

**SESSÃO DE JULGAMENTO DO  
PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR**

**CVM Nº RJ2003/13021**

Acusados: Eduardo Rocha de Rezende

Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.

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 365/02. Absolução.**

**Utilização, pelo Administrador, de recursos de um Fundo para beneficiar outro Fundo, distribuindo possíveis prejuízos. 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:

a) **absolver** os acusados **Eduardo Rocha de Rezende e Mellon Serviços Financeiros DTVM S/A** da imputação de descumprimento do preceituado no art. 3º, *caput*, da Circular nº 3.086/02 e no art. 2º da Circular nº 2.654/96, ambas do Banco Central do Brasil, no art. 1º, inciso II, da Resolução nº 2.183/95, do Conselho Monetário Nacional, assim como no art. 3º da Instrução CVM nº 365/02; e

b) aplicar ao acusados **Eduardo Rocha de Rezende e Mellon Serviços Financeiros DTVM S/A**, com fundamento no art. 11, inciso II, e § 1º, inciso I, da Lei nº 6.385/76, a pena de **multa** pecuniária individual de R\$ 50.000,00 (cinquenta mil reais) pela realização de operações de compra e venda com o intuito de arbitrar perdas e ganhos entre os fundos que administravam, em descumprimento ao preceituado nos incisos II, III e IV do artigo 14 da Instrução CVM nº 306/99.

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

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

Proferiu defesa oral o advogado Luis Hermano Caldeira Spalding, representando os acusados Eduardo Rocha de Rezende e Mellon Serviços Financeiros DTVM S/A.

Presente a procuradora-federal Lina Maria Continelli, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Participaram do julgamento os Diretores Eli Loria, relator, Durval José Soledade Santos, Marcos Barbosa Pinto, Sergio Weguelin e a presidente da CVM, Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana, que presidiu a sessão.

Rio de Janeiro, 31 de julho de 2007.

Eli Loria

Diretor-Relator

Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana

Presidente da Sessão de Julgamento

## RELATÓRIO

01. Trata-se de Termo de Acusação apresentado em 17/11/03 (fls. 01/13), posteriormente aditado em 10/10/05 (fls. 482/483), pela Superintendência de Relações com Investidores Institucionais ("SIN") em face da Mellon Brascan Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A., atual Mellon Serviços Financeiros Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. ("DISTRIBUIDORA"), e seu diretor responsável à época dos fatos, Sr. Eduardo Rocha de Rezende ("DIRETOR").

### DA ORIGEM

02. O presente processo originou-se da Inspeção, realizada no período de 11/07/02 a 15/08/03, acostado às fls. 14/29, que tinha como objetivo identificar e analisar os motivos para que uma parcela significativa de fundos de investimento apresentassem expressiva redução de rentabilidade após a edição da Instrução CVM nº 365, de 29/05/02<sup>1</sup>. Alguns desses fundos de investimento haviam registrado perda no valor de suas cotas, com impacto direto no patrimônio de seus cotistas.

03. Visando a proteção ao pequeno investidor, a Inspeção limitou-se a analisar os fundos de varejo de perfil conservador que, em abril de 2002, correspondiam a aproximadamente 55% do patrimônio consolidado de todo o universo dos fundos no mercado.

04. Sobre o conjunto de fundos de investimento de perfil conservador foi aplicada uma metodologia de seleção de fundos observando-se três aspectos: rentabilidade, operações de compra e venda definitivas de Letras Financeiras do Tesouro Nacional ("LFT's") e volume financeiro de saques. Toda essa etapa do trabalho foi desenvolvida juntamente com o Banco Central do Brasil ("BACEN").

05. A análise da rentabilidade tinha como objetivo identificar os fundos que apresentaram significativas perdas no valor de suas cotas, a análise das operações de compra e venda de LFT's tinha como objetivo verificar eventuais ocorrências de transferências de rentabilidade em um período de alta volatilidade e a análise dos saques buscava identificar os fundos que apresentaram resgates expressivos antes da edição da Instrução CVM nº 365/02, com eventual ocorrência de informações privilegiadas.

06. Com base nesses critérios, a Distribuidora, em 11/07/02, foi intimada pela GII-1, através do OFÍCIO/CVM/SIN/Nº 014/2002 (fls. 30/34), para prestar esclarecimentos e fornecer cópia de documentos. Destacam-se os seguintes pontos da resposta da Distribuidora (fls. 35/39):

(i) desde a edição da Circular BACEN nº 3.086, de 15/02/02, a Distribuidora teria iniciado os ajustes na marcação a mercado dos ativos que compunham a carteira dos fundos por ela administrados, de forma a chegar a 30/06/02 com toda a marcação a mercado refletida nas carteiras;

(ii) com a edição da Instrução CVM nº 365/02, a Distribuidora teria efetuado todos os ajustes que restavam fazer para a total marcação a mercado dos ativos, sendo que a referida Instrução teria estabelecido o dia 31/05/02 como prazo final para enquadramento;

(iii) as regras de marcação a mercado já estariam sendo adotadas, paulatinamente, para evitar impactos bruscos nos valores das cotas, restando pendente, à época da resposta da Distribuidora, a mudança dos critérios de precificação dos ativos *swap* e LFT's.

