

ASJUR Nº 0001/2006

Rio de Janeiro, 3 de janeiro de 2006

Ilmo. Sr.  
Jorge Luiz Gomes Chripim  
Diretor  
EURO DTVM S/A

Ref.: carta EURO datada de 26/12/2005

Prezado Senhor:

Acusamos o recebimento da correspondência em referência, em que V.Sa., referindo-se a informações técnicas divulgadas por esta Associação, solicitam confirmação a respeito da efetiva existência e autenticidade de dois trechos constantes do *site* ANDIMA, relacionados, respectivamente, ao trabalho de precificação de ativos financeiros e à política de prevenção de responsabilidades pela utilização de dados e informações por nós disponibilizados eletronicamente.

Em sua carta, V.Sas. informam ter retirado o primeiro trecho - o qual tomamos a liberdade de retranscrever abaixo - da seção "MERCADO SECUNDÁRIO - PERGUNTAS E RESPOSTAS" do *site* ANDIMA, como se segue:

**"Não é condição necessária que a Taxa Indicativa esteja dentro do *spread* das Taxas Máxima e Mínima, uma vez que um operador pode entender que o preço justo desse determinado papel não se encontra nesse intervalo".**

De fato, a ANDIMA divulga, para um conjunto expressivo de vencimentos dos títulos públicos federais em mercado, taxas de referência calculadas a partir de amostra representativa de mercado. A metodologia utilizada contempla as peculiaridades de um mercado com restrita liquidez para a maior parte do segmento, assimetria de informações decorrentes do baixo índice de negócios efetivamente realizados, com momentos de volatilidade, que podem gerar episódios desse tipo.

Ademais, cabe destacar a natureza e metodologia das informações divulgadas. Para tanto, transcrevemos, mais uma vez, trecho do documento Precificação de Ativos Financeiros - Manual de Referência:

**"As taxas requisitadas para os títulos mencionados acima são de duas naturezas:**

■ **Rio de Janeiro**

SEDE: Av. República do Chile, 230 - 13º andar - Centro - CEP 20031-170 - Fone: (21) 3814-3800 - Fax: (21) 2220-7537  
CENTRO DE TREINAMENTO: Rua Uruguaiana, 10 - 24º andar - Centro - CEP 20050-090 - Fone: (21) 2509-6545 - Fax: (21) 2507-3973

■ **São Paulo**

Rua Líbero Badaró, 377 - 4º andar - Centro - CEP 01074-900 - Fone: (11) 3115-1313 - Fax: (11) 3106-6004

www.andima.com.br e-mail: andima@andima.com.br



a) Máxima e Mínima: *spreads* praticados e ou observados ao longo do dia;

b) Indicativas: Taxas avaliadas pela instituição como referência de preço justo de negócio para cada vencimento, de acordo com suas curvas individuais, independentemente de ter havido negócio ou, mesmo, que o título tenha sido cotado no mercado secundário no decorrer do dia.

Estas últimas devem ser calculadas após o fechamento do mercado, o que, em geral, ocorre às 16h30min, quando já teriam sido encerrados os negócios na BM&F....”

No tocante ao segundo trecho mencionado na correspondência em epígrafe, igualmente reproduzido a seguir, V.Sa. afirmam tê-lo retirado da seção “DECLARAÇÃO DE EXONERAÇÃO DE RESPONSABILIDADES” do mesmo *site* ANDIMA, conforme abaixo:

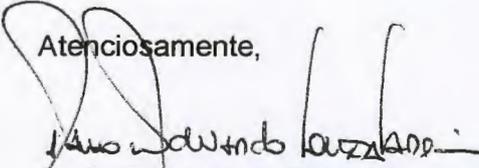
**“Alertamos os usuários, entretanto, que todas as informações divulgadas no *site* ANDIMA, seja de que natureza forem, possuem caráter e objetivos estritamente referenciais e indicativos, não devendo jamais ser considerados ou utilizados como números, estatísticas, opiniões ou dados oficiais, recomendações de investimento ou como fundamento para a realização de transações comerciais, financeiras ou quaisquer outras disponíveis no mercado.”**

Há que se dizer, em relação a este ponto, que a declaração acima encontra-se inserida em termo genérico de exoneração de responsabilidade da ANDIMA e que, a exemplo do que habitualmente se lê na maioria dos *sites* de informação disponíveis no mercado, tem o objetivo de advertir os usuários para o fato de que os dados disponibilizados, por estarem submetidos a certo grau de vulnerabilidade em razão de sua circulação eletrônica, não devem pautar as decisões de investimento daqueles que os consultam.

