

Processo nº 44000.001565-2005-01

Auto de Infração nº 11/05-31

Decisão-Notificação nº 09/06-71

Recorrentes:

- José Luiz Pingarilho Neto
- Mário Mendes Filho
- Jorge da Costa Pondé
- José do Carmo Ferreira
- Ricardo José Marques de Sá Freire e
- Luiz Antonio Martins

Recorrida: **Secretaria de Previdência Complementar – SPC, sucedida pela PREVIC - Superintendência Nacional de Previdência Complementar**

Entidade Interessada: **SERPROS Fundo Multipatrocinado**

Relatora: **Conselheira Lygia Maria Avena**

1. RELATÓRIO

Tratam-se de recursos voluntários interpostos por Mário Mendes Filho (Diretor Superintendente no período de 22/02/2001 a 31/10/2003), José do Carmo Ferreira (Diretor de Investimentos no período de 01/04/2001 a 31/10/2003), Luiz Antonio Martins (Diretor de Benefícios no mesmo período de 01/04/2001 a 01/11/2003), José Luiz Pingarilho Neto (Diretor Superintendente no período de 18/11/1996 a 21/02/2001), Ricardo José Marques de Sá Freire (Diretor de Benefícios no período de 06/03/1995 a 31/03/2001) e Jorge Costa Pondé (Diretor de Investimentos no período de 01/04/1996 a 31/03/2001) em face à Decisão-Notificação nº 09/06-71, que julgou procedente o Auto de Infração nº 11/05-31, aplicando a cada um dos recorrentes a penalidade de MULTA pecuniária no valor de R\$ 6.500,00, agravada em 50%. O Sr. Jorge da Costa Pondé, além da multa agravada, foi apenado com inabilitação por quatro anos.

Em 8 de julho de 2005, foi lavrado o auto de infração de número 11/05-31 (fls. 01/08 e tabelas de fls. 09/22), sob o argumento de que o SERPROS teria realizado operações que implicariam na *“inadequada aplicação dos recursos garantidores das reservas técnicas ou quaisquer outra situações de prejuízo para a entidade”* e, com isso, seus dirigentes teriam infringido o § 1º do art. 40 da Lei 6.435/77, o § 1º do art. 9º da Lei Complementar 109/01, combinados com o art. 1º da Resolução CMN nº 2.324/96 e art. 1º do Regulamento Anexo à Resolução CMN nº 2.819/2001.

Conforme narra o relatório do Auto de Infração, a fiscalização da SPC analisou operações realizadas pelo SERPROS no mercado de opções no período de 1999 a 2001, adotando como parâmetro de comparação o método Black & Scholes. Após a referida análise, constatou a Fiscalização (fls. 06) que:

“usando-se o modelo Black & Scholes para a precificação das opções (a volatilidade foi medida com o preço de fechamento do papel, na BOVESPA, nos 20 pregões anteriores à data do lançamento da opção ou à data de reversão da mesma), os prêmios pagos ou recebidos pelo SERPROS não guardavam nenhuma relação com o modelo de precificação adotado. Nos lançamentos das opções, o prêmio recebido está sempre aquém do valor apurado como ‘justo’, enquanto que nas reversões o prêmio está, quase sempre, próximo ou acima desse mesmo valor ‘justo’.”

No anexo ao auto de infração, às fls. 09/22, consta uma tabela produzida pela autoridade autuante contendo a lista das operações inquinadas e o valor do prêmio em comparação ao método Black & Scholes.

Assim, segundo o auto de infração, *“o SERPROS utilizou o mercado de renda variável (operações com opções de compra de ações) para efetuar operações de renda fixa”,* de forma que *“o rendimento obtido pelo SERPROS, em comparação com o rendimento do mesmo papel no mercado à vista, fosse pequeno”*.

Desse modo, o AI concluiu que os membros do Comitê de Aplicações da SERPROS teriam deixado de observar as normas legais quanto às condições de liquidez, segurança e rentabilidade dos investimentos, o que constituiria infração ao § 1º do artigo 40 da Lei nº 6.435, de 15/07/77, § 1º do artigo 9º da Lei Complementar 109, de 29/05/01, combinados com o artigo 1º da Resolução CMN nº 2.829, de 30/03/01.

Os autuados José do Carmo, Jorge Luís, José Luiz, Ricardo José e Luiz Antonio foram intimados, em 14.07.2005, pelos correios, com Aviso de Recebimento-AR (fls. 25/30). O autuado Mário Mendes foi intimado, em 12.07.2005, pelos correios, com Aviso de Recebimento-AR (fl. 1578).

Em 29.07.2005, o autuado Jorge Luis Batista de Oliveira apresentou defesa (fls. 31/34), alegando que, quando da realização das operações (período de 1999 a 2001), era Diretor eleito pelos participantes. Informou que todas as operações eram trazidas ao Comitê de Investimentos (CAP) pelo Diretor de Investimentos e seus gerentes, que apresentavam fundamentação e defesa oral e escrita as quais levavam, quase sempre, à aprovação, por unanimidade, da execução da operação pelo referido Comitê.

O defendente também registrou que foi tomado por surpresa ao saber da autuação e que jamais teve a intenção de atuar em prejuízo da defesa dos interesses dos participantes, não podendo assumir a responsabilidade por obrigações do Diretor de Investimentos e seus comandados.

Na mesma data (29.07.2005), foi protocolada a defesa conjunta de Mário Mendes Filho, José do Carmo Ferreira e Luiz Antonio Martins (fls. 37/52 e documentos de fls. 53/241), na qual relatam as medidas tomadas no âmbito da Entidade desde sua posse na Diretoria. Dentre as medidas relatadas merece destaque o fato de que, após terem tomado conhecimento de sindicância aberta pela então SPC para apuração de irregularidades em investimentos realizados através da Corretora MercoBank S/A, teriam contratado, emergencialmente, a consultoria especializada da Risk Office para realizar verificações acerca de todas as operações. Após a apresentação do relatório da referida consultoria, decidiu-se pela instauração de Comissão de Sindicância interna para apurar os fatos e eventuais responsabilidades, tendo a referida comissão concluído pela má gestão dos investimentos na gestão anterior, não incluindo, portanto, os autuados.

Na defesa também relatam o histórico do processo de reestruturação da carteira de ações e da área de investimentos da SERPROS, que passou a contar com mais uma divisão, a de Análise, Controle e Gerenciamento de Risco. A nova composição (Divisão de Análise, Controle e Gerenciamento de Risco, Divisão de Investimentos Mobiliários e Divisão de Investimentos Imobiliários e Empréstimos) teria possibilitado maior concentração e qualidade em cada uma das atividades.

Também em 29.07.2005, apresentaram defesa conjunta os autuados José Luiz Pingarilho Neto e Ricardo José Marques de Sá (fls. 242/262 e documentos de fls. 265/385), argüindo, preliminarmente, a nulidade do auto de infração, pois eventuais estudos e documentação-suporte do mesmo não foram apresentados aos autuados para impugnação antes da notificação, afrontando o princípio do contraditório.

A defesa também apontou outra inconsistência formal do auto, decorrente da aplicação de penalidade administrativa, à fl. 02 do auto de infração, sem prévia cominação legal, cerceando, assim, o seu direito de defesa. Segundo os defendentes, o Decreto nº 4.942/03 não lhes seria aplicável, eis que teriam protagonizado os fatos constantes do AI antes de sua edição. Igualmente, a Lei nº 6.435/77 também não serviria de base legal para a aplicação da penalidade, pois estaria revogada desde 29/05/2001, ocorrendo, portanto, a nulidade do auto de infração por falta de base legal.

No mérito, defendem que o modelo de apreçamento de opções chamado Black & Scholes é uma ferramenta de avaliação, não sendo um único e insuperável critério a ser utilizado nas mecânicas afeitas ao trato das opções. Afastam a alegação constante do auto de infração de ausência de estudos técnicos demonstradores da viabilidade das operações, pois as atas do Comitê de Aplicações demonstrariam as análises pertinentes e a criteriosidade no estabelecimento de tais diretrizes.

Afirmam que “o modelo Black & Scholes, embora insinuasse padrões de preço “justo”, traduzia tão-somente mais uma ferramenta de avaliação, sem constituir uma “bíblia” para considerar-se como idônea qualquer tipo de operação” (fls. 251). Assim, não haveria, no ordenamento, obrigação de adotar o referido modelo.

