a conduta do administrador não depende mais do preço, mas sim do processo pelo qual se decidiu a venda dos ativos e o preço dessa venda. Como analisei nos itens 51 a 52, esse processo foi inexistente, tendo faltado diligência ao Indiciado com relação às operações constantes do Termo de Acusação.

65. Há, ainda, um último indicativo da falta de diligência do Indiciado: em 15.06.04, foram adquiridas NTN-Bs com vencimento apenas em 2.024, com o propósito de serem mantidas até o vencimento (cf. indica a carta de fls. 176). Essas NTN-Bs, no entanto, foram alienadas em 23 e 25.02.05 (ou seja, 8 meses após a sua aquisição e mais de 18 anos antes de seu vencimento).

66. Vencida a análise da falta de diligência, acho importante analisar um argumento dos defendentes para a exclusão de uma das operações do rol de operações irregulares. Na primeira defesa, eles argumentam que a operação de compra de NTN-C do dia 24.02.05 porque *"na medida em [que] esta operação não integra o rol de negociações elencadas no Ofício Desuc/Gabin 2005/34"* (fls 112). Isso porque esse ofício *"consiste na principal peça de instrução norteadora do Processo Administrativo ora respondido"*. Esse argumento não me parece sério, pois, por ele, a CVM não poderia realizar qualquer investigação, incluir ou excluir operações, só porque elas não constavam do documento que deu início às investigações. Ou seja, pleiteiam os defendentes que a competência investigatória atribuída à CVM pela Lei 6.385/76, conforme alterada, seja "delegada" ao Banco Central, sem lei específica. A mesma ponderação faço com relação à argumentação dos defendentes de que, quando da notificação da CVM pelo BACEN, o BACEN capitulou as infrações em dispositivos impróprios.

67. Comprovada a responsabilidade do Indiciado, resta analisar a do Diretor-Responsável. Ele está sendo condenado não apenas por ser o responsável administrativo perante a CVM, mas porque ele era a pessoa, dentro do Indiciado, responsável pelas decisões negociais do Fundo, como reconheceu o Indiciado, em correspondência assinada pelo próprio Diretor-Responsável (fls. 40).

68. Resolvida essa questão passo à definição da pena. Para tanto, não se fará necessário a análise da questão da retroatividade mais benéfica da Instrução 409/04 em relação à Circular 2.616/95, argüida pelos defendentes, pois proporei pena de multa, que não exige que se considere a infração como grave.

69. No que se refere à multa, pretendo estabelecê-la, para o Indiciado, com base no critério do art. 11, §1º, II, da Lei 6.385/76, que limita a pena base calculada com base nela a 50% do valor das operações irregulares. O limite máximo é, no caso concreto, de R\$10.891.321,98 (equivalente 50% do valor das operações irregulares).

70. Proponho aplicar ao Indiciado, uma multa no valor de, aproximadamente, 1/3, do máximo possível para o caso concreto, ou R\$3.500.000,00. Esse valor parece ser alto, quando visto de forma absoluta, mas baixo, em comparação ao máximo permitido. Ele me parece, no entanto, adequado para que se apene corretamente o Indiciado e não se

incentive a prática da mesma infração por terceiros.

71. Deve-se notar que o caso concreto tem duas situações que agravam a reprovabilidade da conduta. A primeira é que o critério utilizado pelo BACEN para selecionar as operações revisadas foi muito restritivo, limitando-se a abranger as operações em que os desvios foram extremos. Por isso, este processo trata apenas das operações mais graves, mais extremadas. A segunda é o total de atingidos, que seriam todos os beneficiários, atuais e futuros, do plano de pensão do Quotista Único (que é apenas o prejudicado direto).

72. A multa também parece ser justificada se olharmos sob o prisma do prejuízo imposto ao Fundo, isso porque a multa seria um pouco superior a 120% desse valor⁶. Percentual que me parece suficiente para reprimir condutas semelhantes e não onera em excesso o administrado.

73. Essa multa é razoável, ainda, se tivesse sido calculada sobre o valor máximo da multa com base no resultado da operação, que é de três vezes o valor do resultado obtido (art. 11, §1º, III). Esse critério, no entanto, só pode ser utilizado caso os indiciados sejam as pessoas que receberam o benefício da operação, pois a lei fala em "*vantagem econômica obtida*". No caso concreto, não há menção ao recebimento do benefício pelos defendentes.