Assim sendo, esperando haver atendido satisfatoriamente a sua solicitação, informamos que os trechos acima transcritos, ambos constantes de seções diversas do *site* ANDIMA, realmente correspondem, pelas razões e critérios acima expostos, à política de divulgação de informações desta Associação, fazendo parte, na íntegra, de suas publicações.

Colocamo-nos ao dispor para outros esclarecimentos que se fizerem necessários.

Atenciosamente,



Paulo Eduardo de Souza Sampaio  
Superintendente Geral

■ **Rio de Janeiro**

SEDE: Av. República do Chile, 230 - 13º andar - Centro - CEP 20031-170 - Fone: (21) 3814-3800 - Fax: (21) 2220-1500  
CENTRO DE TREINAMENTO: Rua Uruguaiana, 10 - 24º andar - Centro - CEP 20050-090 - Fone: (21) 2509-6545 - Fax: (21) 2507-3973

■ **São Paulo**

Rua Líbero Badaró, 377 - 4º andar - Centro - CEP 01074-900 - Fone: (11) 3115-1313 - Fax: (11) 3106-6004

www.andima.com.br e-mail: andima@andima.com.br

RQS nº 03/2005 - CN -
OFIM - CORREIOS
Fis: - 0867
3631
Doc:



Rio de Janeiro, 26 de dezembro de 2005.

27/12/05  
ANDIMA  
Associação Nacional das  
Instituições do Mercado Financeiro

À

ANDIMA – Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto  
Att.: Sr. Paulo Eduardo de Souza Sampaio – Superintendente

Prezado Senhor,

Conforme nosso entendimento telefônico, estamos solicitando a essa superintendência nos seja encaminhada declaração quanto a utilização das informações divulgadas eletronicamente pela ANDIMA.

Como é de seu conhecimento, a ANDIMA diz em seu próprio site "<http://www.andima.com.br/merc.sec/faq-merc-sec.asp>", sob o título: MERCADO SECUNDÁRIO – PERGUNTAS E RESPOSTAS<

***“Não é condição necessária que a Taxa Indicativa esteja dentro do spread das Taxas Máxima e Mínima, uma vez que, um operador pode entender que o preço justo desse determinado papel não se encontra nesse intervalo”***

e, mais adiante, no mesmo site "<http://www.andima.com.br/responsabilidades.asp>", sob o título: DECLARAÇÃO DE EXONERAÇÃO DE RESPONSABILIDADES,

***“Alertamos os usuários, entretanto, que todas as informações divulgadas no site ANDIMA, seja de que natureza forem, possuem caráter e objetivos estritamente referenciais e indicativos, não devendo jamais ser considerados ou utilizados como números, estatísticas, opiniões ou dados oficiais, recomendações de investimento ou como fundamento para a realização de transações comerciais, financeiras ou quaisquer outras disponíveis no mercado”***

Baseados nesses dois itens acima em negrito itálico, rogamos a essa entidade o simples favor de nos remeter carta confirmando que esses dois parágrafos fazem parte, na íntegra, de sua publicação.

Certos de sua atenção, despedimo-nos,

Atenciosamente

SERGIO DE MOURA SOEIRO

Diretor

Avenida Brigadeiro Faria Lima 1811 – 419 – Jardim Paulistano – São Paulo – SP  
Cep: 01452-001 – Tel/Fax: (11) 3031.3736 – Email: euro-sdtvm@ig.com.br

A DIRETORIA

JORGE LUIZ CHRISTOPHON -  
SPMI Diretor  
CORREIOS  
Fls: 0868  
3631  
Doc:



ESTADO DO RIO DE JANEIRO  
SECRETARIA DE ESTADO DE SEGURANÇA PÚBLICA  
CHEFIA DE POLÍCIA CIVIL  
DRACO - IE

Data: 08.11.005

Ref.: inq. 029-03.