Acerca da alegada existência de prejuízo, aduzem que, em momento algum houve qualquer espécie de prejuízo para a entidade. Invocam o chamado “custo de liquidez”, nos seguintes termos: “Toda a questão resume-se – a bem da verdade – na dificuldade que o Diretor de Fiscalização tem ao lidar com o conceito de “custo de liquidez”; tal custo implica que o investidor ao vender uma posição, acaba recebendo um preço menor do que seria recebido caso o mercado fosse mais líquido; de forma inversa, o “custo de liquidez” implica que o investidor, ao comprar uma posição, acaba pagando um preço maior do que seria pago caso o mercado fosse mais líquido”.

Por fim, de modo a possibilitar a individualização de cada ação, elencam as atribuições de cada um dos defendentes, previstas nos diplomas normativos internos da SERPROS vigentes à época, bem como as atribuições da área de investimentos, requerendo a improcedência da autuação.

Em 15.08.2005 apresentou defesa o autuado Jorge Costa Pondé (fls. 389/ 417 e documentos de fls. 420/1577), defendendo, de início, a nulidade do auto de infração, pois, em que pese haver indicações de que o mesmo fosse fruto do manuseio de diversos documentos, os mesmos não teriam sido disponibilizados ao autuado, em afronta ao princípio do contraditório.

Em sede de preliminares, a defesa aponta a nulidade do auto de infração pela ausência de individualização de conduta, acarretando cerceamento de defesa. Defende, ainda, que a legislação que ampara a autuação não está em vigor (Lei 6.435/77 e Resolução CMN nº 2.324/96) e que a gestão do defendente, no período apurado, não estaria subordinada aos ditames do Decreto 4.942/03. A última das preliminares refere-se à nulidade ante a ausência de fundamentação legal da pena aplicada pelo auto de infração.

Após discorrer sobre o perfil pessoal do defendente, a defesa adentra o mérito da questão consignando que não se mostra verdadeira a alegação constante do AI de que as operações não estariam respaldadas em estudos técnicos que demonstrassem a sua viabilidade, pois as atas do Comitê de Aplicações demonstrariam as análises pertinentes e a criteriosidade no estabelecimento de tais diretrizes, além de observar que o objetivo era atingir rentabilidade acima do CDI.

Após discorrer sobre o modelo de precificação Black & Scholes conclui que *“não se pode garantir que o cálculo do prêmio de uma opção pela fórmula Black & Scholes, utilizando volatilidade histórica com base no retorno das ações nos últimos vinte dias úteis, produza um resultado que reflita o preço justo de uma opção”* (fls. 403). Ainda, diante da existência de outros modelos, como o de DUAN e o de GARCH, a aplicação do método Black & Scholes não seria obrigatória.

Acerca da alegação de prejuízos à entidade, a defesa consigna que a utilização do mercado de renda variável para operações de renda fixa, conforme imputado ao defendente pelo auto de infração, é operação absolutamente autorizada pela legislação e comum na realidade dos fundos de pensão, pois possibilitam rentabilidade maior que a da renda fixa tradicional. No caso em questão, todas as operações teriam cumprido com seu objetivo de auferir rentabilidade superior a da renda fixa tradicional.

Retomando a discussão acerca do método Black & Scholes, a defesa afirma que o referido modelo *“não é rito obrigatório a ser observado e nem integra o rol de advertências da legislação em vigor para operar-se no cenário do mercado de opções”* (fls. 412/413). Dever-se-ia levar em consideração outros elementos que poderiam indicar prêmio diferente e, ainda que menos vantajoso que o apurado pela aplicação do método Black & Scholes, não significaria prejuízo à Entidade decorrente da operação e nem mesmo qualquer tipo de desvantagem. Resultado ruim deveria ser considerado aquele que obteve prêmio inferior às metas de rentabilidade traçadas pelo Comitê de Aplicações, o que não seria o caso das operações apontadas no AI, que teriam atingido plenamente a citada meta.

Por fim, conclui a defesa que não houve qualquer violação a qualquer diretriz do Conselho Monetário Nacional. Também reitera que o modelo de precificação Black & Scholes não constitui norma obrigatória a ser observada pelos dirigentes das entidades de previdência complementar nas operações com opções, não havendo, portanto, que se falar em inobservância de qualquer mecanismo de segurança, solvência e liquidez.

A Análise Técnica nº 40/2006/Gabin/SPC, de 30.05.2006 (fls. 1.580/1.591) refutou as alegações de ausência de fundamentação legal, registrando que a autuação apontou como violados o § 1º do art. 40 da Lei 6.435/77, o § 1º do art. 9º da Lei Complementar 109/01, combinados com o art. 1º da Resolução CMN nº 2.324/96 e art. 1º do Regulamento Anexo à Resolução CMN nº 2.819/2001. Sobre a alegada revogação das normas que impuseram a penalidade, defendeu que não ocorreu revogação, mas sim sucessão legislativa, e, tendo em vista a previsão, na norma posterior, de penalidades mais rigorosas, invocou o princípio da ultratividade da lei mais benéfica. Afastou a alegação de violação ao princípio da legalidade, tendo em vista o poder regulamentar previsto nos arts. 75 e 78 da Lei 6.435/77.

Defendeu que a conduta de cada um dos autuados estaria perfeitamente descrita e individualizada no relatório do auto de infração. Acerca do cerceamento de defesa, consignou que entregou aos autuados cópia integral do processo administrativo, não havendo que se falar em nulidade sem que haja prova de efetivo prejuízo decorrente do não fornecimento de cópias reprográficas pela então SPC.

No mérito, a Análise Técnica teceu breves explicações sobre o modelo Black & Scholes e concluiu que, embora não seja o único que possa ser utilizado para calcular o prêmio das opções de ações, seria o mais utilizado para este tipo de avaliação. Acrescentou que, embora o referido modelo adote premissas que podem ser contestadas, especialmente com relação ao cálculo da volatilidade histórica, as práticas do mercado financeiro sugerem como prazo para cálculo da volatilidade o preço de fechamento do papel (ativo-objeto) nos vinte pregões anteriores à data de lançamento ou reversão da opção, prazo que foi adotado pela então SPC, não tendo os autuados demonstrado a utilização de qualquer outro modelo matemático para se calcular um “preço justo”.

A análise aponta para a necessidade de os autuados se cercarem por mecanismos que garantissem a segurança das operações, tendo em vista estarem administrando recurso de terceiros. Entretanto, a entidade não dispunha de nenhum modelo de precificação de opção de ações que garantisse um parâmetro técnico na tomada de decisão do referido investimento.

Passando ao exame da ocorrência de eventual dano à entidade, a análise técnica concluiu que *“o dano se encontra no fato de ter deixado de ganhar o que razoavelmente poderia, lucro cessante, causando prejuízo à entidade, mostrando-se imperioso o reconhecimento da existência de prejuízo”* (fl. 1589).

Ao avaliar a responsabilidade dos autuados concluiu que todos eles, integrantes do Comitê de Investimentos, votaram a favor da realização das operações, motivo pelo qual se

verificaria a responsabilidade dos mesmos. Acrescentou-se, ainda, com relação ao autuado Jorge Costa Pondé, que, por ser Diretor de Investimentos, além de membro do citado Comitê, tinha obrigação de realizar os estudos necessários para a realização das operações e, tendo em vista sua qualificação e formação pessoal, certamente seria sabedor de que a prática causaria danos à entidade e a seus participantes, tendo, portanto, assumido o risco de produzi-lo, o que o teria feito incidir na situação prevista no item 5, subitem 2, letra “a” da Instrução Normativa SPC nº 15, de 29 de setembro de 1997.

Assim, a análise técnica opinou pela aplicação, a todos os autuados, da penalidade de multa de R\$ 6.500,00 (seis mil e quinhentos reais), agravada em 50%, sendo que, para o recorrente Jorge da Costa Pondé, além da referida pena de multa agravada, foi aplicada penalidade de inabilitação por quatro anos.

A referida Análise Técnica foi acatada pelo Sr. Secretário de Previdência Complementar em 31.05.2006 (fls. 1.592), que exarou a Decisão Notificação 09/06-71, de 31.05.2006. Assim, os recorrentes foram apenados com multa de R\$ 6.500,00 (seis mil e quinhentos reais), agravada em 50%. O Sr. Jorge da Costa Pondé, além da multa agravada, foi apenado com inabilitação por quatro anos.

