



**Processo nº MPS 44000.002628/2005-38**

**Auto de Infração nº 21/05-95**

**Decisão Notificação nº 10/07-31**

**Recorrentes: Luiz César Miara, Nelson Walter Marquardt, Sérgio Roberto Santi e Fernando Fontes Pereira**

**RECORRIDA: Secretaria de Previdência Complementar-SPC- atual PREVIC- Superintendência Nacional de Previdência Complementar.**

**Entidade: Fundação COPEL de Previdência e Assistência Social**

**Relatora: Maria Batista da Silva**

## **RELATÓRIO**

Os recorrentes foram autuados por terem deixado de observar as normas legais quanto às condições de liquidez, segurança e rentabilidade dos investimentos, infringindo o § 1º do art. 40 da Lei nº 6435/77, combinado com o art. 1º da Res. CMN 2324, de 30/10/96.

O relatório do auto de Infração aponta que os autuados realizaram operações no mercado de opções de compra de ações, sem estudos técnicos que demonstrassem a viabilidade das mesmas, sem precificação justa das opções no que concerne à volatilidade da ação objeto, gerando prejuízos para a entidade.

Narra o relatório da autuação que foram analisadas operações realizadas pela entidade no mercado de opções no período de 1996 a 2000, em especial aquelas realizadas na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro. Para a avaliação dos prêmios pagos ou recebidos pela COPEL a fiscalização adotou o modelo de precificação Black & Scholes. Que usando este modelo, verifica-se que os prêmios recebidos estão sempre aquém do valor apurado como "justo", enquanto que nas reversões o prêmio pago era sempre ou quase sempre, superior a esse mesmo valor "justo" –(calculou-se, com base nos prêmios pagos ou recebidos, a volatilidade implícita que teria sido utilizada pela COPEL para determinar o preço que praticou nas operações com opções de compra de ações); Que a entidade realizava operações de renda fixa no mercado de opções, e através de prêmios pagos na reversão de opções transferia, para terceiros, ganhos expressivos que as ações geraram no período.

A fiscalização apresenta planilha contendo a análise de 80 operações no mercado de opções, na qual 77 delas apresentam precificação em desacordo

com o modelo Black & Scholes, denotando conduta sistemática de atuação em prejuízo da COPEL. Destaca uma operação como exemplo, (fls. 5) na qual o prêmio que a entidade deveria ter recebido pelo lançamento da opção de compra seria R\$ 13,40/lote, mas recebeu apenas R\$ 6,00/lote. Na reversão da operação, o prêmio que deveria ser pago era de R\$ 33,83/lote, mas foi pago 42,50/lote.

Ressalta, ainda, que no lançamento das opções de compra de ações, 43,75% das operações não foram mantidas até o vencimento, resultando em ganhos pífijs para a entidade e vultosos lucros para a contraparte; Mais ainda, que em relação ao cálculo da volatilidade a COPEL se utilizou de dois valores diferentes para a volatilidade da mesma ação no mesmo dia. Anexa planilha (fls.06). Enfim, que as operações foram realizadas sem estudos técnicos e sem precificação justa das opções no que concerne à volatilidade da ação objeto.

Os autuados devidamente notificados apresentaram, tempestivamente, defesa conjunta em 24/11/2005, fls.15/24, e alegam, em síntese, que não se utilizaram do método B&S porque não era obrigatório; que a aplicação do método Black & Scholes envolve algumas variáveis, dentre elas a taxa de juros livre de risco que remunera o capital, e a volatilidade da ação subjacente não são determináveis, requerendo um certo arbítrio do analista. Que isto retira do modelo a condição de provedor de "certeza" e "confiabilidade" que deveriam embasar uma acusação como a contida no AI; Que se hoje o modelo é "bastante utilizado", na época das aplicações 1996 a 2000, o método era conhecido pelo nome, mas não utilizado pelas entidades de previdência complementar; que a entidade não era obrigada utilizar o método, visto não haver determinação legal para sua aplicação; invoca o princípio da legalidade, uma vez que o Dec. 4942/2003 é posterior aos fatos tidos como infracionados; e finalmente, que as operações foram rentáveis.