07. Os fundos selecionados pela Inspeção foram:

(i) fundos selecionados pela rentabilidade negativa:

a) GAP RENDA FIXA PLUS Fundo de Investimento Financeiro ("FIF") : esse fundo foi selecionado porque teria apresentado rentabilidade negativa de 1,19% em 31/05/02. Através de todo o procedimento de análise da Inspeção, o ajuste negativo no valor da cota teria ocorrido, basicamente, em função da marcação a mercado dos *swaps*, visto que até 29/05/02 a Distribuidora atualizava os *swaps* pela curva original do papel que, em 31/05/02, passaram a ser marcados a mercado.

b) MASARIK II FIF: esse fundo foi selecionado por ter apresentado rentabilidade negativa de 0,51% em 05.06.2002, e de 0,62% em 07/06/02. Não foi realizada análise detalhada desse fundo porque, segundo informações prestadas pela Distribuidora, esse se destinaria, exclusivamente, a Volkswagen Previdência Privada.

(ii) fundos selecionados pelos saques acima da média:

a) MELLON TARGET FIF: esse fundo foi selecionado por ter apresentado saques acima da média durante todo o mês de maio de 2002. O objetivo da análise, nesse caso, era averiguar a existência de indícios de informações privilegiada para alguns cotistas, dado que valores resgatados no final do mês de maio, antes da desvalorização de cotas, poderiam ter sido reaplicados logo no início de junho, fugindo assim da desvalorização. Porém, da análise dessa seleção, somente uma aplicação teria sido superior a R\$ 50.000,00, não tendo sido efetuado qualquer resgate dessa aplicação ao longo do mês de maio, não havendo, assim, indícios de que qualquer cotista tenha sido beneficiado por informação privilegiada.

b) DREYFUS BRASCAN AUSTRALIA FIF: esse fundo foi selecionado por ter tido saques acima da média durante o mês de maio de 2002. Porém, foi excluído da amostra porque a Distribuidora informou que o fundo destinar-se-ia exclusivamente a aplicações da Prece Previdência Complementar, através da Dreyfus Brascan Prece I FAQ.

(iii) fundos selecionados pelas operações fora do mercado:

a) os FIF's Mellon Target, Mellon Hedge, Cincinnati, Mellon Credit, Sistel e Dreyfus Brascan DI foram selecionados pela Inspeção por terem efetuado operações de compra e venda definitivas de LFT's, no período de 24 a 31/05/02, com deságio fora do intervalo apurado pela Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto ("ANDIMA") e com resultado financeiro superior a R\$100 mil.

a.1) a Inspeção selecionou 40 operações de compra ou venda definitivas, realizadas especificamente entre os dias 27 e 31/05/02. Através do OFÍCIO/CVM/SFI/Nº 087/2002, a Inspeção questionou sobre o acentuado *spread* na realização de operações *day trade* com LFT's. O Relatório de Inspeção destacou, na resposta da Distribuidora (fls. 426 e 427), o seguinte ponto:

*"Tradicionalmente, o gestor dos fundos mencionados na questão realizava aplicações em LFT sem preocupações quando da alocação desses ativos às respectivas carteiras, de vez que, independentemente de seus vencimentos e eventuais pagamentos de juros ('duration' e 'maturity'), os títulos seriam contabilizados pelo seu valor intrínseco diário (a assim chamada 'curva do papel')".*

a.2) alguns desses fundos tinham carteiras compostas predominantemente por títulos de longo prazo, enquanto as de outros eram compostas quase que exclusivamente por papéis de curto prazo, não causando, porém, impacto nos resultados, visto que os títulos eram considerados pela sua curva de rendimento. Com o advento da Instrução CVM nº 365/02, os fundos cuja concentração em títulos longos fosse mais elevada sofreriam maiores perdas em relação aos fundos com maior participação de títulos curtos. Nesse sentido, o Relatório de Inspeção ressalta ponto da resposta da Distribuidora (fls. 426 e 427): *"dentro da estratégia de gestão específica para cada um dos fundos, houve necessidade de se rever a alocação das LFT,..., adequando o perfil das carteiras às novas condições de preço dos títulos"*.

a.3) assim, diz a Inspeção que, mesmo não marcando a mercado as LFT's no período anterior a 31/05/02, o administrador poderia ter realizado os ajustes necessários em cada carteira, referente aos títulos que cada fundo detinha efetivamente na data do ajuste e, a partir dessa reavaliação, realizar as transferências de títulos entre os fundos, de acordo com a estratégia de gestão específica para cada um dos fundos. Como a marcação a mercado dessas LFT's não teria sido feita de imediato, teria sido gerado, de forma arbitrária, perdas em alguns e ganhos em outros fundos, com o intuito de evitar resultados excessivamente negativos em alguns deles. A Inspeção encontra fundamento para tal conclusão nas declarações da Distribuidora, onde se encontra os dizeres *"foram feitos os ajustes correspondentes em cada fundo, através do mecanismo de day trade ... por essa razão, os spreads dessas operações apresentam as variações anotadas..."*.