Os Srs. José do Carmo Ferreira (fl. 1681), Ricardo José Marques de Sá Freire (1.682), Luiz Antonio Martins (fl. 1683), Mário Mendes Filho (fl. 1720) e Jorge Luis Batista de Oliveira (fl. 1684) foram notificados, via Aviso de Recebimento, em 08.06.2006. Já o Srs. Jorge Costa Pondé (fl. 1722) e José Luiz Pingarilho Neto (fl. 1.685) foram notificados, respectivamente, em 09.06.2006 e 12.06.2006.

Em 23.06.2006, apresentaram tempestivamente recurso conjunto os recorrentes Mário Mendes Filho, José do Carmo Ferreira e Luiz Antonio Martins (fls. 1607 /1623). Nesta oportunidade, os autuados repisaram os argumentos trazidos na defesa, acrescentando que a decisão afrontaria o princípio da isonomia porquanto, em nenhum momento, teriam praticado atos lesivos ao Fundo, sendo desarrazoada a aplicação de penalidade idêntica aos demais autuados, gestores do Fundo do período em que as operações foram realizadas pelos responsáveis pela política de investimentos então definida. Observam que das 458 operações de lançamento e reversão realizadas nos anos de 1999 a 2001, apenas 21 operações teriam ocorrido na gestão dos recorrentes. Alegam que a aplicação de multa agravada em 50% seria “*reformatio in pejus*” (aplicação de uma penalidade mais severa do que a prevista originalmente), devendo ser afastada.

Em 26.06.2006, José Luiz Pingarilho Neto e Ricardo José Marques de Sá Freire apresentaram tempestivamente recurso conjunto (fls. 1.651/ 1.674). Recuperam os argumentos da defesa oportunamente apresentada, insistindo na nulidade do auto de infração pela ausência de demonstração dos documentos e cálculos que o embasaram, pela abstração do fundamento legal nele citado, que se funda em conceitos abertos como segurança, rentabilidade, solvência e liquidez, pela ausência de indicação da norma punitiva e também pelo cerceamento de defesa decorrente da negativa de produção de prova pericial e documental. No mérito, mantiveram a mesma linha de argumentação da defesa anteriormente apresentada.

Em 29.06.2006, houve apresentação intempestiva de recurso pelo Sr. Jorge Costa Pondé (fls. 1.686 /1.714). Em seu recurso, o autuado reafirma que as operações analisadas estariam expressamente respaldadas pela legislação em vigor, além de terem produzido um resultado financeiro excelente para o SERPROS. Observa que operações como as apontadas no AI sempre foram realizadas e informadas à SPC, entretanto, jamais tinham sido objeto de questionamento anterior. Defendendo a nulidade do auto de infração, a recurso traz as mesmas preliminares da defesa, acrescentando a existência de nulidade decorrente da violação do princípio do contraditório ante o indeferimento de produção de prova documental suplementar e pericial, e ainda, a ausência de individualização da pena. No mais, o recurso reprisa os argumentos da defesa no sentido da licitude das operações realizadas e das vantagens advindas das mesmas.

O autuado Sr. Jorge Luís Batista de Oliveira não recorreu.

A Análise Técnica nº 23/2007/SPC/Gabin, de 19.04.2007 (fls. 1.740/1.746), na mesma linha da análise técnica anterior, refutou as alegações de nulidade da autuação e no mérito, reiterou a validade do modelo Black & Scholes para precificar o prêmio de opções de ações, consignando que se a entidade não quisesse adotar o referido modelo, seria necessário apresentar algum tipo de critério técnico para precificação de modo a mensurar o risco e o retorno, o que não teria sido feito. À fl. 1746, consta o “de acordo” do Secretário de Previdência Complementar e o encaminhamento dos autos ao então Conselho de Gestão da Previdência Complementar.

É o relatório.

Processo nº 44000.001565-2005-01

Auto de Infração nº 11/05-31

Decisão-Notificação nº 09/06-71

Recorrentes:

- José Luiz Pingarilho Neto
- Mário Mendes Filho
- Jorge da Costa Pondé
- José do Carmo Ferreira
- Ricardo José Marques de Sá Freire e
- Luiz Antonio Martins

Recorrida: Secretaria de Previdência Complementar – SPC, sucedida pela PREVIC - Superintendência Nacional de Previdência Complementar

Entidade Interessada: SERPROS Fundo Multipatrocinado

Relatora: Conselheira Lygia Maria Avena

2. VOTO

2. 1. PRELIMINAR DE NULIDADE EM VIRTUDE DE CERCEAMENTO DE DEFESA

Ementa: NÃO APRECIÇÃO, PELA DECISÃO-NOTIFICAÇÃO, DO PEDIDO DE PRODUÇÃO DE PROVA PERICIAL. NULIDADE QUE DEVE SER RECONHECIDA EM FACE DA OFENSA AOS PRINCÍPIOS DO CONTRADITÓRIO E DA AMPLA DEFESA INSCULPIDOS NO ARTIGO 5º, LV, DA CONSTITUIÇÃO FEDERAL. REMESSA DOS AUTOS À PREVIC PARA QUE SEJA COMPLETADA A INSTRUÇÃO PROCESSUAL.

Os recorrentes José Luiz Pingarilho Neto e Ricardo José Marques de Sá Freire alegaram cerceamento de defesa decorrente da negativa de produção de prova pericial requerida em sua Defesa (fl. 262).

De fato, a Análise Técnica nº 40/2006/Gabin/SPC, de 30.05.2006, nas fls. 1.585/1.586, no que tange à preliminar de cerceamento de defesa, restringiu sua análise quanto ao não

fornecimento de cópias reprográficas de todos os documentos que envolveram a matéria objeto da autuação. No entanto, nada mencionou sobre o pedido de produção de prova pericial.

Ocorre que é plenamente razoável a produção de prova pericial em matéria como a tratada no presente processo administrativo, em que a fiscalização, conforme relatado no Auto de Infração (fl. 06), acusou os recorrentes de que:

“(...) os prêmios pagos ou recebidos pelo SERPROS não guardavam nenhuma relação com o modelo de precificação adotado. Nos lançamentos das opções, o prêmio recebido está sempre aquém do valor apurado como ‘justo’, enquanto que nas reversões o prêmio está, quase sempre, próximo ou acima desse mesmo valor ‘justo’”.

Logo, não há dúvidas de que, em tal matéria, em virtude da necessária aferição da adequação ou não dos preços praticados pela Entidade, a realização da perícia requerida consistiria em importante prova para a Defesa.

Nesse contexto, a negativa da produção da prova pericial requerida, por parte da fiscalização, resulta em nulidade da Decisão Notificação 09/06-71, de 31.05.2006, visto que houve ofensa aos princípios do contraditório e da ampla defesa insculpidos no artigo 5º, LV, da Constituição Federal.

Portanto, voto pela nulidade da Decisão Notificação 09/06-71, de 31.05.2006, a fim de que o processo retorne à PREVIC para que seja produzida a prova pericial requerida, completando-se, assim, a instrução do processo administrativo em apreço.

É como voto.

Brasília, 04 de agosto de 2010.

Conselheira LYGIA MARIA AVENA

2.2. PREJUDICIAL DE MÉRITO: PRESCRIÇÃO TRIENAL (INTERCORRENTE)

Ementa: **“PRESCRIÇÃO INTERCORRENTE RECONHECIDA. NÃO INTERRUPTÃO DA PRESCRIÇÃO EM VIRTUDE DE DESPACHO DE CUNHO INSTRUMENTAL. Estando os autos pendentes de julgamento ou despacho há mais de 3 (três) anos, deve ser reconhecida a prescrição intercorrente. Não é capaz de interromper a prescrição intercorrente o despacho de cunho instrumental, ou seja, aquele que apenas confere movimentação processual, sem qualquer conteúdo decisório.”**

O Decreto 4.942/03, no que tange à prescrição intercorrente, menciona o seguinte:

“Art. 32. Ocorre a prescrição no procedimento administrativo paralisado por mais de três anos, pendente de julgamento ou despacho, sendo os autos arquivados de ofício ou mediante requerimento da parte interessada, sem prejuízo da apuração da responsabilidade funcional decorrente da paralisação, se for o caso.” (grifo nosso)

Logo, o referido comando regulamentar, quanto à prescrição intercorrente, informa que a sua configuração ocorrerá se o processo ficar paralisado por mais de 3 (três) anos pendente de julgamento ou despacho.