A Análise Técnica nº 29/2009/SPC/GAB/AG, de 07 de maio de 2007, fls. 33, assevera que a autuação é procedente; refuta as alegações dos autuados e opina pela aplicação de **multa** pecuniária no valor de R\$ 6.500,00 ( seis mil e quinhentos reais), agravada de 50% (cinquenta por cento), cumulada com a pena de **inabilitação** pelo prazo de 4 (quatro) anos.fls. 38, tendo em vista ficar caracterizada a situação desfavorável em que ficou a entidade, e ainda, que os autuados não demonstraram ter se utilizado de nenhum outro critério para a precificação, de modo a mensurar o risco e o retorno, não se cercando de segurança a operação; que os autuados demonstraram em sua defesa deter conhecimentos sobre o tipo de mercado em que operavam, e que são conhecedores dos modelos teóricos existentes para o cálculo de preço de derivativos, em especial os contratos de opção de compra de ações; que os autuados sabiam que a ausência de critérios técnicos consistentes importam em exposição de risco inaceitável.

O Secretário de Previdência Complementar, fls. 39, acatou a Análise Técnica, sendo emitida Decisão-Notificação nº 10/07-31 em 07/08/2007. Os recorrentes

[assinatura]



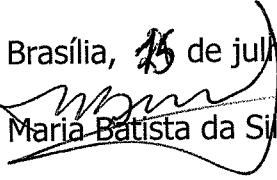
foram apenados com multa pecuniária de R\$ 6.500,00 ( seis mil e quinhentos ) reais, agravada de 50%, cumulada com inabilitação por 4 (quatro) anos.

Inconformados os autuados interpuseram recurso conjunto, tempestivo, fls. 50/86, acompanhado do comprovante do recolhimento do depósito recursal. Argüiram a prescrição quinquenal, e repetem basicamente os argumentos da defesa, em especial que não caberia a aplicação da pena de inabilitação por 04 anos uma vez que não há comprovação de dolo.

A Análise Técnica nº 29/2008/SPC/GAB/AG, de 13 de março de 2008 rebate a alegação de prescrição e reitera os termos da decisão recorrida.

É o relatório.

Brasília, 15 de julho de 2010.

  
Maria Batista da Silva



**Processo nº MPS 44000.002628/2005-38**

**Decisão Notificação nº 10/07-31**

**Recorrentes: Luiz César Miara, Nelson Walter Marquardt, Sérgio Roberto Santi e Fernando Fontes Pereira**

**RECORRIDA: Secretaria de Previdência Complementar-SPC- atual PREVIC- Superintendência Nacional de Previdência Complementar.**

**Entidade: Fundação COPEL de Previdência e Assistência Social**

**Relatora: Maria Batista da Silva**

### **VOTO**

**EMENTA: Ausência de critério técnico na precificação de ativo. Perda de rentabilidade. Autuação procedente. Recurso improvido.**

Os recorrentes invocam a prescrição administrativa alegando que o AI foi lavrado em 08.11.2005, e que sobre os fatos ocorridos antes de 08.11.2000 teria incidido a prescrição punitiva.

De fato, a ação punitiva da administração pública prescreve em cinco anos, contados da data da prática do ato ou, no caso de infração permanente ou continuada, do dia em que tiver cessado. Todavia, deve - se observar as causas de interrupção da prescrição, nos termos do Dec. 4.942/2003.

*Art. 33. Interrompe-se a prescrição:*

*I - pela notificação do autuado, inclusive por meio de edital;*

*II - por qualquer ato inequívoco que importe apuração do fato; ou*

*III - pela decisão condenatória recorrível.*

*Parágrafo único. Ocorrendo interrupção da prescrição, o prazo prescricional recomençará a fluir desde o seu início.*

Nesse sentido, entendo que qualquer ato praticado pela administração pública, quando tenha por finalidade a apuração ou o esclarecimento do fato, objeto da ação punitiva, insere-se na hipótese prevista no inciso II, do artigo acima, desde que seja inequívoco que importe apuração. Aí, por certo se enquadram os ofícios enviados pela SPC solicitando informações e a Notificação de Fiscalização.

No caso em tela não procede a alegação de prescrição, uma vez que a SPC enviou o Ofício nº 2164/SPC/CGFR em 19 de dezembro de 2002, fl.89, no qual a Coordenação de Fiscalização solicita informações específicas sobre as operações, deflagrando a ação fiscal, o que constitui um ato inequívoco destinado a apuração do fato, interrompendo assim a prescrição e reiniciando-se sua contagem desde o início. Portanto, todos os fatos ocorridos após 19 de dezembro de 1997 são passíveis de penalidade.

Cabe, ainda, registrar que se trata de infração continuada, começando a correr o prazo prescricional somente a partir do último ato praticado, no caso foi em 27 de julho de 2000. Logo, afastada qualquer possibilidade de prescrição.

Quanto ao mérito, em nenhum momento a fiscalização afirma que a entidade deveria se utilizar do B&S, o que ela fez foi utilizá-lo como parâmetro para comparar os preços utilizados para lançamento e reversão das opções de compra de ações, por ser o modelo mais utilizado por todos os participantes dos mercados de opções para suas avaliações. Por sua simplicidade e eficácia para se elaborar o preço justo das opções, é o mais amplamente utilizado.