Nome e Cargo da Autoridade: Dr. Milton Roberto Olivier de Azevedo - Delegado de Polícia

Nome do Escrivão: Silas

TERMO DE DECLARAÇÕES  DEPOIMENTO  que presta

Qualidade:

Nome: **\*\*\* JOSÉ TUPY CALDAS DE MOURA \*\*\***

Pai: FRANCISCO DE MOURA

Filiação

Mãe: LOURDES DE CALDAS DE MOURA

Nacionalidade: brasileira

Naturalidade: RJ

Idade: 66 anos (19/01/39)

Cor: branca

Sexo: MASC.

Profissão: ADMINISTRADOR

Estado Civil: CASADO

Local de trabalho: Rua Jakson de Figueiredo 931 - Joá -

Tel: 24297204

Residência: o mesmo

Tel: o mesmo

Documento de Identidade: cnh 042.481.807-82

Lê: sim

Escreve: sim

Contradita: não

Costumes: nada

Compromisso Legal: sim



**INQUIRIDO, DISSE:QUE**, o depoente de fatop é o autor do parecer técnico constante dos autos às fls. 260/268, emitido em fuinção de solicitação feita por Ruy de Mesquita Bello que é colega do depoente do Banco Central; que, o depoente ratifica em todos os seus termos o referido parecer bem como todo o entendimento que ali manifestou, no sentido de que não se pode antecipar o resultado de uma compra ou venda de um título antes de sua efetiva compra ou venda, porque senão seria mera especulação, conforme dito; que, nada tem a acrescentar ao parecer, solicitando a autoridade que a este preside a juntada aos autos de seu curriculum; que, nada mais tem a esclarecer. **E MAIS NÃO DISSE**. Nada mais havendo, determinou a autoridade que se encerrasse o presente que depois de lido e acahdo conforme, vai devidamente assinado. Eu \_\_\_\_\_, Of, de cartório, o digitei e subscrevo.x.x.x.x.x.x.x.x.x.x.x.x

*Milena de Oliveira de ...*  
 Declarante/Depoente  
 Matr. 0047976-2

*J = J 02*  
 Declarante/Depoente

*R. Cottaduro*  
 Advogado  
 OAB/RJ 85219

RQS nº 03/2005 - CN -  
 CPWH - CORREIOS  
 FTS: 0870  
 3631  
 Dia:

259

## Parecer Técnico

Autor : José Tupy Caldas de Moura

RQS nº. 03/2005 - CN -
CPMI - CORREIOS
Fis. 0871
3631
Doc:

260

Rio e Janeiro, 15 de março de 2004.

Ao  
Sr. Ruy de Mesquita Bello,  
Nesta

Meu Prezado,

Li, atentamente, as peças do processo nº 102.980-7/03, do TCE-RJ, que V.Sa. me encaminhou para produção de parecer quanto ao critério de avaliação dos preços de compra e de venda de título públicos.

Com fundamento na vivência no mercado financeiro e na minha formação acadêmica e profissional, como administrador público e de empresas, elaborei o anexo parecer. Espero que as despretenciosas opiniões ali externadas lhe sejam úteis no esclarecimento de matéria tão complexa.

Atenciosamente,

José Tapy Caldas de Moura

RQS nº 03/2005 - CN -
CPMI - 0872
Fls: _____
Doc: 3631

**PARECER sobre o critério de avaliação dos preços de compra e venda de títulos públicos esposado pelo TCE na análise da carteira do Rio Previdência.**

**1. FORMAÇÃO DE PREÇOS DOS TÍTULOS PÚBLICOS**

O funcionamento dos mercados de títulos públicos tem como um de seus principais objetivos minimizar o custo de financiamento do Estado, que por sua vez possui como fontes alternativas de financiamento, além da emissão dos títulos, a cobrança de impostos e a emissão de moeda.