No caso concreto dos autos, a Decisão-Notificação nº 09/06-71 foi emitida na data de 31.05.2006. O julgamento pendente após a referida data somente pode ser o próprio julgamento dos recursos voluntários por esse colegiado.

No entanto, a condição de “pendência” de julgamento somente se configura após a apresentação dos recursos competentes. No caso, o último recurso apresentado foi o do Recorrente Jorge Costa Pondé, em 29.06.2006.

Após 29.06.2006, os presentes autos ficaram pendentes de julgamento definitivo, o que ainda não ocorreu.

A partir da referida data, nos termos do artigo 32 do Decreto, os autos também ficaram pendentes de eventual despacho.

Registre-se que o despacho mencionado no Decreto como fato interruptivo da prescrição intercorrente é aquele que tenha algum conteúdo decisório, não bastando que o mesmo apenas importe em registrar a movimentação do processo. Isso porque, se assim fosse, qualquer despacho meramente instrumental teria o condão de interromper indefinidamente a prescrição intercorrente, o que obviamente não se coaduna com o espírito do comando inserido no artigo 32 do Decreto 4.942/03.

Não se pode alegar que a Análise Técnica nº 23/2007/SPC/Gabin, de 19.04.2007 (fls. 1.740 a 1.746) seja um despacho de cunho de decisório, pois não se prestou a mesma ao juízo de reconsideração previsto no § 3º do artigo 13 do Decreto 4.942/03, cujo prazo seria o de 15 (quinze) dias após a apresentação do recurso.

Assim, a referida Análise Técnica, editada quase um ano após a Decisão-Notificação 09/06-71, de 31.05.2006, apenas reiterou os termos da aludida Decisão-Notificação, devendo tal Análise Técnica ser avaliada como “contra-razões” aos recursos apresentados pelos Recorrentes, o que obviamente não se coaduna com a natureza esperada de um despacho hábil a interromper a prescrição intercorrente.

Da mesma forma, o despacho do Secretário de Previdência Complementar, datado de 07.08.2007, dando o seu “de acordo” à referida Análise Técnica e determinando o encaminhamento dos autos ao então Conselho de Gestão da Previdência Complementar não teve nenhum conteúdo decisório e apenas conferiu movimentação ao processo.

Nesse contexto, também não configura despacho apto a interromper a prescrição intercorrente a inclusão do processo em pauta de julgamento do antigo Conselho de Gestão da Previdência Complementar nas datas de 25.08.2008 e 19.10.2009, em virtude de tais atos apenas conferirem movimentação ao processo administrativo em tela.

Logo, desde 29.06.2006, os presentes autos também estão pendentes de algum despacho de cunho não instrumental.

Pelo exposto, votamos pela aplicação ao caso da prescrição intercorrente trienal, nos termos previstos no artigo 32 do Decreto 4.942/03, visto que entre a data da apresentação do último recurso (29.06.2006) à Decisão-Notificação e os dias atuais passaram mais de 3 (três) anos sem que tenha havido julgamento definitivo ou despacho de cunho não instrumental.

Dessa forma, submetemos aos nobres pares a presente preliminar de prescrição intercorrente, com a conseqüente extinção da punibilidade em relação a todos os Recorrentes, com fulcro no artigo 34, inciso II, do Decreto 4.942/03.

É como voto.

Brasília, 04 de agosto de 2010.

Conselheira LYGIA MARIA AVENA

2.3. MÉRITO

Ementa: “Nova gestão da Diretoria-Executiva da Entidade. Posterior cessação da conduta tida como infracional. Método Black & Scholes. Inexistência de previsão legal para a adoção de tal método ou de metodologia específica de precificação. Ausência de demonstração e mensuração de prejuízo nos autos em relação aos recursos garantidores dos planos de benefícios administrados pela entidade. Autuação e Decisão-Notificação improcedentes.”

Inicialmente, ressaltamos que o Auto de Infração e a Decisão-Notificação se mostraram contrários à individualização das condutas realizadas pelos autuados, por entenderem que, uma vez que todos participavam do Comitê de Aplicações da entidade, deveriam ser igualmente apenados.

No entanto, não nos parece desprezível o fato de que, pouco tempo após o início da gestão dos Diretores José do Carmo Ferreira e Luiz Antônio Martins e do Diretor-Superintendente Mário Mendes Filho, terem sido cessadas as operações objeto do Auto de Infração.

Isso porque, conforme alegado no Recurso conjunto apresentado pelos três recorrentes acima mencionados (fl. 1.612), seria natural que a nova Diretoria mantivesse a política de investimentos anteriormente adotada até que tivesse um prazo mínimo para conhecimento, adequação de equipe e de atividades, a fim de redirecionar os investimentos, o que de fato ocorreu, conforme se comprova nos autos.

Ademais, conforme se depreende da análise dos autos, a referida gestão da Entidade adotou diversos aprimoramentos em seus controles internos, o que também corrobora para uma análise diferenciada da conduta dos aludidos Recorrentes.

Quanto ao mérito das operações apontadas pela fiscalização, de acordo com o Auto de Infração e a Decisão-Notificação, não teria sido adotado um “preço justo” para as ações detidas em carteira própria pelo SERPROS no mercado de opções. Para a Fiscalização, o “preço justo” seria obtido mediante a aplicação do método de precificação denominado Black & Scholes.

Nesse sentido, tendo como pressuposto o fato de que a Administração Pública tem como princípio basilar o da legalidade, inscrito no art. 37 da Constituição Federal, impõe-se observar que não há norma legal no âmbito da previdência complementar fechada que obrigue à adoção deste ou daquele método de precificação de ações.

Conforme anota José Afonso da Silva¹:

“O princípio da legalidade é nota essencial do Estado de Direito. (...) Toda a sua atividade fica sujeita à lei, entendida como expressão da vontade geral, que só se materializa num regime de divisão de poderes em que ela seja o ato formalmente criado pelos órgãos de representação popular, de acordo com o processo legislativo estabelecido na constituição. É nesse sentido que se devem entender a assertiva de que o Estado, ou o Poder Público, ou os administradores não podem exigir qualquer ação, nem impor qualquer abstenção, nem mandar tampouco proibir nada aos administrados, senão em virtude de lei”.

Assim, não havendo tipo penal-administrativo que permita a punição para aqueles que não adotarem o método Black & Scholes, não se pode justificar a lavratura de auto de infração com fundamento nessa conduta.

Além disso, é necessário considerar que o referido método Black & Scholes não é o único disponível e nem é infalível, conforme, aliás, aponta a própria análise técnica que embasou a Decisão Notificação 09/06-71 (fls. 1.586).

A literatura² a respeito indica, além deste, o “método binomial”, o “Cox Rubestein” e o “Garman-Kohlhagen”. Os próprios autuados trazem outros métodos (DUAN e GARCH - fl. 403). Todos esses levam em conta os seguintes parâmetros fundamentais: “preço de exercício”; “tempo para o vencimento”; “preço do ativo-objeto”; “taxa de juros”; e “volatilidade”.

O método Black & Scholes adota como premissa que a taxa de juros livre de risco e a volatilidade do preço da ação são constantes ao longo da duração da opção. Esta arbitrariedade é o seu ponto fraco, de acordo com os especialistas.

A citada Análise Técnica, às fls. 1.587, reconhece tal fato quando afirma:

“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.”

Registre-se que já há alguns anos, o jornal “Valor Econômico”, na edição de 28.12.2005, trouxe matéria registrando críticas ao método Black & Scholes por auditores do Banco Central. De acordo com a reportagem, tal método “seria voltado para precificar prêmios de opções de compra tipo européias (só podem ser exercidas na data do vencimento), mas não seria

¹ Curso de Direito Constitucional Positivo. 23ª ed. São Paulo Malheiros Editores, 2003, p. 426.

² PINHEIRO, Juliano Lima. Mercado de Capitais – Fundamentos e técnicas. 3ª ed., São Paulo: Atlas, 2006, p. 344 a 347.

adequado para avaliar opções tipo americanas (podem ser exercidas em qualquer data até o vencimento), que são as negociadas no Brasil”.