08. Por derradeiro, destaca o Relatório de Inspeção que os fundos GAP Renda Fixa Plus, Mellon Target, Mellon Hedge, Cincinnati, Mellon Credit, Sistel e Dreyfus Brascan DI não cumpriram os seus respectivos regulamentos, os quais estabeleciam que *"as cotas do FUNDO terão seu valor calculado, diariamente, com base em avaliação patrimonial que considere o valor de mercado dos ativos financeiros integrantes da carteira, de acordo com o Artigo 11 deste Regulamento e as normas e procedimentos previstos no COSIF"*.

09. Dessa forma, a Inspeção concluiu que:

(i) a Distribuidora teria violado o disposto na Resolução CMN nº 2.183/95, alterada pela Resolução CMN nº 2.931/02, já que não teria marcado a mercado as LFT's de seis dos seus Fundos de Investimento Financeiro: Mellon Target, Mellon Hedge, Mellon Brascan Cincinnati, Mellon Credit, Mellon Sistel e Mellon Renda Fixa (anteriormente denominado Dreyfus Brascan DI FIF);

(ii) a Distribuidora teria violado as determinações do art. 14 da Instrução CVM nº 306/02, ao realizar diversas operações de compra e venda fora das cotações de mercado, com o intuito de evitar a concentração de perdas em alguns dos fundos, determinando a distribuição arbitrária de ganhos e perdas entre os mesmos;

(iii) em relação aos fundos GAP Renda Fixa Plus, Mellon Target, Mellon Hedge, Cincinnati, Mellon Credit, Sistel e Dreyfus Brascan DI, a Distribuidora não teria cumprido os regulamentos.

### **Do Termo de Acusação**

10. A partir dos fatos apontados pela Inspeção, foi apresentado, em 17/11/03, Termo de Acusação (fls. 01/13) em relação aos Indiciados.

11. O Termo de Acusação, analisando os fatos em questão, concluiu no mesmo sentido que a Inspeção.

12. Ao imputar as respectivas responsabilidades aos Indiciados, o Termo de Acusação atribuiu à Distribuidora e ao seu Diretor apenas a responsabilidade pela avaliação das LFT's que compunham a carteira do fundo por critério diferente de valor de mercado, em 29/05/02, e posteriormente a 21/06/02, o que ocasionaria o descumprimento do preceituado no art. 3º, *caput*, das Circulares BACEN n.º 3.086, de 15/02/02, e n.º 2.654, de 17/01/96, e o art. 1º, parágrafo 1º, inciso II, da Resolução CMN n.º 2.183, de 21/07/95.

### **Das Defesas**

13. Devidamente intimados (fls.436/437), os indiciados encaminharam defesa tempestiva (fls. 449/471) de similar teor, apresentadas abaixo em apertada síntese.

14. Preliminarmente, a Defesa requer a nulidade do Termo de Acusação, visto que faltaria requisito essencial de validade, conforme expresso no art. 6º da Deliberação CVM nº 457/02<sup>2</sup>, alegando que o inciso I do referido artigo não foi cumprido, já que não haveria, nos autos do processo, qualquer qualificação das partes acusadas, senão a simples menção de seus nomes de forma meramente referenciada, citando como exemplo:

(i) "MELLON BRASCAN DTVM S.A. e outros" (fls.01);

(ii) referência à intimação da Distribuidora no item 24 (fls. 09);

(iii) referência à resposta dada pela Distribuidora, na pessoa de seu Diretor, no item 25 (fls.09);

(iv) imputação à Distribuidora de violação dos dispositivos legais citados, no item 32 (fls. 12);

(v) referência simplesmente ao "administrador" como tendo descumprido outros dispositivos regulamentares, nos itens 33 e 34 (fls. 12);

(vi) imputação de responsabilidade à Distribuidora e a seu Diretor, no item 35, (fls.12).

15. Portanto, faltaria requisito formal de validade ao Termo de Acusação, o que impediria sua consideração como base do presente processo administrativo, já que o Termo, sendo um ato administrativo, teria de seguir fielmente os cânones legais aplicáveis e o princípio da legalidade como requisito de validade do ato.

16. Entrando no mérito da questão, argumenta a Defesa que a Resolução CMN nº 2.183 teria autorizado o BACEN a instituir os FIF's e os Fundos de Aplicação em Quotas de FIF ("FAQ") e, sendo assim, seria um normativo destinado especificamente ao BACEN, o que ficaria claro no próprio *caput* do seu art. 1º<sup>3</sup>.