Embora a forma mais recomendável de financiamento seja a arrecadação de impostos, os dispêndios do governo atingem, muitas vezes, a valores elevados, sendo que a arrecadação e, também, a emissão de moeda apresentam algumas limitações. Dessa forma, embora também possuindo limites definidos, a emissão de títulos públicos se constitui em uma ferramenta mais flexível de financiamento do Estado, possibilitando a captação de recursos disponíveis na iniciativa privada e ao mesmo tempo vai ao encontro aos interesses das pessoas, físicas ou jurídicas, que possuem capacidade para investir.

Os títulos públicos apresentam riscos de mercado e de liquidez, sendo que, no primeiro caso, o risco é representado pela probabilidade de ocorrência de fatores adversos que venham a influir, de forma negativa, nos preços dos títulos adquiridos, tais como fatores externos e políticos; quanto ao risco de liquidez, os fatores são determinados em função do volume de oferta de títulos ao mercado e da demanda de recursos direcionados à aquisição dos mesmos.

Dentre os investidores interessados em obter remuneração para o seu capital, existem aqueles que decidem alocar os recursos disponíveis em aplicações de longo prazo, como é o caso dos fundos de previdência e, de outro lado, investidores que preferem alocar seus recursos em aplicações de curto prazo ou temporárias. Para os primeiros, os títulos públicos permitem minimizar as incertezas de curto prazo, enquanto que para as aplicações de curto prazo, os títulos conseguem suprir os

03/2005 - CN -  
 CPMI - CORREIOS  
 0873  
 3631  
 Doc. 31

Interesses daqueles aplicadores que optam em manter seus recursos aplicados por prazos menores.

No caso de títulos que apresentam remuneração pré-fixada, os mesmos só têm sido emitidos, e já faz algum tempo, com vencimentos de curto prazo, tendo em vista que os juros de mercado têm estado bastante elevados. Mesmo na hipótese de que os juros de mercado venham a cair, o Governo terá que manter prêmio de risco, para que haja aceitação pelos investidores, nos títulos com prazo mais alongado.

Os títulos indexados são emitidos com cláusulas de remuneração vinculadas à taxa SELIC ou a índices de preço, sendo que estes têm seus valores de mercado determinados em função das expectativas de taxas reais de juros. A taxa SELIC é apurada, mediante cálculo da taxa média ponderada e ajustada das operações de financiamento por um dia, lastreadas em títulos públicos federais e cursadas no Sistema, na forma de operações compromissadas.

Quanto aos títulos pré-fixados ou vinculados a índices de preço, os deságios nas negociações são determinados em razão da estimativa de que as taxas de juros apresentem, em algum instante até o vencimento, momentos de volatilidade, o que implica aumento do risco, reduzindo dessa forma o valor de mercado daqueles títulos.

*'... a variação percentual no valor de uma carteira ( $dV/V$ ) será tão maior (em termos absolutos) quanto maior for a variação nas taxas de juros ( $di$ ) e quanto maior for a duration ( $D$ ) dividida pelo fator de juro de um período ( $1+i$ ).'* (Mercados Derivativos e Análise de Risco - Autor: André Marins - AMS Editora - 1ª. Edição - pg. 223)

No que diz respeito à taxa de remuneração implícita de um título, o elementar axioma de que os níveis de remuneração apresentam uma relação inversa aos riscos da aplicação, justifica a existência de uma diversificação significativa de taxas nos títulos existentes no mercado, de forma a possibilitar que o investidor concilie os riscos com o retorno de seu investimento.

Como é do conhecimento de todos que militam no mercado de renda fixa, fatores dos mais diversos influenciam na formação do Preço Unitário de um título (PU), seja ele público ou privado.