A mesma crítica acerca da inaplicabilidade do modelo Black & Scholes ao tipo americano, também adotado no Brasil, é feita por Hull³, segundo quem, as opções européias de compra e de venda de ações, índices de ações, moedas e contratos futuros, além de opções americanas de compra de ações sem dividendos e algumas com dividendos poderiam ser avaliadas pelo modelo de Black & Scholes e suas extensões. Porém, ele não seria útil para avaliar outras opções do estilo americano.

Também é criticado⁴ o fato de que tal modelo não considera os custos de transação, como corretagem, taxas de registro, etc.

Em verdade, como é evidente, o mercado de ações não se comporta por parâmetros fixos. Sempre haverá discrepâncias entre o que foi projetado e a realidade, seja qual for o método ou o parâmetro adotado. E as crises econômicas e suas conseqüências na volatilidade das ações estão aí para demonstrá-lo.

Como registrado nas defesas (fls. 252), muitas vezes as operações exigem a venda abaixo e a compra acima de um preço considerado “justo” para que os negócios se concretizassem. Tal conduta, entretanto, não pode ser vista somente à luz da teoria e, assim, ser tida como caracterizadora, de *per si*, de prejuízo.

Ao analisar o referido modelo de precificação (B&S), a Comissão do Mercado de Valores Mobiliário de Portugal, em seu Estudo CMVM nº 1/2010⁵, registrou que, muitas vezes, os pressupostos teóricos não podem ser exatamente observados na prática. Vejamos:

“Apesar da sua forte popularidade, o modelo de Black-Scholes apresenta algumas limitações. Por um lado, alguns dos pressupostos em que assenta este modelo não se verificam no mundo real. Por outro, alguma evidência empírica mostra que traders e investidores utilizam um “modelo de avaliação” diferente do modelo de Black-Scholes. Um trader que pretenda tomar as melhores decisões possíveis não pode ignorar as fragilidades dos modelos teóricos. Consequentemente, e não obstante a importância do modelo de Black-Scholes na valorização de opções, os investidores procuram formas de reduzir potenciais erros resultantes das suas fragilidades”.

– Grifos nossos.

³ HULL, J. **Option, futures and others derivative securities**. Englewood Cliffs: Prentice- Hall, 1991.

⁴ PINHEIRO, Juliano Lima. *Ob. cit.* p. 347.

⁵ Disponível em: <http://www.cmvm.pt/CMVM/Estudos/Em%20Arquivo/Documents/EstudoCMVM12010.pdf>

Desse modo, as inúmeras fragilidades apontadas para o modelo Black & Scholes já afastariam a exigência do auto de infração de que o mesmo deveria ter sido necessariamente observado pelos autuados, sob pena de cometimento da conduta infracional a que foram apenados.

Ainda, o fato de o SERPROS não ter se utilizado do método Black & Scholes, não significa que não utilizou nenhum método. Ao contrário. Da leitura dos autos, em especial das atas das reuniões do Comitê de Aplicações - CAP, verifica-se que a entidade tinha metodologia própria para realizar as operações, quando estabeleceu a busca da taxa de retorno acima da renda fixa tradicional, conforme, aliás, apontado pela própria Análise Técnica que embasou a Decisão Notificação (fl. 1.589).

Dentre as Atas do Comitê de Aplicações – CAP, merece destaque a Ata nº 2 – Reunião Ordinária do Comitê de Aplicações, em 13/02/2001 (fl. 56), que demonstra a **elaboração de estudos de negociação no mercado secundário** dos “TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS”. Referida ata assim consignou:

“... a substituta do Gerente da DIM esclareceu que o risco de crédito nesses papéis é muito baixo, praticamente nulo e que as taxas ofertadas no mercado são altamente atrativas. Continuou explicando que a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro estabelece parâmetros tomando como base o preço de referência, sendo definido um intervalo de preços dentro do qual os negócios terão curso normal, sem a necessidade da adoção de procedimentos adicionais para sua efetivação. Esclareceu que o preço de referência é o preço utilizado com base em negócios efetuados, sendo o preço do último negócio realizado para uma quantidade mínima, conforme estabelecido pela Bolsa ...”.

A Ata nº 3 – Reunião Ordinária do Comitê de Aplicações, em 14/03/2001 (fl. 58), consigna expressamente a justificativa para realizar financiamentos em ações - “*em virtude de suas taxas ofertadas serem bem superiores à renda fixa tradicional*”-, e ainda, registra que as operações de giro deverão utilizar “*análise gráfica*”.

Como se verifica, a entidade fez sua própria análise e, na ausência de norma obrigando a adoção de determinado método de precificação, deve a mesma ser tida como válida.

Esses são pontos fundamentais, eis que a fiscalização da SPC afirma que não havia método algum, fazendo supor que os recursos dos planos de benefícios da entidade eram aplicados sem qualquer critério ou discussão prévia. Tal afirmação é desconstituída com a leitura dos referidos documentos (atas das reuniões do CAP).

Além dos argumentos anteriores, dois aspectos, entretanto, ainda merecem ser registrados.

O primeiro é que o auto de infração informa (fls. 06) que a SPC analisou as operações realizadas pelo SERPROS no mercado de opções utilizando a volatilidade por meio da aferição do preço do fechamento do papel na BOVESPA nos vinte pregões anteriores à data do lançamento.

Ora, as operações ocorreram na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro. Tal fato lança dúvida quanto à exatidão do critério comparativo trazido pela Fiscalização, eis que usou base de dados de Bolsas de Valores diferentes para apontar uma suposta “discrepância” entre o que seria o preço justo do prêmio e o que foi praticado.

Outro dado de extrema importância diz respeito ao fato de que não foi demonstrado ou mensurado nos autos prejuízo. O auto de infração (fls. 06) informa que “*o rendimento obtido pelo SERPROS, em comparação com o rendimento do mesmo papel no mercado à vista, foi pequeno*”. As defesas informam ter havido lucro acima do que ganhariam em renda fixa.

Assim, verifica-se a existência de lucro e acima da rentabilidade auferida em renda fixa.

Assim, entendo não haver sustentação para a autuação, indicando eventual lucratividade menor ou redução de lucratividade como se prejuízo fosse. Também deve ser considerado que, olhando *a posteriori*, sempre será possível alegar que determinada operação poderia ter sido mais lucrativa, principalmente, se a referida avaliação desconsiderar a natureza da operação e a necessidade de se concretizar a realização do negócio.

Em outras palavras, sempre haverá quem consiga lucrar mais que os outros em determinados tipos de operações, o que nem sempre se justifica por aspectos técnicos. E, nem por isso, poderá se dizer que as operações menos lucrativas trouxeram prejuízos.

Conclui-se, portanto, que a autuação sofrida pelos Recorrentes não está baseada em qualquer prejuízo concreto causado por eles.

De fato, sempre se poderia ter performances melhores em qualquer aplicação financeira. Mas o juízo de valor sobre qual a melhor opção, prazos, montantes, etc., deve ser analisada sob a perspectiva do momento da aplicação, e não depois, quando se tem disponível todos os dados prontos e finalizados.

Pelo exposto, no mérito, voto no sentido de conhecer e dar provimento aos recursos dos recorrentes José Luiz Pingarilho Neto, Ricardo José Marques de Sá Freire, Mário Mendes Filho, José do Carmo Ferreira e Luiz Antônio Martins, mediante a reforma da Decisão-Notificação nº 09/06-71, a fim de considerar o Auto de Infração nº 11/05-31 improcedente em relação a eles, visto que, nos termos expostos, inexistiu a apontada infração ao disposto no art. 1º da Resolução CMN nº 2.324/96 e no art. 1º do Regulamento Anexo à Resolução CMN nº 2.819/2001. Tal conclusão, no caso dos três últimos recorrentes, é ainda apoiada pelo fato de terem cessado as referidas operações pouco tempo após o início de sua gestão e terem adotado procedimentos de aprimoramento dos controles internos da Entidade.

Nesse contexto, entendemos que o presente Voto também deve alcançar o autuado Jorge Luís Batista de Oliveira que não apresentou recurso, bem como o Recorrente Jorge Costa Pondé, cujo Recurso foi apresentado intempestivamente.

É como voto.

Brasília, 04 de agosto de 2010.