17. Nesse sentido, argumenta a Defesa que, dado que os Indiciados não seriam os destinatários das normas, não poderiam descumprí-la, por absoluta impossibilidade legal.

18. A Inspeção demonstrou que, em determinados fundos que a Distribuidora administrava, havia ajuste dos ativos, diariamente, segundo a "curva do papel", ou seja, acrescentando diariamente os juros que aqueles títulos produziam. A Distribuidora entende que, em face das condições do mercado, esse mecanismo refletiria corretamente o valor de mercado dos ativos em questão e estaria estritamente de acordo com o art. 2º da Circular nº 2654 do BACEN<sup>4</sup>.

19. Alega a Defesa que, em um processo judicial movido pelo Instituto Brasileiro de Defesa do Consumidor contra o Banco Itaú, em curso na 9ª Vara Federal da Seção Judiciária de São Paulo (Ação Coletiva nº 2002.61.00.027342-7), afirmou-se:

*"... em tempos de normalidade, as duas formas de marcação (a mercado e a preço de aquisição) se aproximam porque a cotação de mercado dos títulos tende a acompanhar a valorização exponencial, pro rata temporis, do valor de aquisição do título. O problema surge nos tempos de turbulência no mercado como ocorreu a partir de abril de 2002".*

20. Assim, na ausência de volatilidade, o preço do papel pela "curva de juros" caracterizaria o seu valor de mercado, o que só não ocorreria quando há mudança relevante, por razões externas, no preço do título do mercado.

21. A Distribuidora, desde sua fundação em 1997 até o ano de 2002, marcou os ativos de seus fundos de mercado pela "curva do papel", e esse mecanismo teria sido objeto de sucessivas verificações e auditorias realizadas pelo BACEN, como agente fiscalizador, sem qualquer oposição ou questionamento.

22. Segundo a Defesa, todo o mercado financeiro do país atuaria dessa forma. Isso seria comprovado por não existir, no país, um mercado secundário efetivo e transparente onde haveria necessidade de uma demonstração diária de um valor diferente de negociação dos títulos daquele utilizado pelo critério da marcação a mercado pela "curva do papel". Assim, uma eventual marcação por outros critérios seria absolutamente impossível, o que teria sido reconhecido pela própria CVM na Instrução nº 305/99 que, ao tratar dos critérios contábeis adotados para os títulos de renda fixa integrantes das carteiras dos fundos de ações, teria positivado a necessidade de se obedecer à regra da "curva do papel"<sup>5</sup>.

23. Assim, até 2002, seria totalmente coerente e aplicável contabilizar-se um ativo pela "curva do papel". Isso seria demonstrado pelo relatório FOCUS, elaborado pelo BACEN e divulgado em 21/06/02 (fls. 472/477), onde consta: "*Antes de abril de 2002, avaliar esses títulos com base nos preços negociados em mercado praticamente se igualava a avaliá-los com base no seu custo de aquisição adicionado da rentabilidade original do papel*" (fls. 472). Dessa forma, restaria provado que, até a edição da Circular nº 3.086, a Distribuidora não teria descumprido qualquer normativo legal.

24. Quanto ao suposto descumprimento dos regulamentos dos fundos, a Distribuidora alega que, como atuava de acordo com a regulamentação vigente, não haveria como alegar o descumprimento do regulamento, visto que esse se subordina às normas regulamentares e essas não teriam sido descumpridas.

25. A Defesa conclui, portanto, que o Termo de Acusação seria nulo, pois lhe faltaria requisito essencial de validade, e, no mérito, não guardaria fundamento com a realidade fática e não comprovaria, de fato, qualquer irregularidade.

#### **Aditamento ao termo de acusação contra a Distribuidora**

26. Em 10/10/05, a SIN adita o Termo de Acusação, (fls. 482/484) no que se refere aos Capítulos "Das Irregularidades e Responsabilidades" e "das Considerações Finais" (fls. 12 e 13).

27. A acusação alega que os Indiciados deveriam ser responsabilizados pela avaliação das LFT's que compunham a carteira do fundo por critério diferente de valor de mercado, em 29/05/02, e posteriormente a 21/06/02, o que ensejaria o descumprimento do preceituado no art. 3º, *caput*, da Circular n.º 3.086, de 15/02/02, o art. 2º da Circular n.º 2.654, de 17/01/96, ambas do Banco Central do Brasil, e o art. 1º, parágrafo 1º, inciso II, da Resolução n.º 2.183, de 21/07/95, do Conselho Monetário Nacional, assim como o art. 3º da Instrução CVM nº 365/02.