É claro que além do B & S existem outros modelos que podem ser utilizados para o cálculo das opções, e que poderiam ter sido utilizados pela entidade. A questão central é que os recorrentes, mesmo tendo oportunidade, quer quando da fiscalização, que lhe deu espaço para se manifestarem, quer durante este processo, jamais demonstraram terem utilizado qualquer modelo matemático de precificação.

É correto que a entidade busque um retorno adicional por meio de operações de financiamento e de lançamento de opções de compras. Entretanto, o caminho escolhido deixa perguntas sem respostas. A escolha da bolsa do Rio de Janeiro, sem liquidez, e não um mercado mais líquido, que permite uma precificação justa e correta como a BOVESPA. O mercado para ser eficiente e precificar corretamente os ativos, sem permitir manipulações de preços, precisa de liquidez.

A estratégia adotada pela entidade depende da evolução do preço da ação objeto no mercado à vista. A entidade tem um ganho limitado ao preço de exercício da opção, somado ao prêmio obtido pela venda da opção de compra. Mas fica sujeita a uma perda ilimitada quando a ação cai no mercado à vista.

[assinatura]

Ora, qual o propósito de se expor a entidade a um risco de desvalorização da ação, enquanto suas contrapartes tinham um limite máximo de perda (prêmio pago) e ganhos ilimitados? Para que houvesse equilíbrio, necessário se fazia a adequada precificação, baseada em critério técnico e fundamentado, fato que inegavelmente os recorrentes não demonstraram ter utilizado. Não trouxeram aos autos nenhum documento comprobatório de suas alegações, nenhum documento que comprove que o processo decisório tivesse sido revestido das cautelas requeridas, com a utilização de algum critério de precificação, deixando desta feita, de observar as condições de segurança, liquidez e rentabilidade dos investimentos.

O que se viu foi que os grandes ganhadores nas operações eram as contrapartes. Os prêmios recebidos eram consideravelmente inferiores aos preços justos calculados pelo B&S, repita-se, utilizado apenas como comparativo, e significam que as contrapartes lucraram muito com os preços baixos calculados pela COPEL. Através dos prêmios pagos na reversão de opções, as contrapartes se beneficiaram dos lucros que lhe foram transferidos.

Conforme demonstrado, das 80 operações analisadas, vê-se que a COPEL esteve sempre na ponta desfavorável, recebendo prêmios menores e pagando prêmios maiores. Os fatos apontados mostram que tais operações deram lucros expressivos e sistemáticos às contrapartes, enquanto os participantes tiveram reduzida a rentabilidade dos seus recursos aplicados.

Os recorrentes tinham pleno conhecimento dos mecanismos envolvidos nas citadas operações, basta uma ligeira análise de sua defesa; logo, sabiam que um mercado sem volume e sem liquidez como a BVRJ não tinha condições de precificar corretamente os ativos negociados.

Por outro lado, de acordo com o estatuto, os recorrentes tinham o poder de decisão sobre os investimentos, e nessa condição participaram da sequência dos fatos, de forma sistemática, comprovando a conduta intencional no acompanhamento reiterado das operações.

Também não assiste razão aos recorrentes quando alegam que as operações renderam acima do CDI, pois da planilha apresentada diversas operações apresentam taxas de financiamentos distantes da taxa alegada. (dobro do CDI)

O administrador probo tem o dever de maximizar os resultados dos recursos que administra, dentro dos critérios de segurança, solvência e liquidez, mas o que se viu foi a entidade exposta a um risco inaceitável, para no final ver reduzida a rentabilidade dos recursos de seus participantes, rentabilidade que poderia ter sido auferida se houvesse um critério de precificação justo e correto

Por todo o exposto, considero que os recorrentes agiram de forma temerária, expondo a entidade a risco elevado, com resultados aquém do esperado, numa clara situação de perda de receitas, em razão da falta de

26



critério na precificação dos seus ativos, configurando assim, na inobservância das condições de segurança, liquidez e rentabilidade exigidas pelo CMN. Acolho, portanto, o posicionamento exarado na Análise Técnica, conhecendo do recurso, para no mérito negar-lhe provimento.

É como voto.