Conselheira LYGIA MARIA AVENA

CÂMARA DE RECURSOS DA PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR - CRPC

Processo: 44000.001565/2005-01

Entidade: SERPROS – Fundo Multipatrocinado

Recorrentes: 1- José Luiz Pingarilho Neto
2- Mário Mendes Filho
3- Jorge da Costa Pondé
4- José do Carmo Ferreira
5- Ricardo José Marques de Sá Freire e
6- Luiz Antonio Martins

Recorrida: Secretaria de Previdência Complementar – SPC, sucedida pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar – PREVIC.

Relator Designado: Conselheiro Daniel Pulino

EMENTA: 1- APLICAÇÕES NO MERCADO DE OPÇÕES. FALTA DE ADOÇÃO, PELA ENTIDADE FECHADA, DE QUALQUER PROCEDIMENTO PRÉVIO DE AVALIAÇÃO TÉCNICA DE RISCOS E DE PRECIFICAÇÃO DOS PAPÉIS QUE SUBSIDIASSEM AS OPERAÇÕES. INADEQUADA APLICAÇÃO DO RECURSOS, POR FALTA DE ATENÇÃO ÀS REGRAS DE LIQUIDEZ, PRUDÊNCIA, SEGURANÇA E RENTABILIDADE QUE PERPASSAM AS DIRETRIZES FIXADAS PELO CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. 2- RESPONSABILIDADE SUBJETIVA DOS AUTUADOS. NECESSIDADE DE CONSIDERAÇÃO DAS DIFERENTES SITUAÇÕES PESSOAIS À VISTA DOS FATOS.

VOTO

Preliminarmente

Inicialmente, no que se refere à alegação de **cerceamento de defesa**, considero que a mesma deva ser afastada uma vez que a quantidade e a qualidade de manifestações dos Recorrentes nos autos e o livre acesso que tiveram a toda documentação que consta dos autos encerram dizer que o princípio da ampla defesa e do contraditório esteve devidamente preservado neste processo.

E nem há se dizer que o indeferimento do pedido de perícia (solicitada, cumpre observar, genericamente, para comprovar, hoje, uma alegada ausência de prejuízo em

CÂMARA DE RECURSOS DA PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR - CRPC

cada uma das operações de lançamento e reversão das opções, lá atrás, à época em que tais decisões de investimento foram efetivamente tomadas pelos recorrentes) poderia consubstanciar em violação ao indigitado princípio, visto que, efetivamente, os elementos constantes dos autos já eram, por si sós, suficientes para elucidação do fato e caracterização da infração, conforme bem entendeu a Análise Técnica encampada pela Decisão-Notificação, ora posta em reexame.

De se observar, a propósito, que não se obistou (e nem é isso o que sustentam os próprios recorrentes) a juntada de documentos ou mesmo de análises técnico-periciais já existentes na data dos fatos, capazes de comprovar que, à época das operações no mercado de opções, tivessem os gestores embasado suas decisões em prévio estudo técnico. O que eles pediram foi a produção, *posteriormente*, já decorridos meses e até anos da prática de cada aplicação, de justificativa técnica presente daquelas decisões tomadas no passado, o que, a rigor, seria impertinente diante da capitulação feita nos autos, como melhor teremos oportunidade de discutir no exame de mérito.

De mais a mais, o indeferimento não impediu a juntada aos autos pelos Recorrentes, posteriormente, de documentos e relatórios de análise das aplicações questionadas neste processo, que contivessem o exame técnico, segundo sustentam os Recorrentes, justamente do quanto eles pretendiam pudesse ser provado por prova pericial.

Não vemos, assim, nulidade do processo por ofensa aos cânones do devido processo legal.

Além disso, alegam alguns dos recorrentes invocam a preliminar de **prescrição** intercorrente trienal, prevista no art. 32 do dec. n. 4.942, de 30 de dezembro de 2003. Observo, quanto a isso, que, não haveria falar-se em sua eventual ocorrência, simplesmente porque não há, entre a lavratura do auto de infração até o julgamento desse recurso, período de três anos em que o processo administrativo tenha ficado "*paralisado*", isto é, pendente de "julgamento" ou mesmo pendente de "despacho" imprescindível ao regular andamento do processo.



CÂMARA DE RECURSOS DA PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR - CRPC

No Mérito

Os Recorrentes sustentam que os investimentos no mercado de opções apresentaram rentabilidade adequada, se comparada aos parâmetros de mercado à vista, às metas atuariais dos planos e mesmo aos limites pré-definidos de aplicação. É certo que nada disso foi negado nos autos.

Mas é também inegável que *não é desta questão que trata a autuação ora em reexame*, e, sim, da rentabilidade que poderia ter sido auferida com o lançamento ou reversão das opções de compra de renda variável, e que não o foi, essencialmente porque a Fundação *não realizava estudos técnicos adequados* para a verificação da volatilidade e precificação dos papéis. Assim, a Entidade não auferiu a lucratividade adequada, ao receber prêmios sistematicamente menores do que o mercado poderia lhe pagar no lançamento das opções e ao pagar prêmios equivalentes ou frequentemente maiores do que os tidos como adequados no momento das reversões, como exaustivamente apontado nos autos.

Nesse sentido, cumpre destacar, desde já, que o que ensejou a autuação está claramente descrito no Relatório acostado ao Auto de Infração, e consistiu no fato de se ter *realizado 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, sem utilização de sólida fundamentação técnica na formação do preço dos prêmios e ainda tendo em vista que essas operações geraram prejuízos para a entidade, os administradores da Entidade deixaram de observar as normas legais quanto às condições de liquidez, segurança e rentabilidade dos investimentos, o que constituiu infração ao art. 40, §1º da Lei 6.435, de 15/07/77, combinado com o art. 1º da Resolução CMN aplicável à época dos fatos.*

Ou seja, a conclusão do Órgão Fiscalizador, no sentido de que os administradores do SERPROS deixaram de observar as normas legais quanto às condições de liquidez, segurança e rentabilidade dos investimentos, não decorreu, isoladamente, do fato de a EFPC não utilizar certo e determinado método de precificação de opção, nem decorreu – ao contrário do que querem fazer crer os Recorrentes – do fato de ter ocorrido ou não prejuízo (entendido como rentabilidade inferior a zero) nas operações auditadas, nem tampouco apenas do fato que a EFPC tenha se exposto a algum nível

CÂMARA DE RECURSOS DA PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR - CRPC

de risco. A infração ficou caracterizada diante de outros fatores *conjuntamente observados* durante a auditoria, entre os quais se pode ressaltar os seguintes:

- a) *falta de estudos técnicos que demonstrassem a viabilidade das opções de compra de ações;*
- b) *operações sem precificação justa das opções no que concerne à volatilidade da ação objeto;*
- c) *não utilização de sólida fundamentação técnica na formação do preço dos prêmios;*
- d) *conduta sistemática, abrangendo, inicialmente, mais de 200 operações ao longo de vários meses, atuando em um mercado extremamente illíquido que era a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro.*

E isso é importante destacar porque os Recursos priorizam demonstrar que, primeiro, a assunção de riscos é atividade inerente à atuação das EFPC; segundo, que o modelo de precificação Black & Scholes, adotado como parâmetro no procedimento de auditoria do Órgão Supervisor, não é absoluto nem único; e em terceiro lugar, não houve prejuízo nas operações conjuntamente.

De fato, ainda que as alegações recursais possam ser tidas por verdadeiras, o fato é que outro é o centro das discussões que resultaram na autuação. A infração resta caracterizada no momento em que a EFPC não apresenta métodos de precificação, nem estudos técnicos que deram suporte a esse tipo de operação, nem justificativas de precificação, nem justificativa aos preços de lançamento de prêmio abaixo do que o mercado considerava como "preço justo". E com relação a este conjunto de elementos que fundamentam a autuação, as alegações recursais se mostram, a rigor, insuficientes.

É certo que foram juntados aos autos análise de operações envolvendo opções, relatórios técnicos e estudos posteriormente elaborados. Todavia, tais documentos buscam explicar apenas o mecanismo da operação de financiamento ou que a rentabilidade auferida na operação ficou acima de tal ou qual índice, e buscam mostrar a rentabilidade acumulada da Entidade nos últimos anos.