28. Também alega que os Indiciados deveriam ser responsabilizados pela realização de diversas operações de compra e venda fora das cotações de mercado, com o intuito de evitar a concentração de perdas em alguns dos fundos, determinando a distribuição arbitrária de ganhos e perdas entre os mesmos, descumprindo, portanto, o preceituado no art. 14 da Instrução CVM nº 306/99.

#### **Complementação das Razões de Defesa**

29. Em 12/12/05, os Indiciados apresentam a complementação de suas razões de defesa (fls.490/501).

30. Preliminarmente, alega a Defesa que o aditamento ao Termo de Acusação é nulo, pois não seria previsto na legislação vigente, nem mesmo pela Lei nº 9.784/99, nem pela Deliberação CVM nº 457/02. Ao contrário, o art. 8º da Resolução nº 454 do CMN, alterado pela Resolução CMN nº 2785, determina que: "*A apresentação da defesa pelo acusado instaura a fase litigiosa do procedimento, com a conseqüente formação do Processo Administrativo*". Assim, estariam estabelecidos os limites do processo administrativo.

31. O aditamento em questão ofenderia o art. 2º da Lei 9784/99, assim como o inciso I de seu parágrafo único <sup>6</sup>.

32. Alegando que o rito adotado pelo processo administrativo é extremamente semelhante àquele do processo civil, nele muitas vezes se baseando, a Defesa cita o art. 264 do Código de Processo Civil<sup>7</sup>.

33. O art. 294 do Código de Processo Civil reforçaria tal entendimento: " *Antes da citação, o autor poderá aditar o pedido...*".

34. Quanto ao suposto descumprimento do art. 3º da Instrução CVM nº 365/02, alega a Defesa que não haveria motivação no Termo de Acusação, sendo absoluto o cerceamento de defesa no caso em tela. Estaria faltando requisito obrigatório do Termo de Acusação, qual seja, a narrativa dos fatos investigados e dos elementos de autoria e materialidade das infrações apuradas.

35. Quanto ao suposto descumprimento do art. 14 da Instrução CVM nº 306/02, a Distribuidora afirma que, desde a edição da Circular BACEN nº 3.086, vinha se adaptando paulatinamente às determinações então estabelecidas e, com a edição da Instrução CVM nº 365/02, teria deliberado a imediata adoção dessas regras, em 31/05/02, quando teria realizado os ajustes necessários para que a precificação passasse a obedecer aos novos ditames, tendo preparado, inclusive, um Manual a ser adotado daí adiante (fls. 40 e segs.).

36. Em anexo (fls. 506 e segs.), a Distribuidora envia dois documentos que comprovariam que a precificação adotada por ela na carteira de seus fundos provar-se-ia mais correta do que a da ANDIMA (que seria considerada adequada pela CVM).

37. Assim, a Distribuidora estaria em processo de desenvolvimento, desde o início de 2002, trabalhando para se adaptar até setembro de 2002. Tal planejamento teria sido abruptamente interrompido pela intervenção da CVM que, no dia 29/05/02, fixou o dia 31/05/02 como data limite para o ajuste.

38. Até fevereiro de 2002 seria irrelevante o dia de vencimento da LFT incluída na carteira de um fundo, já que essas sempre eram marcadas segundo a variação de suas taxas de juros, que correspondiam ao seu valor de mercado. Nesse sentido, a Defesa cita o processo RJ2003/7642 para demonstrar que tal prática seria aceita pelo Colegiado.

39. Enquanto toda e qualquer LFT teria valor de mercado, não haveria qualquer razão que justificasse segregá-las em fundos por vencimento. A partir do momento em que as LFT's passaram a ter o valor de mercado diferente, em função de seu vencimento, então teria-se tornado imperioso realocá-las segundo novo critério, afim de que se evitasse que alguns fundos se beneficiassem.

40. Portanto, as operações em questão visariam o benefício dos cotistas, atendo-se à nova realidade. Ao contrário do indicado no Termo de Acusação, a Distribuidora buscaria a distribuição justa, segundo as políticas de investimento de cada fundo, dos títulos mais adequados. Dessa forma os fundos teriam passado a ter suas posições equilibradas no que se refere a *maturity* e *duration*, o que refletiria a política real da gestão, sem danos a quem quer que seja.

41. A Defesa conclui que o Aditamento ao Termo de Acusação é nulo, pois lhe faltaria requisito essencial de validade e, no mérito, não guardaria fundamento com a realidade fática e não comprovaria, de fato, qualquer irregularidade.

É o Relatório.

## VOTO

### **Das preliminares**

01. A Defesa invoca, como argumento preliminar, a nulidade do Termo de Acusação. Para tal, alega o descumprimento do art. 6º, inciso I, da Deliberação CVM nº 457/02, demonstrando a falta de qualificação dos Indiciados.

02. Inicialmente, cumpre dizer que, por mais que os atos administrativos devam ser dotados das devidas formalidades legais, a falta destas não obsta à validade do ato quando se atinge, de modo preciso, o objetivo antevisto pelo legislador ao positivizar o normativo. No caso em tela, a intenção do regulador, quando da indicação da necessidade de se qualificar os acusados, é a de assegurar a correta identificação da parte no processo.