Brasília, 15 de julho de 2010

  
Maria Batista

## Resultado de Julgamento

**Reunião e Data:** 3ª Reunião Extraordinária - 15 julho de 2010

**Relator:** MARIA BATISTA DA SILVA

**Processo:** 44000.002628/2005-38

**Recorrente:** Luis César Miara, Nelson Walter Marquardt, Sérgio Roberto Santi, Fernando Fontes Pereira

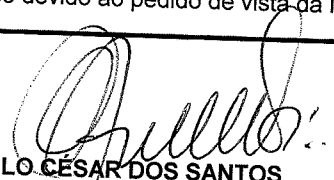
**Entidade:** Fundação COPEL de Seguridade Social - COPEL

**Auto de Infração nº:** 21/05-95

**Decisão Notificação nº:** 10/07-31

**Penalidade:** Multa pecuniária no valor de R\$ 6.500,00 ( seis mil e quinhentos reais) agravada de 50% cumulada com inabilitação por 4 (quatro) anos.

**Voto da Relatora:** Não acata preliminar de prescrição e considerou que os recorrentes agiram de forma temerária, expondo a entidade a risco elevado, com resultados aquém do esperado, numa clara situação de perda de receitas, em razão da falta de critério na precificação dos seus ativos, configurando assim, na inobservância das condições de segurança, liquidez e rentabilidade exigidas pelo CMN. Acolho, portanto, o posicionamento exarado na Análise Técnica, conhecendo do recurso, para no mérito negar-lhe provimento.

| Representantes                                                                                                                                 | Votos                                                                             |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|
| <b>ANTÔNIO BRÁULIO DE CARVALHO</b><br>(Participantes e assistidos de planos de benefícios das EFPC)                                            | Acolhe a preliminar de prescrição quinquenal.                                     |
| <b>MARTA DENISE MAIDANCHEN</b><br>(Patrocinadores e instituidores de planos de benefícios das EFPC)                                            | Afasta a preliminar de prescrição quinquenal, acompanha o voto da relatora.       |
| <b>LYGIA MARIA AVENA</b><br>(Entidades Fechadas de Previdência Complementar)                                                                   | Acolhe a preliminar de prescrição quinquenal. No mérito solicita vista dos autos. |
| <b>HILTON DE ENZO</b><br>(Servidores federais titulares de cargo efetivo)                                                                      | Afasta a preliminar de prescrição quinquenal                                      |
| <b>ALFREDO SULZBACHER WONDRAKE/ANA CAROLINA SQUADRI SANTANNA</b><br>(Servidores federais titulares de cargo efetivo)                           | Afasta a preliminar de prescrição quinquenal                                      |
| <b>Paulo César dos Santos</b><br>(Presidente)                                                                                                  | Acolhe a preliminar de prescrição quinquenal                                      |
| <b>Resultado:</b> Sobrestado o julgamento do recurso devido ao pedido de vista da Membro Lygia Maria Avena.                                    |                                                                                   |
| Brasília, 15 de julho de 2010.                                                                                                                 |                                                                                   |
| <br><b>PAULO CÉSAR DOS SANTOS</b><br>Presidente-Substituto |                                                                                   |



PROCESSO Nº 44000.002628/2005-38

AUTO DE INFRAÇÃO Nº 21/05-95

DECISÃO-NOTIFICAÇÃO Nº 10/07-31

RECORRENTES: Luiz César Miara, Nelson Walter Marquardt, Sérgio Roberto Santo e Fernando Fontes Pereira

RECORRIDA: Superintendência Nacional de Previdência Complementar - PREVIC, sucessora da Secretaria de Previdência Complementar – SPC

ENTIDADE INTERESSADA: Fundação COPEL de Previdência e Assistência Social

RELATOR: Maria Batista da Silva

## **VOTO-VISTA**

### **I - CONTEXTUALIZAÇÃO**

Trata-se de recurso voluntário em face da Decisão Notificação que julgou procedente o auto de infração, condenando os autuados à pena de multa pecuniária de R\$ 6.500,00 (seis mil e quinhentos reais), agravada de 50%, cumulada com inabilitação por 4 (quatro) anos. Na descrição sumária da infração (fl. 03), consta que os Autuados teriam realizado operações que implicariam na inadequada aplicação dos recursos garantidores das reservas técnicas ou quaisquer outras situações de prejuízo para a entidade, infringindo o disposto no § 1º do artigo 40 da Lei nº 6.435, de 15.07.77, combinado com o artigo 1º da Resolução CMN nº 2.324, de 30.10.965.

A autuação (fl. 05), utilizando o modelo de Black & Scholes para precificação das opções, analisou 80 operações realizadas pela Entidade no mercado de opções no período de 1996 a 2000, em especial aquelas realizadas na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro e concluiu que os prêmios pagos ou recebidos pela COPEL não guardavam nenhuma relação com o referido modelo. Dessa forma, nos lançamentos das opções o prêmio recebido estaria sempre aquém do valor apurado como “justo”, enquanto que nas reversões o prêmio pago estaria quase sempre próximo ou acima desse mesmo valor “justo”.