RQS nº 03/2005 - CN
CPML - CORREIOS
Fis. 0874
3631
Doc:

Entendemos que o preço unitário (**PU**) de um título público seja composto de seu valor nominal, acrescido da variação do seu indexador e da taxa de juros praticada no mercado naquele momento, que pode variar ao sabor das notícias de ordem econômica, social e política, nacional e/ou internacional e, ainda da oferta e da procura do título.

Assim, na realidade, dos fatores que compõem o **PU** de um título, o único passível de oscilação é a taxa de juros.

Utilizar esta variação da taxa de juros para formar um preço unitário médio de um título público não passa de mero palpite, tendo em vista que o dia no mercado financeiro pode iniciar "em calma" e no decorrer do mesmo ser atropelado por notícias que desestabilizam o mercado, fazendo que o **PU** dos títulos varie de forma desordenada.

\* O preço unitário efetivo de um título é aquele que o vendedor e o comprador acordam, no momento da negociação, e que é, inclusive, computado para a formação do preço médio do título, após o fechamento das operações do dia.

Para saber se uma operação de compra ou venda foi boa ou ruim para uma empresa, tem-se que avaliar a motivação do administrador para realizar aquela operação. Qual a conjuntura econômica que se estava lidando? Quais as rentabilidades passadas e futuras do título? Se a quantidade negociada do título faz parte de um lote fracionário, de emissão dispersa pelo mercado ou se é toda a emissão? Havia folga de caixa? Etc.

\* Alguns técnicos cometem o erro de considerar o **PU** médio do título como referência para cotejar e questionar o resultado de uma operação de compra ou venda final de títulos públicos. Esta taxa média ou estatística serve, usualmente, como parâmetro de atualização das carteiras de títulos e fundos de investimentos administrados pelas instituições financeiras.

Cabe ressaltar que a adoção de qualquer critério, comparando preço mínimo, máximo ou médio com operações realizadas na mesma data, não reflete nem lucro nem prejuízo, quando muito detecta a perda de eventuais oportunidades.

RQS nº 03/2005 - CN -
CORREIOS
0875
3631
Doc:

Nenhum operador de mercado financeiro, consegue ter noção exata em que patamar o **PU** da operação que está realizando se situará ( mínimo, médio ou máximo). O que prevalece para ele naquele momento é a rentabilidade que o título irá oferecer, do momento da compra até o seu vencimento.

Por fim, para a determinação do preço de um ativo financeiro é necessário, ainda, observar diversos fatores, como o valor intrínseco, apurado pela curva do papel naquela data em função dos dias decorridos e de seu vencimento, além do ágio ou deságio que os agentes estão dispostos a praticar em função de fatores conjunturais, alguns subjetivos.

## 2. CRITÉRIOS DE ATUALIZAÇÃO DOS TÍTULOS PÚBLICOS

Os títulos existentes no mercado são emitidos em diversas formas, com diferentes prazos e indexadores, o que faz, cada agente, considerar, na sua precificação, as peculiaridades de cada segmento. No entanto, como o mercado de títulos públicos federais caracteriza-se por ser de reduzida liquidez, o que dificulta a formação de preços, não serve de parâmetro para os demais. Diferentemente das economias desenvolvidas, acaba por desempenhar papel secundário na construção de curvas de juros, levando os agentes a buscar outras fontes de referência.

Os parâmetros para a construção de curvas de juros passam a ser os mercados de derivativos – futuros e swaps -, que apresentam ampla liquidez. Esses fatos levaram a que os títulos públicos prefixados e cambiais fossem os cotados a partir dessas curvas, adicionando-se prêmios de risco às cotações.

Já no caso dos papéis atrelados a índices de preços (NTN-C e NTN-B), como ainda não existem os relativos mercados derivativos líquidos, seus preços são definidos pela expectativa das taxas reais e prêmios de risco.

4

RQS nº 03/2005 - CN -
CPMI 0876
SORREIOS
Fis: -
3631
Doc:

O mesmo acontece com os títulos atrelados á taxa SELIC, em que a inexistência de mercados de arbitragem dificulta a formação de preços. O prêmio ou deságio negociado pode ser formado por variáveis individuais ou cumulativas. Note-se que, nesses casos, o prêmio de papéis que se ajustam imediatamente ás flutuações de juros pode ser atribuído a risco de crédito (ligado à incerteza, possivelmente, de natureza política) ou de liquidez.