03. Analisando o processo, verifico que, desde o início, a falta alegada não trouxe prejuízo à identificação dos Indiciados e da atividade que exerciam e nem à defesa. Dessa forma, acredito que a falta da formalidade, no caso em comento, não é suficiente para que seja declarada a nulidade do Termo de Acusação e, conseqüentemente, não acolho a Preliminar alegada.

04. Em 10/10/05, a SIN aditou o Termo de Acusação visando, além de acrescentar mais um normativo (art. 3º da

Instrução CVM nº 365/02) à imputação pela avaliação das LFT's que compunham a carteira do fundo por critério diferente de valor de mercado, adicionou mais uma imputação ao Termo de Acusação, qual seja, a de suposta infração ao art. 14 da Instrução CVM nº 306/99.

05. A Defesa alega, em sua complementação das razões de defesa, que há vício no aditamento, pois, com a apresentação da Defesa pelos Indiciados, já teria sido instaurada a fase litigiosa do procedimento e, em diálogo com as normas de processo civil, seria nulo o aditamento.

06. Por mais que sejam claras as semelhanças entre o processo administrativo e o processo civil, há de se ressaltar suas diferenças. Diversos são os princípios próprios do processo administrativo, como é o caso, por exemplo, do princípio da oficialidade e o princípio, muito bem denominado por Maria Sylvia Zanella di Pietro<sup>8</sup>, do informalismo (sendo esse entendido como a não sujeição do processo administrativo a formalidades rígidas quando forem respeitados o interesse público e o interesse dos particulares).

07. Portanto, no caso concreto, o interesse público em descobrir a verdade só encontraria impedimentos se houvesse prejuízo aos particulares. Porém, ao contrário, no presente processo não houve nenhum ato que causasse qualquer prejuízo aos Indiciados, dado que a imputação foi devidamente motivada no Termo de Acusação e, após o aditamento, abriu-se prazo para a complementação da defesa. Por essas razões, não conheço do vício alegado.

### **Da marcação a mercado**

08. Em 29/05/02, quando da edição da Instrução CVM n.º 365/02 que dispôs sobre os critérios para registro e avaliação contábil de ativos financeiros constantes de carteiras, foi constatado que essa regulamentação, obrigando a marcação dos ativos das carteiras de FIF's a mercado teve, como consequência, a desvalorização de diversos FIF's, visto que muitos desses utilizavam-se da marcação pela "curva do papel". Tal episódio foi denominado como "crise da marcação a mercado".

09. O presente processo insere-se nesse contexto, pois, como constatado pela Inspeção, a Distribuidora não marcou a mercado as LFT's de seis dos seus FIF's. O argumento da Defesa de que todo o mercado financeiro, até a data da publicação da Instrução CVM nº 365/02, marcava seus ativos pela "curva do papel" e, assim, era aceitável à época, a mim não convence. Conforme entendimento já manifestado<sup>9</sup>, acredito que de há muito os ativos integrantes das carteiras dos fundos deviam ser registrados pelos valores efetivamente pagos e ajustados diariamente ao valor de mercado, visto que a adoção de marcação a preço de aquisição acarreta distorções no valor do patrimônio líquido do fundo e pode gerar um desbalanceamento entre os cotistas que ingressem ou permaneçam no fundo, em confronto com aqueles que estejam procedendo a resgates.

10. Porém, em observação ao princípio da isonomia e ao da segurança jurídica, tão caros ao bom funcionamento do mercado, rendo-me a entendimento majoritário do Colegiado da CVM<sup>10</sup>, como também do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional<sup>11</sup>, corroborando-os e votando pela absolvição dos Indiciados no tocante à responsabilidade pela avaliação das LFT's que compunham a carteira do fundo por critério diferente de valor de mercado à época analisada pela Inspeção.

### **Das distribuições arbitrárias de ganhos e perdas entre os fundos**

11. A Acusação alega, ainda, em consonância com a conclusão da Inspeção, que a Distribuidora teria realizado diversas operações de compra e venda de LFT's fora das cotações de mercado, evitando a concentração de perdas em alguns dos fundos e determinando, conseqüentemente, a distribuição arbitrária de ganhos e perdas entre esses.

12. Na primeira parte da acusação, o Termo de Acusação alega que as operações, acostadas às fls. 34, foram realizadas no período de 27/05/02 a 31/05/02, portanto antes que a Distribuidora marcasse a mercado suas LFT's, sendo tal fato citado na Inspeção. Portanto, ter-se-ia demonstrado que tais operações, principalmente aquelas que se inserem no período de 29/05/02 (data da publicação da Instrução) até 31/05/02 (data limite para que se marcasse a mercado os ativos), foram realizadas fora da cotação de mercado e a Distribuidora teria conhecimento que assim teriam de ser marcadas até o final do período em questão.