Assim, concluiu a autuação que as operações realizadas no mercado de opções de compra de ações foram feitas sem estudos técnicos que demonstrassem a viabilidade das mesmas, sem precificação justa das opções, mediante ato doloso dos Recorrentes, o que teria gerado prejuízos à Entidade.

A Análise Técnica que embasou a Decisão-Notificação (fls. 32 a 38) entendeu que os autuados agiram de forma temerária, expondo a Entidade a risco elevado, com resultados aquém do esperado em razão da não utilização de qualquer modelo matemático de precificação, argumento também adotado no Voto da ilustríssima Relatora, para negar provimento aos recursos. Nesse contexto, manifestamos os fundamentos e conclusão deste Voto-Vista nos termos seguir expostos.



## **II – FUNDAMENTOS**

### **1. TEMPESTIVIDADE / DEPÓSITO RECURSAL**

Os Recorrentes foram notificados da Decisão-Notificação nº 14/08-72 em 22 de agosto de 2007.

O Recurso conjunto dos Recorrentes foi protocolado na data de 05.09.2007, pelo que é manifestamente tempestivo, visto que protocolado no prazo de 15 (quinze) dias previsto no artigo 13 do Decreto 4.942/2003.

Os Recorrentes comprovaram a realização de depósito recursal (fls. 83/86), muito embora tal expediente nem sequer fosse necessário em virtude do teor do enunciado nº 21 da Súmula Vinculante do Supremo Tribunal Federal e do enunciado nº 373 da Súmula do Superior Tribunal de Justiça.

### **2. PRESCRIÇÃO QUINQUENAL**

No presente caso, deve ser reconhecida a prescrição quinquenal da pretensão punitiva, visto que a última operação foi realizada em 27.07.2000, tendo sido lavrado o Auto de Infração apenas em 08.11.2005, ou seja, em lapso de tempo superior a 5 anos do último ato supostamente infracional.

Nesse contexto, a prescrição quinquenal deve ser reconhecida, visto que, nos termos dos arts. 65 e 66 da Lei Complementar 109/2001 c/c art. 2º do Decreto 4.942/2003, o processo administrativo para apuração de infrações à legislação da Previdência Complementar somente se inicia com a lavratura do Auto de Infração, não sendo admissível hipótese de interrupção da prescrição antes da referida data.

Dessa forma, o apontado Ofício nº 2.164/SPC/CGFR, de 19.12.2002 (fls. 89/90), não poderia interromper a prescrição, visto que expedido antes da lavratura do Auto de Infração. No entanto, mesmo que se permitisse, por hipótese, a interrupção da prescrição antes início do processo administrativo, ainda assim o referido Ofício não poderia ser enquadrado como ato inequívoco de apuração do fato, uma vez que o mesmo solicitou informações genéricas sobre o mercado de opções e não especificamente sobre as operações supostamente infracionais, não se enquadrando o Ofício, portanto, na hipótese de interrupção de que trata o artigo 33, inciso II, do Decreto 4.942/2003 (ato inequívoco que importe em apuração do fato), visto que o fato nele tratado é concreto e específico.

Pelo exposto, voto no sentido de reconhecer a prescrição quinquenal, com a decorrente extinção da punibilidade dos Recorrentes nos termos do artigo 34, inciso II, do Decreto 4.942/2003.



### 3. MÉRITO

Quanto ao mérito das operações apontadas pela fiscalização, de acordo com o Auto de Infração e a Decisão-Notificação, não teria sido adotado um “valor justo” para o prêmio recebido nos lançamentos das opções, bem como para o prêmio pago nas reversões. Para a fiscalização, referido “valor justo” seria obtido mediante a aplicação do método de precificação denominado Black & Scholes.

#### A) INEXISTÊNCIA DE METODOLOGIA DE PRECIFICAÇÃO PARA A OPERAÇÃO NO MERCADO DE OPÇÕES POR PARTE DA FUNDAÇÃO COPEL

Tanto o Auto de Infração como a Decisão-Notificação entenderam que os Recorrentes não realizaram estudos técnicos que demonstrassem a viabilidade das operações realizadas no mercado de opções, não tendo utilizado nenhum modelo de precificação, o que seria indispensável, principalmente, num mercado de baixa liquidez como era a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro na época da realização das operações.

Vale ressaltar que não há previsão ou imposição legal na adoção do modelo Black & Scholes que, inclusive, consiste em método questionado por muitos. Ainda que possa ser alegado que o referido método era exemplificativo e não exigido pela fiscalização, fato é que com a adoção comparativa deste modelo foi que a fiscalização entendeu ter ocorrido diferenças a menor nos ganhos obtidos pela Entidade.