### 3. CRITÉRIOS DE AVALIAÇÃO DE CARTEIRA

As carteiras de títulos e valores mobiliários são avaliadas, sob o ponto-de-vista do gestor, em função dos objetivos futuros determinados pelo plano estratégico da empresa. Os títulos componentes da carteira, normalmente, são agrupados em três categorias:

- a) para negociação;
- b) disponíveis para venda;
- c) mantidos até o vencimento.

No grupamento de títulos para negociação, são registrados os títulos a serem negociados tão logo apareça a oportunidade. Entre os títulos registrados como disponíveis para venda, aqueles que não possuam, como objetivo precípuo, a negociação imediata, nem tenham previsão de serem carregados até o vencimento. Finalmente, na categoria *'mantidos até o vencimento'*, são inscritos os títulos cuja intenção da instituição seja mantê-los na carteira até o vencimento.

Os títulos públicos negociados no mercado e utilizados como indicadores na definição de preços de títulos públicos federais, de acordo com a natureza de sua remuneração, são os seguintes: vinculados a índices de preço (NTN-C e NTN-B, respectivamente ao IGP-M e IPCA); prefixados (LTN e NTN-F); pós-fixados (LFT) e cambiais (NTN-D e NBC-E).

Nas negociações, tendo em vista os indexadores existentes, devem ser observados, ainda, com vistas a definir os parâmetros para

RQS nº 03/2005 - CN -  
CPMI - CORREIOS

Fls:

3631

✓

avaliação: cotação do dólar spot; estimativas de IGP-M e IPCA; perfil da curva das LFTs.

Com base nesses parâmetros, são calculadas as taxas a serem utilizadas, ou seja, aquelas consideradas pela instituição como indicativas de preço justo para negociação dos títulos, resultando no valor líquido provável de realização dos títulos, consideradas as curvas individuais dos papéis, mesmo na hipótese de não ter havido negócios com determinado papel no dia.

#### 4. ANÁLISE DOS PREJUÍZOS APONTADOS



O quadro que ilustra o relatório do Tribunal de Contas do Estado -TCE , por cópia anexado , indica a ocorrência de **lucro** ou **prejuízo** das operações através da comparação dos **PU's** efetivamente praticados com **PU's** médios divulgados, os quais os técnicos do **TCE** chamam , equivocadamente, a meu juízo, de **PU** de mercado.

O **prejuízo** ou **lucro** havido com a compra de um papel somente pode ser apurado quando da venda do papel, pela simples razão de que resultado (lucro ou prejuízo) ser a diferença entre o valor de aquisição e o valor de venda. Antecipar o resultado de uma compra antes da efetiva venda do papel é mera especulação.

A comprovação de tal afirmativa pode ser visualizada no mesmo quadro, tomando como exemplo a operação do dia 27/06 (primeira operação), para a qual existe indicação, pelo **TCE**, de um **prejuízo** de R\$ 154.664,04 na data da compra dos títulos e, no dia 26/08, quando os mesmos títulos foram vendidos, um **lucro** de R\$ 304.113,43 é atribuído para a operação pelo próprio **TCE**.

A realidade é que não houve, na data da compra, 27/06, nenhum prejuízo e, na data da venda dos títulos, 26/08, o lucro de R\$ 304.113,43 também não existiu. O lucro da operação foi de **R\$ 150.009,84** , o qual foi recebido pelo Banerj. A conta é bastante simples: é o resultado da diferença entre o **PU** real de venda dos títulos (1366,06257 ) e o **PU** real de compra ( 1328,56011), multiplicado pelo numero de títulos negociados (4000 ).