13. A imputação ganha relevância pelo fato de que a Distribuidora teria realizado as operações sabendo que após 31/05/02 alguns de seus fundos teriam desvalorização considerável. Entretanto, no Relatório de Inspeção não há informações suficientes para se verificar que a realocação das LFT's tenha sido feita fora das cotações de mercado.

14. Analisando a segunda parte da acusação, vemos que a Acusação alega que houve a concentração de perdas em

alguns dos fundos, o que teria gerado a distribuição arbitrária dos ganhos e perdas entre os FIF's administrados pela Distribuidora.

15. Tal imputação encontra sua motivação na alegação da Distribuidora, acostada às fls. 427, onde se encontra: "...foram feitos os ajustes em cada fundo através do mecanismo de *day trade*...". Fundamenta-se a imputação, também, pelo fato de que as LFT's somente foram marcadas a mercado após a realização de operações definitivas entre os fundos.

16. A Defesa, por sua vez, admite que realocou as LFT's, argumentando que (fls. 499):

*"A partir do momento em que as LFT passaram a ter valor de mercado diferente, em função de seu vencimento, então tornou-se imperioso re-allocá-las segundo o novo critério – para evitar que alguns fundos se beneficiassem"*

17. O fundo de investimento pode ser entendido como uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio<sup>12</sup>, que, através de contratos particulares entre os clientes e a administradora, destina os recursos acumulados para a aplicação no mercado financeiro. Portanto, para cada fundo existe um contrato que não se confunde, sob nenhuma hipótese, com os outros contratos feitos pela administradora para a constituição de outros fundos. São relações contratuais distintas.

18. À administradora, também gestora dos fundos em questão, é permitido utilizar todos os meios a seu alcance para atingir seu objetivo, desde que dentro das conformidades da lei e do regulamento aprovado pelos seus clientes. Portanto, nada obsta que a administradora realize operações entre os fundos que administra. Porém, o que deve ser analisado aqui é se o fato de a Distribuidora realocar as LFT's teria sido feito com o intuito de privilegiar algum fundo em detrimento de outro.

19. A título de ilustração, imaginemos uma situação hipotética onde existam dois fundos (A e B) administrados por uma mesma distribuidora. O "fundo A" é formado por 10 LFT's de vencimento curto enquanto o "fundo B" é constituído por 10 LFT's de vencimento longo. Imaginemos que ambos os fundos são marcados pela "curva do papel". Sabendo que os fundos teriam de ser marcados a mercado, a distribuidora, antevendo que o "fundo B" seria extremamente desvalorizado, enquanto o "fundo A" teria pouca desvalorização ou até valorização, realoca as LFT's, fazendo com que ambos os fundos permaneçam com 5 LFT's longas e 5 LFT's curtas. Assim, nenhum dos fundos tem grande valorização nem uma maior desvalorização.

20. Observando tal exemplo, verifica-se que os clientes do "fundo A", que, como já mencionado, entraram no fundo de investimento através de contratos particulares entre eles e o mesmo "fundo A", não tendo nada em comum com o "fundo B" além da administradora, não obtiveram a valorização que deveriam obter.

21. O exemplo, apesar de singelo e extremamente simplificado, fornece-nos elementos para analisar o caso em tela. Alegando agir visando seu dever fiduciário para com os cotistas, a Distribuidora realocou as LFT's com o intuito, como se pode observar na complementação de suas razões de defesa (fls. 499), de diminuir o impacto de perda em alguns de seus fundos<sup>13</sup>.

22. Os clientes de alguns de seus fundos, que segundo a Inspeção eram formados quase que exclusivamente por papéis de curto prazo (fls. 27), teriam sido penalizados para que aquelas carteiras compostas por títulos de longo prazo não obtivessem excessivo prejuízo.

23. Não houve violação do dever fiduciário quando a Distribuidora, ao constituir os fundos, prestigiou uns com LFT's de vencimento curto, nem quando a Distribuidora tenta minimizar as perdas em alguns de seus fundos, visto que esses seriam influenciados drasticamente por um evento externo. Mas o mesmo não pode ser dito em relação à atuação da Distribuidora com aqueles clientes que vêem seu administrador, aquele a quem confiaram a gestão de suas finanças, operar com o intuito de diminuir a valorização de seus fundos.

24. Ao fazer parte de um fundo de investimento, desejam os clientes que o administrador desempenhe seus deveres de forma a atender os objetivos pré-configurados. Desejam que o administrador evite práticas que possam ferir a relação fiduciária entre eles e que empregue o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, conforme disposto nos incisos II, III e IV do art. 14 da Instrução CVM nº 306/99.