Conforme se verifica das planilhas acostadas ao Auto de Infração (fls. 7/10 do AI - 08/11 dos autos), foram realizadas pela Fundação COPEL 80 lançamentos e 38 reversões, sendo que:

- no que tange aos lançamentos, em apenas 14 operações a Entidade teria recebido preços superiores aos considerados “justos” pelo modelo de precificação de Black & Scholes e em 4 outras operações teria recebido valores muito próximos aos encontrados pelo referido modelo;
- no que tange às reversões, em 21 operações a Entidade teria pago preços mais baixos que os considerados “justos” pelo modelo de precificação de Black & Scholes e em outras 11 operações teria pago valores muito próximos aos encontrados pelo referido modelo.

Logo, pode-se afirmar que, tão somente em 18 de 80 operações de lançamento (22,5%), os preços recebidos pela Entidade não destoaram do modelo Black & Scholes. E, em 32 de 38 operações de reversão (84%), os valores pagos pela Entidade não destoaram do aludido modelo de precificação.

Dessa forma, fica claro que:

a) quanto às reversões de opções, o percentual divergente do modelo Black & Scholes representou apenas 16% das operações realizadas, o que poderia ser justificável pelas inconsistências<sup>1</sup> do próprio modelo Black & Scholes, pela baixa liquidez da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro e pelo fato de que o mercado de ações não se comporta por parâmetros fixos, sendo possível haver discrepâncias entre o que foi projetado e a realidade, seja qual for o método ou o parâmetro adotado;

b) no que tange às operações de lançamento de opções, a divergência em face do modelo de precificação Black & Scholes, mesmo que em percentual menor (77,5%) que o mencionado pela fiscalização (96,3%), representa uma diferença de preços que não poderia ser explicada apenas pelas observações mencionadas no item acima, o que demonstra que a Entidade não utilizou estudos ou modelos adequados de precificação das opções.

Por esse motivo, apesar dos bem lançados argumentos de Defesa, entendemos que houve a infração apontada pela fiscalização quanto ao artigo 1º da Resolução CMN nº 2.324/96, visto que os Recorrentes não tiveram o necessário cuidado no estudo técnico que deveria nortear os investimentos, em observância às condições de segurança, rentabilidade, solvência e liquidez.

#### B) DOSIMETRIA DA PENA A SER APLICADA AOS RECORRENTES

A Decisão-Notificação recorrida condenou os Recorrentes às penas de multa pecuniária no valor de R\$ 6.500,00 (seis mil e quinhentos reais), agravada de 50% e cumulada com inabilitação por 4 (quatro) anos.

Entendemos que as penalidades aplicadas foram demasiadamente gravosas, conforme passamos a expor.

Mesmo que sem a utilização de estudos e modelos adequados de precificação para a atuação no mercado de opções, os Recorrentes alegaram que se pautaram pelos seguintes parâmetros na realização das operações fiscalizadas:

- a ação, objeto da operação de financiamento, deveria ser de primeira linha e emitida por empresa de que a Fundação já fosse acionista, pois se não ocorresse o exercício da opção, ela poderia ser incorporada à carteira da Entidade a um preço mais baixo do que apenas comprada no mercado à vista;
- a taxa de retorno proporcionada deveria ser próxima ao dobro da taxa do CDI;
- o preço de exercício para esse nível de taxa deveria ser de no máximo 10% acima do preço à vista para o prazo considerado;
- o prazo entre a data de lançamento da opção e a data de exercício não deveria ser superior a quatro meses.

<sup>1</sup> A Análise Técnica que embasou a Decisão Notificação 10/07-31 reconheceu, à fl. 34 dos autos, que:

*"O modelo Black & Scholes adota premissas que podem ser contestadas, principalmente em relação ao cálculo da volatilidade histórica, uma vez que não existe uma regra para determinação deste período."*



Adicionalmente, alegaram que a Entidade procedia à reversão da operação após atingido o objetivo de ganhos em renda fixa (dobro do CDI), visto que *“não valeria a pena correr o risco de ver o mercado mudar de sentido e ser obrigado a carregar a operação até o seu vencimento ...”* (fl. 17).

Tais parâmetros decorreriam da estratégia da Entidade em realizar aplicações de renda fixa através de operações de financiamento (compras de ações e posterior lançamento de opções), com taxa superior à taxa de mercado, tendo o CDI como referência, o que seria justificado pelo fato de que o período da apuração (1996 a 2000) foi marcado por diversas crises bancárias e econômicas (da Rússia, do México), o que diminuiu as opções de investimentos em renda fixa, uma vez que gerou alto risco de crédito para compra de CDBs e RDBs.