Entendo, entretanto, que esses documentos juntados aos autos não seriam aptos a afastar a responsabilidade imputada na autuação. **Os documentos hábeis a contraditar a autuação, s.m.j, seriam aqueles produzidos à época das operações,**

CÂMARA DE RECURSOS DA PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR - CRPC

onde houvesse evidências de *discussão entre os responsáveis a respeito da operação*, ou aqueles documentos nos quais se apresentasse um *critério de precificação*, ou aqueles nos quais se pudessem encontrar *justificativas técnicas para tais operações*, documentos esses que, infelizmente, não foram trazidos aos autos.

Assim, em suma, ao não precificarem as operações utilizando critérios técnicos, os responsáveis por seu acompanhamento concorreram eficientemente tanto para que não se auferissem maiores ganhos (que seriam compatíveis com os mais elevados riscos a que se submetem os que se lançam no mercado de opções), quanto para que, provavelmente até, se acabasse por favorecer a contraparte das diversas operações (que *pode* ter sido beneficiada no lançamento ou na reversão de opções), causando, *nesse sentido, prejuízo* aos planos de benefícios administrados pela Fundação (consistente, assim, na transferência de grande parte da valorização de sua carteira de ações a terceiros – concertadamente ou não –, por meio, justamente, das operações com opções) e, em última análise, aos respectivos participantes.

Mas – poder-se-ia perguntar – como definir o prêmio *justo* da operação, com o que comparar os preços utilizados pela Entidade para lançamento e reversão de opções de compra de ações? Pois é justamente para isso que se revela necessário utilizar *algum* dos modelos de precificação existentes (entre os quais se tem o “Black & Scholes” como um dos mais difundidos para esse tipo de avaliação). *A entidade não utilizava nenhum modelo* de precificação. A propósito, os autuados muito criticaram a adoção método “Black & Scholes” na precificação das operações em tela, tal como empregado pela Fiscalização, alegando que a legislação não os obrigava a adotar o modelo.

Ocorre que *esta obrigatoriedade nunca foi mencionada pela ação fiscal, o que de resto não poderia fazê-lo* por falta de amparo na legislação. O método foi utilizado pela Secretaria da Previdência Complementar apenas como instrumento para comprovar a inadequação da rentabilidade obtida em cada operação, e – eis o ponto mais sensível –, para demonstrar como na grande maioria das vezes o preço do prêmio, de lançamento e também o de reversão, das opções de compra de ações revelou-se distante do preço “justo” calculado a partir do emprego do modelo (cf. o Relatório de fls. 3 e seguintes, que acompanhou o auto de infração, sendo digno de nota destacar que foram analisadas 226 operações no mercado de opções, sendo que, desse total,

CÂMARA DE RECURSOS DA PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR - CRPC

223 operações apresentaram precificação em desacordo com o modelo Black & Scholes [98,7%], denotando conduta sistemática de atuação em prejuízo da Entidade).

Além desse modelo, *existiam outras metodologias* disponíveis no mercado, conforme alegaram os próprios atuados, mas que também *não foram utilizadas* na precificação dos papéis, com o que se conclui que *a entidade simplesmente não adotava nenhum modelo de precificação* para buscar definir o prêmio adequado ou justo em cada operação. Assim, restou comprovada *a falta de análise técnica para subsidiar as operações*, ficando patente que os atuados não agiram de forma prudente, como lhes impunha a condição de altos dirigentes responsáveis, na estrutura regimental da Entidade, pelos investimentos, expondo, assim, o SERPROS a riscos que bem poderiam ter sido mapeados e mitigados, se tivessem sido observadas as regras de liquidez, prudência, segurança e rentabilidade, que perpassam as diversas diretrizes fixadas pelo Conselho Monetário Nacional.

Observe-se que o estabelecimento de parâmetros fixos de rentabilidade mínima (como, p. ex., o da taxa de juros acima de pelo menos o dobro da dos CDIs) ou o batimento das metas atuariais dos Planos, como alegado pelos Recorrentes, não poderia eximir os atuados da falta de aplicação de estudos e critérios técnicos de avaliação, até porque a decisão de operar no mercado de opções é motivada pela busca de taxas de juros mais elevadas do que as costumeiramente pagas pelos títulos de renda fixa (justamente para compensar os riscos, igualmente mais elevados, desse mercado), que não podem, assim, servir de parâmetro, em substituição a *sistemas* – que não se comprovou haver na Entidade no período de apuração dos autos, insista-se – *de avaliação de riscos das operações e de precificação dos papéis*.

Assim, se a *prévia definição do método de precificação e, sobretudo, a implantação de processo de formação de preços dos prêmios das opções* era de rigor, sendo, nesse sentido, *diretriz básica à operação no mercado de opções*, deduz-se que tal *omissão (inescusável, assim)* haveria de ser mesmo imputada aos dirigentes a quem cabia justamente (entre outras) a função de traçar e implementar as diretrizes básicas às aplicações dos recursos no mercado.

Assim, diante de todas essas circunstâncias que cercam o caso, não vemos como se possa pretender afastar a responsabilidade dos Recorrentes por um pretenso desconhecimento da ilicitude ou mesmo do prejuízo das operações, porque o que se espera daqueles que assumem a responsabilidade de postos de tão destacada

CÂMARA DE RECURSOS DA PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR - CRPC

relevância perante o conjunto de participantes dos planos administrados pela Entidade é que *atuem com zelo, prudência e competência técnica, mesmo porque agem no interesse, não próprio, mas de outrem: a coletividade de participantes efetiva ou potencialmente protegidos pelos benefícios do plano previdenciário.*

A este passo, calha transcrever, mais uma vez, outro trecho do modelar voto proferido pelo eminente Conselheiro Luiz Gonzaga Marinho Brandão, em recente julgamento realizado em 16 de junho de 2010, nesta Câmara, em que se assentou o seguinte:

"Ressalto que, em coerência com outros votos já proferidos no antigo CGPC, venho reafirmando que entendo não haver qualquer regra vigente que sugira a aplicação de penalidades aos administradores exclusivamente em virtude de eventuais perdas na aplicação de recursos das EFPC, justamente por serem estes diversificadamente aplicados, a fim de que eventuais perdas em certas aplicações possam ser, com maior probabilidade, compensadas por ganhos em outras.. A *responsabilidade desses administradores é uma responsabilidade de meio e não de fim.* É essencial, no entanto, que a observância dos procedimentos previstos para a tomada da diferentes *decisões deva se pautar pelo espírito que orientou sua elaboração e não apenas pela atenção a seus aspectos meramente formais.*" (autos n. 44000.002794/2005-34 - destacamos).

Assim, ainda que possa ter havido alguma margem de ganho em cada operação isoladamente considerada (ganhos sistematicamente destoantes do preço tido por justo a partir da aplicação do modelo de precificação de que se valeu a Fiscalização, e considerando tratar-se de mercado de opções, de maior risco e assim, potencialmente, de mais rentabilidade), ainda que relatórios mensais de investimentos tenham sido pontualmente produzidos (sem referência, no entanto, a riscos de operações), ainda que critérios ou metas de taxa de retorno pudessem ter sido utilizadas (sem qualquer trabalho técnico ou procedimento de precificação que lhes fossem prévios), ainda que a eleição da Bolsa do Rio de Janeiro (à época, de volume dezenas de vezes menor que o da Bolsa de São Paulo para operações de opção, como era notório) seja, como de fato é, uma decisão discricionária do investidor, conquanto, enfim, possa consistir, tudo isso, atuações *formalmente* corretas, o fato é que, por tudo o que acima já se

CÂMARA DE RECURSOS DA PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR - CRPC

expôs, entendo que os recorrentes deixaram de observar diretrizes fundamentais de investimentos traçadas pelo Conselho Monetário Nacional, aplicando inadequadamente os recursos dos planos da Entidade, e causando-lhes prejuízo, na medida e sentido acima já expostos.

Assim, *data máxima venia*, ousou divergir do respeitável voto da Relatora original, porque não vejo razão para modificar a Decisão recorrida, que julgou procedente o auto de infração que inaugura este processo, no que tange à materialidade da conduta infracional, que ficou perfeitamente caracterizada.

Em relação, agora, à responsabilidade dos autuados, é preciso, realmente, impor uma distinção entre as condutas dos Recorrentes MÁRIO MENDES FILHO, JOSÉ DO CARMO FERREIRA e LUIZ ANTÔNIO MARTINS, como bem ponderam os ilustres Conselheiros que me antecederam na votação, e como chamou a atenção a sustentação feita da tribuna pela ilustre Representante desses autuados.