25. Dessa forma, quando a própria administradora dos fundos concorda que agiu utilizando-se dos recursos de determinado fundo para beneficiar outro, distribuindo os possíveis prejuízos, não se pode alegar que agiu em

consonância com os deveres atribuídos pela lei ao administrador. Porém, a acusação não se desincumbiu a contento do ônus da realização da prova nos autos acerca da assertiva da negociação das LFTs com cotações fora das praticadas no mercado, o que impossibilita a confirmação do fato em comento.

26. Também não foi possível a efetiva constatação de que realmente houve prejuízo para qualquer das partes. A Inspeção não examina esses fatos, deixando apenas o elemento volitivo a ser apreciado pelo órgão julgador (elemento esse comprovado pela própria alegação da Defesa). Há de se ressaltar, portanto, que não há provas concretas de que houve distribuição de prejuízos entre os fundos, restando apenas demonstrado o intuito da Distribuidora em minimizar as perdas em alguns fundos através da minimização dos ganhos em outros.

27. Tal fato, apesar de suficiente para se comprovar a violação do art. 14 da Instrução CVM nº 306/99, deve ser levado em consideração para efeitos de aplicação da pena.

28. Há de se mencionar que o contexto em questão (crise de marcação a mercado) tumultuou o mercado financeiro do país. Dessa forma, necessária seria a adaptação dos fundos às novas condições do mercado, e, se tal posicionamento não é suficiente para se absolver os acusados, visto a alegação da própria Distribuidora de que minimizou a perda em alguns dos fundos realocando as LFT's (e, a *contrario sensu*, minimizando os ganhos em outros fundos), também levarei tal fato em consideração para a correta dosimetria da pena.

29. Ainda para efeitos de dosimetria da pena, é de se trazer à baila o fato de que os acusados, Eduardo Rocha Rezende e Mellon Brascan DTVM S/A, já receberam punição desta Comissão de Valores Mobiliários, transitada em julgamento. Com efeito, no PAS RJ2002/0641, julgado em 14/12/05, o Colegiado desta autarquia acabou por condená-los à pena de advertência em razão de descumprimento do art. 24 da Instrução CVM nº 209/94.

### **Conclusão**

30. Diante do exposto, Voto pela absolvição dos Indiciados do descumprimento do preceituado no art. 3º, *caput*, da Circular n.º 3.086, de 15/02/02, o art. 2º da Circular n.º 2.654, de 17/01/96, ambas do Banco Central do Brasil, e o art. 1º, parágrafo 1º, inciso II, da Resolução n.º 2.183, de 21/07/95, do Conselho Monetário Nacional, assim como o art. 3º da Instrução CVM nº 365/02.

31. Voto, ainda, com fundamento no art. 11, inciso II, e § 1º, inciso I, da Lei nº 6.385/76, pela aplicação da pena de multa pecuniária no valor de R\$50.000,00, para cada um dos Indiciados, pela realização de operações de compra e venda com o intuito de arbitrar perdas e ganhos entre os fundos que administra, em descumprimento, portanto, o preceituado nos incisos II, III e IV do art. 14 da Instrução CVM nº 306/99.

É o voto.

Rio de Janeiro, 31 de julho de 2007.

Eli Loria

Diretor-Relator

1 Instrução CVM nº 365/02 (Publicada no DOU de 31.05.02)

Dispõe sobre os critérios para registro e avaliação contábil de títulos e valores mobiliários e de instrumentos financeiros derivativos pelos fundos de investimento financeiro, pelos fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento e pelos fundos de investimento no exterior.

REVOGADA pela Instrução CVM nº 438/06.

2 Deliberação CVM nº 457/02:

Art. 6º - Do termo de acusação deverá constar:

I- nome e qualificação dos acusados;

II – narrativa dos fatos investigados e dos elementos de autoria e materialidade das infrações apuradas; e

III – os dispositivos legais ou regulamentares infringidos

3 Resolução CMN nº 2.183/95:

Art. 1º Autorizar a constituição e o funcionamento, nos termos da regulamentação a ser baixada pelo Banco Central do Brasil:

I - de fundos de investimento financeiro, destinados à captação de recursos para aplicação em carteira diversificada de ativos financeiros e demais modalidades operacionais disponíveis no âmbito do mercado financeiro;

II - de fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento, que devem ter por objetivo exclusivo a aplicação de recursos em quotas de fundos de investimento financeiro e demais fundos de investimento que vierem a ser especificados.

Parágrafo 1º A regulamentação referida neste artigo deve contemplar, no mínimo, o seguinte:

I - obrigatoriedade de designação de administrador tecnicamente qualificado, responsável, civil e criminalmente, pela gestão, supervisão, acompanhamento e prestação de informações relativas ao fundo;

II - obrigatoriedade da adoção do critério de avaliação dos ativos integrantes da carteira do fundo pelo seu valor de mercado;

III - requisitos de diversificação das aplicações do fundo;

IV - sistemática de crédito de rendimento e condições de resgate de quotas do fundo.