E a referida estratégia, apesar da não utilização de adequado modelo de precificação, teria sido bem sucedida, visto que, conforme apontado no Recurso (fl. 58 e tabela de fls. 80/82), o ganho das operações da Fundação COPEL com as operações “de renda fixa” via operações de financiamento no mercado de opções foi de R\$ 3.808.549,86 (três milhões, oitocentos e oito mil, quinhentos e quarenta e nove reais e oitenta e seis centavos), muito superior à rentabilidade do mesmo valor se aplicada à taxa CDI, o que proporcionaria um retorno de R\$ 1.800.949,25 (um milhão, oitocentos mil, novecentos e quarenta e nove reais e vinte e cinco centavos).

Conseqüentemente, em face do aludido resultado e da análise dos autos, parece-nos que não ficou inequivocamente demonstrada a ocorrência de prejuízo nas operações no mercado de opções realizadas pela Fundação COPEL.

Ocorre, porém, que a Decisão-Notificação aplicou a agravante de 50% não em virtude da ocorrência de prejuízo, mas sim pelo disposto no item 38, letra “e”, da Instrução Normativa nº 15/1997, que trata da configuração das circunstâncias de dolo ou má-fé.

Na verdade, esse também foi o argumento da fiscalização para a aplicação da pena de inabilitação, igualmente nos termos da IN SPC 15/97:

*“5 - A pena de inabilitação temporária será aplicada:*

*(...)*

*2) pelo prazo de 04 (quatro) anos;*

*a) **quando comprovada a responsabilidade do infrator por ato doloso.***

*(...)” (grifo nosso)*

No entanto, ao contrário do que consignou a Análise Técnica que embasou a Decisão-Notificação recorrida, não se pode *“presumir”* o dolo ou afirmar, sem comprovação, que os Recorrentes *“anteviram o resultado danoso e assumiram o risco de produzi-lo”*. Deve haver demonstração efetiva, clara e objetiva do dolo, sob pena de impossibilidade de aplicação da pena “capital” de inabilitação.



No presente caso, em virtude da apresentação de parâmetros mínimos a justificar as operações realizadas, bem como os resultados alcançados (dobro do CDI) e, ainda, em face da análise dos autos, não se vislumbra a ocorrência de ato doloso pelos Recorrentes na conduta objeto da fiscalização, visto que não restou comprovada a intenção de descumprir o disposto no art. 1º da Resolução CMN 2.324/96 no que tange às condições de segurança, rentabilidade, solvência e liquidez dos investimentos da Entidade.

Diante de tais constatações, verifica-se que a infração se deu por ato culposo, consubstanciado na atitude sem o devido cuidado dos Recorrentes em não se utilizarem de estudos e modelos adequados de precificação na condução das operações realizadas no mercado de opções na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro.

Assim, não tendo havido a demonstração de dolo ou má-fé, bem como considerando os princípios da proporcionalidade e razoabilidade que devem nortear a aplicação da pena, impõe-se o afastamento tanto do agravamento de 50% da pena de multa pecuniária como da pena de inabilitação. Esta, inclusive, afigura-se como totalmente desarrazoada, pois a gravidade da infração, no presente caso, não comporta a aplicação da pena capital sobre os Recorrentes.

### **III - CONCLUSÃO**

Portanto, após detido exame dos autos e considerando os fundamentos acima apresentados, manifesto parcial concordância com a Decisão-Notificação da então SPC e com o posicionamento da ilustríssima Relatora, votando, dessa forma, pelo conhecimento e provimento parcial do recurso apresentado pelos Recorrentes Luiz César Miara, Nelson Walter Marquardt, Sérgio Roberto Santo e Fernando Fontes Pereira, mediante a reforma da Decisão-Notificação nº 10/07-31, a fim de, mantendo-se a condenação da multa pecuniária, afastar, entretanto, o seu agravamento de 50% e a pena de inabilitação, previstos, respectivamente, no item 38, "e", e no item 5, 2, "a", da IN SPC 15/97.

Caso prevaleça o referido entendimento, apresento a ementa abaixo.

**EMENTA: OPERAÇÕES EFETUADAS NO MERCADO DE OPÇÕES DA BOLSA DE VALORES DO RIO DE JANEIRO (PERÍODO DE 1996 A 2000). NÃO REALIZAÇÃO, PELOS RECORRENTES, DE ADEQUADOS ESTUDOS TÉCNICOS OU MODELO DE PRECIFICAÇÃO QUE DEMONSTRASSEM A VIABILIDADE DAS OPERAÇÕES. NÃO COMPROVAÇÃO DE DOLO. AFASTAMENTO DO AGRAVAMENTO DA PENA DE MULTA PECUNIÁRIA E DA PENA DE INABILITAÇÃO. RECURSO PROVIDO PARCIALMENTE.**

É como voto.