É que, segundo sustentado e em harmonia com o que se pode constatar da leitura dos autos, os Recorrentes que acabamos de nominar tomaram posse no órgão estatutário de gestão da Entidade apenas no início do ano de 2001 (nos meses, respectivamente, de fevereiro, quanto ao primeiro deles, e de abril, quanto aos outros dois) e, *embora tenham ainda continuado a realizar, sem embasamento técnico algum, as operações no mercado de opções que justificaram a autuação*, tal como se acha transcrito no Relatório que acompanha o Auto de Infração que inaugura os autos deste processo – circunstância que *impede, a nosso sentir, que se reconheça em favor deles a inexistência, simplesmente, da continuidade da conduta infracional, que permitiria decretar a improcedência da autuação* –, deve-se reconhecer, *em respeito ao caráter subjetivo da responsabilização* também no desenvolvimento do processo administrativo sancionador, sua diferentes situações em relação aos demais Recorrentes, em cujos períodos de mandato se concentraram a larga maioria das operações.

Assim, quer diante da circunstância de que apenas uma pequena parte das operações tidas como infracionais foram realizadas no período de gestão dos três Recorrentes acima apontados, quer por prestígio ao fato de que eles, aparentemente, buscaram corrigir e aprimorar o processo de investimentos da Entidade (já que solicitaram auditoria e fizeram com que, alguns meses depois de empossados, cessassem as aplicações com derivativos na forma descrita no auto de infração), entendemos que tal

CÂMARA DE RECURSOS DA PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR - CRPC

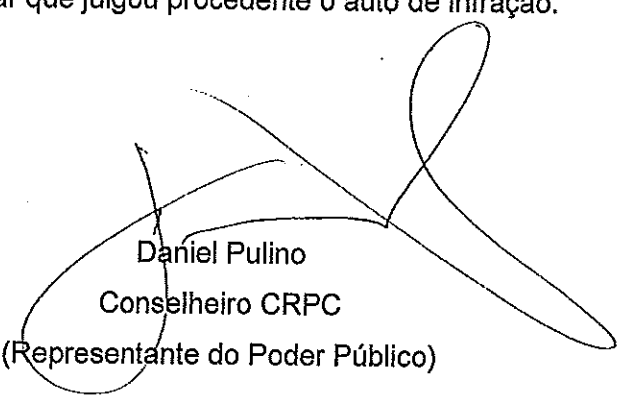
distinção de situações deveria ter sido levada em conta pela r. Decisão recorrida, a ponto de justificar, senão a absolvição desses autuados (diante, repita-se, do fato de que eles deram continuidade à prática das aplicações que se demonstrou serem irregulares), ao menos, para impor-lhes pena de menor dosagem, com o que a eles se deve aplicar, não a pena de multa, mas, sim, a de advertência.

Nesse sentido, voto pelo conhecimento e parcial provimento, exclusivamente, do recurso interposto pelos três Recorrentes acima nominados, para lhes impor a pena de advertência, conhecendo e negando provimento (e nesta medida mantendo a Decisão recorrida) quanto aos demais recursos.

DISPOSITIVO

Ante todo o exposto, conheço dos recursos, para, no mérito, dar *parcial provimento apenas e tão-somente* àquele interposto pelos Srs. MÁRIO MENDES FILHO, JOSÉ DO CARMO FERREIRA e LUIZ ANTÔNIO MARTINS, em relação aos quais deve ser aplicada a pena de *advertência*, e negando provimento aos demais recursos voluntários, para manter, quanto ao mais, intacta a decisão do então Secretário de Previdência Complementar que julgou procedente o auto de infração.

É como voto.



Daniel Pulino
Conselheiro CRPC
(Representante do Poder Público)

Resultado de Julgamento

Reunião e Data: 5ª Reunião Extraordinária - 04 de agosto de 2010

Relator/Conselheiro: LYGIA MARIA AVENA

Processo: nº: 44000.001565/2005-01

Recorrente: José Luiz Pingarilho Neto, Mario Mendes Filho, Jorge da Costa Ponde, José do Carmo Ferreira, Ricardo José Marques de Sá Freire, Luiz Antonio Martins

Interessado: Jorge Luís Batista de Oliveira

Entidade: SERPROS – Fundo Multipatrocinado

Auto de Infração nº: 11/05-31

Decisão Notificação nº: 09/06-71

Irregularidade : Realizar operações que implique inadequada aplicação dos recursos garantidores das reservas técnicas ou quaisquer outras situações de prejuízo para a entidade.

Penalidade: Multa pecuniária no valor de R\$ 6.500,00 agravada de 50%

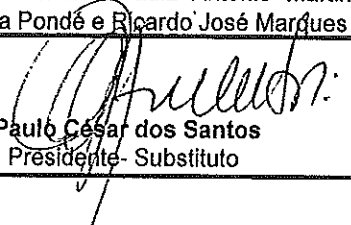
Voto do Relator: "Acolhe a preliminar de nulidade em virtude do cerceamento de defesa. Acolhe a preliminar de prescrição trienal (intercorrente). Conhece do recurso, para no mérito dar provimento ao recurso a todos os autuados."

Representantes	Votos
ANTÔNIO BRÁULIO DE CARVALHO (Participantes e assistidos de planos de benefícios das EFPC)	Afasta as preliminares ora suscitadas. Conhece do recurso, para no mérito dar-lhe parcial provimento, julgando improcedente o A.I apenas para os autuados Mário Mendes Filho, José do Carmo Ferreira e Luiz Antonio Martins.
LUIZ GONZAGA MARINHO BRANDÃO / MARTA DENISE MAIDANCHEN (Patrocinadores e instituidores de planos de benefícios das EFPC)	Ausentes justificadamente.
DANIEL PULINO (Servidores federais titulares de cargo efetivo)	Afasta as preliminares ora suscitadas. Conhece do recurso, para no mérito negar-lhe provimento, transformando a penalidade em advertência, para os autuados Mário Mendes Filho, José do Carmo Ferreira e Luiz Antonio Martins.
ALFREDO SULZBACHER WONDRAK (Servidores federais titulares de cargo efetivo)	Afasta as preliminares ora suscitadas. Conhece do recurso, para no mérito negar-lhe provimento, transformando a penalidade em advertência, para os autuados Mário Mendes Filho, José do Carmo Ferreira e Luiz Antonio Martins.
MARIA BATISTA DA SILVA (Servidores federais titulares de cargo efetivo)	Afasta as preliminares ora suscitadas. Conhece do recurso, para no mérito negar-lhe provimento, transformando a penalidade em advertência, para os autuados Mário Mendes Filho, José do Carmo Ferreira e Luiz Antonio Martins.
AÉCIO PEREIRA JÚNIOR (Presidente)	Afasta as preliminares ora suscitadas. Conhece do recurso, para no mérito negar-lhe provimento, transformando a penalidade em advertência, para os autuados Mário Mendes Filho, José do Carmo Ferreira e Luiz Antonio Martins.

Sustentação Oral: Dra. Marcelise de Miranda Azevedo

Resultado: Por unanimidade de votos, a Câmara de Recursos da Previdência Complementar, conhece dos recursos voluntários. Por maioria de votos a Câmara de Recursos da Previdência Complementar - CRPC afasta a preliminar de cerceamento de defesa e a prejudicial de prescrição trienal, vencido o voto da Relatora, para, no mérito, negar provimento aos recursos dos recorrentes José Luiz Pingarilho Neto, Jorge da Costa Ponde e Ricardo José Marques de Sá Freire e em relação aos recorrentes Mário Mendes Filho, José do Carmo Ferreira e Luiz Antônio Martins dar-lhes provimento para aplicar a pena de advertência, vencido o voto da Relatora que votou no sentido de dar provimento total aos recursos e vencido o voto do Membro Antônio Bráulio de Carvalho, que votou no sentido de dar parcial provimento aos recursos, julgando improcedente o auto de infração em relação aos recorrentes Mário Mendes Filho, José do Carmo Ferreira e Luiz Antônio Martins, negando provimento aos recursos dos recorrentes José Luiz Pingarilho Neto, Jorge da Costa Ponde e Ricardo José Marques de Sá Freire.

Brasília, 04 de agosto de 2010.


Paulo César dos Santos
Presidente- Substituto