74. Para o Diretor-Responsável, parece-me que o critério para a multa deve ser outro e não precisa ter um valor absoluto tão elevado, dado que o patrimônio da instituição financeira tende a ser superior ao patrimônio de seus funcionários. No entanto, as mesmas situações agravantes estão presentes. Por esse motivo, proponho a pena de multa em aproximadamente 1/3 do máximo permitido, mas agora com base no critério do inciso I do §1º do art. 11 da Lei 6.385/76, ou R\$160.000,00

É como voto.

Rio de Janeiro, 29 de agosto de 2006.

Pedro Oliva Marcilio de Sousa

Diretor-Relator

1 Item 13 do Parecer de Orientação 01/78: "*Por último, como nenhum órgão regulador do mercado de valores mobiliários deve arvorar-se em avaliador de preços de mercado, não será intenção da CVM pretender entrar no mérito do preço de emissão de ações, interferindo, deste modo, no mercado. O que a CVM exigirá, no entanto, é que o preço de emissão das novas ações seja sempre justificado, de maneira clara e precisa, por ocasião da assembléia geral que deliberar sobre a autorização do aumento de capital. Se atribuída à fixação de tal preço ao conselho de administração da companhia, a justificativa do preço deverá constar, igualmente clara e precisa, do parecer que vier a ser expedido pelo Conselho*".

2 Verbis: "*Art. 57 - A contratação de terceiros devidamente habilitados ou autorizados para a prestação dos serviços de administração, conforme mencionado no art. 56, é faculdade do fundo, sendo obrigatória a contratação dos serviços previstos nos incisos III, IV, V e VI, apenas quando não estiver o administrador devidamente autorizado ou credenciado para a sua prestação. § 3º Independente da responsabilidade solidária a que se refere o § 2º, o administrador responde por prejuízos decorrentes de atos e omissões próprios a que der causa, sempre que agir de forma contrária à lei, ao regulamento e aos atos normativos expedidos pela CVM*".

3 É bem verdade que o art. 57, §3º da Instrução 409/04 não fala em diligência, mas é esse também o seu significado, já que tanto as normas da CVM, como, no caso concreto, o regulamento do Fundo, exigem a diligência do administrador.

4 Na verdade, três desvios-padrão implica excluir 99,7% dos preços apurados, ou seja, o preço das operações estão entre o 0,3% mais elevados.

5 Esse critério e o PU da 550 só foram utilizados na análise da Desin2 e, portanto, não foram utilizados na análise das operações ocorridas em 15 e 16.06.04.

6 O valor desse prejuízo foi de R\$ 2.799.288,79, sendo R\$350.000,32, relativo à operação realizada em 15.06.04, R\$316.524,37, em 16.06.04, R\$927.636,40, em 23.02.04, R\$899.172,28 em 24.02.05, R\$305.955,42 em 25.02.06. 120% desse valor é R\$3.359.146,54.

Voto proferido pelo Diretor Wladimir Castelo Branco Castro na Sessão de Julgamento do dia 29 de agosto de 2006.

Eu acompanho o voto do diretor-relator, senhor presidente.

Wladimir Castelo Branco Castro

Diretor

Voto proferido pela Diretora Maria Helena de Santana dos Santos Fernandes na Sessão de Julgamento do dia 29 de agosto de 2006.

Eu também acompanho o voto do diretor-relator, senhor presidente.

Maria Helena de Santana

Diretora

Voto proferido pelo Diretor Sergio Weguelin na Sessão de Julgamento do dia 29 de agosto de 2006.

Eu acompanho o voto do diretor-relator.

Sergio Weguelin

Diretor

Voto proferido pelo presidente da CVM, Marcelo Fernandez Trindade, na Sessão de Julgamento do dia 29 de agosto de 2006.

Eu também acompanho o voto do Diretor Relator e proclamo o resultado do julgamento nos termos do seu voto, informando aos acusados punidos que poderão interpor, no prazo legal, recurso voluntário ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

Marcelo Fernandez Trindade

Presidente