Brasília, 09 de novembro de 2010.

  
Conselheira LYGIA MARIA AVENA

## Resultado de Julgamento

**Reunião e Data:** 13ª Reunião Extraordinária - 09 de novembro de 2010

**Relator/Conselheiro:** MARIA BATISTA DA SILVA

**Processo:** 44000.002628/2005-38

**Recorrentes:** Luís César Miara, Nelson Walter Marquardt, Sérgio Roberto Santi e Fernando Fontes Pereira

**Entidade:** FUNDAÇÃO COPEL – Fundação COPEL de Seguridade Social

**Auto de Infração nº:** 21/05-95

**Decisão Notificação nº:** 10/07-31

**Irregularidade :** Realizar operações de impliquem em inadequada aplicação dos recursos garantidores das reservas técnicas ou quaisquer outras situações de prejuízo para a entidade. 9750,00

**Penalidade:** aplicando multa pecuniária de R\$ 20.000,00 agravada de 50% cumulada com a pena de inabilitação pelo prazo de 4 anos aos autuados.

**Voto do Relator:** "Operações efetuadas no mercado de opções da bolsa de valores do rio de janeiro (período de 1996 a 2000). Não realização, pelos recorrentes, de adequados estudos técnicos ou modelo de precificação que demonstrassem a viabilidade operações. Não comprovação de dolo. Afastamento do agravamento da pena de multa pecuniária e da pena de inabilitação. Recurso provido parcialmente."

| Representantes                                                                                           | Votos                                                                                                                                                                                                                           |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>ITAMAR PRESTES RUSSO</b><br>(Participantes e assistidos de planos de benefícios das EFPC)             | Acompanha o voto vista da Dra LYGIA MARIA AVENA.                                                                                                                                                                                |
| <b>LUIZ GONZAGA MARINHO BRANDÃO</b><br>(Patrocinadores e instituidores de planos de benefícios das EFPC) | Conhece dos recursos, para no mérito dar-lhe parcial provimento, para reformar a Decisão-notificação nº 10/07-31, no sentido manter as agravantes de 50% excluindo a pena de inabilitação.                                      |
| <b>LYGIA MARIA AVENA</b><br>(Entidades Fechadas de Previdência Complementar)                             | <b>Voto Vista:</b> Conhece dos recursos, para no mérito dar-lhe parcial provimento, para reformar a Decisão-notificação nº 10/07-31, no sentido de excluir as agravantes de 50% e inabilitação com relação a todos os autuados. |
| <b>DANIEL PULINO/ HILTON DE ENZO</b><br>(Servidores federais titulares de cargo efetivo)                 | Ausentes justificadamente.                                                                                                                                                                                                      |
| <b>ALFREDO SULZBACHER WONDRAČEK</b><br>(Servidores federais titulares de cargo efetivo)                  | Acompanha o voto vista da Dra LYGIA MARIA AVENA.                                                                                                                                                                                |
| <b>PAULO CÉSAR DOS SANTOS</b><br>(Presidente)                                                            | Acompanha o voto vista da Dra LYGIA MARIA AVENA.                                                                                                                                                                                |

**Sustentação Oral:** DR. Alexandre Maimoni

**Resultado:** Por unanimidade de votos, a Câmara de Recursos da Previdência Complementar – CRPC- conhece dos recursos voluntários. Por maioria de votos, a CRPC, afasta as preliminares, vencidos os votos dos Membros Antonio Bráulio de Carvalho, Lygia Maria Avena e do Sr. Presidente Substituto que acolheram a preliminar de prescrição quinquenal. Por maioria de votos, a CRPC, no mérito, dá provimento parcial ao recurso dos Srs. Luiz César Miara, Nelson Walter Marquardt, Sérgio Roberto Santo e Fernando Fontes Pereira, no sentido de manter a multa pecuniária excluindo o agravante de 50% e a pena de inabilitação, vencido do voto da Relatora no sentido de negar provimento aos recursos e o voto do Membro Luiz Gonzaga Marinho Brandão no sentido de manter a multa pecuniária com o agravante excluindo a pena de inabilitação. Ausente, justificadamente, o Membro Daniel Pulino, representante dos servidores federais de cargo efetivo.

Brasília, 09 de novembro de 2010.



**PAULO CÉSAR DOS SANTOS**

Presidente