PROCS nº 03/2005 - CN -  
 0878  
 CORRIGIOS  
 Fis.  
 Doc 3631

268

Para montar o seu quadro, o **TCE**, sem qualquer fundamento, assume que os títulos poderiam ter sido comprados, em 27/06, por valor inferior, e, neste sentido presume que haverá um prejuízo no futuro. A realidade é que no dia 26/08 tal prejuízo não acontece e, ao contrário, os títulos são vendidos por valor superior ao de compra, resultando em **lucro**. O **TCE**, ainda que diante desta realidade não exclui do seu quadro o prejuízo hipotético, computando valor de prejuízo que, mesmo em sua lógica desarrazoada, nunca existiu.

**Tal erro é repetido diversas vezes no relatório do TCE, produzindo valores que não refletem os resultados reais das operações, o que pode ser facilmente verificado, fazendo-se as contas dos resultados reais das operações de vendas em comparação às de compras.**

O quadro do **TCE**, nas notas existentes no rodapé, em diversas datas, utiliza como **PU** de mercado, valores de outras datas, bem como média de valores de outras datas, o que não pode ser considerado e é naceitável pelo mercado. O que justifica a utilização de valores de datas diferentes daquelas que as operações foram feitas? Por que tais datas foram utilizadas? Por que somente o valor médio da SELIC é utilizado pelos técnicos do **TCE**, uma vez que são divulgados preços mínimo, médio e máximo?

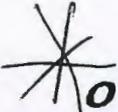
Na nota constante do rodapé, existe o reconhecimento do **TCE** quanto a existência de valores mínimos, médios e máximos dos títulos e que tais valores são divulgados pelo Banco Central, mas, para efeito de comparação com os valores efetivamente praticados e, conseqüentemente, para apontar prejuízos e lucros, somente o preço médio foi utilizado.

Os valores de **PU's**, utilizados no quadro para o dias 06/09 e 17/12, merecem destaque especial, pela absoluta desconexão com os padrões rotineiramente observados pelo mercado:

06/09/2002....."soma da taxa média dos dias 28/08 e 10/09 dividido por dois"

17/12/2002....."soma da taxa média dos dias 28/11 e 17/12 dividido por dois"

BOQS nº 03/2005 - CN
CPM - CORREIOS
Fis: 0879
3631

 ***O modelo adotado pelo TCE não encontra amparo em critério técnico, ao revés, está na contramão das variáveis adotadas pelo mercado ao longo do tempo.***

Para eliminar em definitivo, os critérios eleitos no quadro do TCE, basta verificar a gritante realidade apontada no quadro em anexo, de resultado de operações de venda, realizadas no período junho/dezembro de 2002, onde fica positivado que, em 10 (dez) operações de venda, 7 (sete) deixaram lucro. Apenas, 3 (três), resultaram em prejuízo de pequena monta

Por outro lado, os títulos adquiridos, nas restantes operações, permaneceram em Carteira do Fundo, custodiada pelo Banco Central.

Assim, a provisão contábil, recomendada pelo TCE, a ser feita em 31/12/2002 ( fls. 92/93, do Relatório do TCE), para cobrir a desvalorização dos títulos que permaneceram em estoque, não passa de mera consideração subjetiva, inócua, sem conteúdo prático.

Com efeito, os títulos em apreço, somente, quando alienados, poderão ser contabilizados para caracterizar lucro ou prejuízo, sendo certo que, a par da segurança, eis que garantidos pelo Tesouro, devem estar proporcionando recolhimento periódico de juros, talvez, como a melhor via de capitalização de qualquer Fundo, no âmbito da Previdência.

RQS nº 03/2005 - CN - CPMI - CORREIOS
Fls. 0880
Doc: 3631



**GOVERNO DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO**  
**SECRETARIA DE ESTADO DE SEGURANÇA PÚBLICA**  
**DELEGACIA DE REPRESSÃO ÀS AÇÕES CRIMINOSAS ORGANIZADAS**  
**E INQUÉRITOS ESPÉCIAIS – DRACO/IE**

INQ. 029/03

Examinei a volumosa documentação juntada aos autos pela defesa dos indiciados e ouvi José Tupy Caldas de Moura, autor do parecer de fls. 260 e segs., através do qual demonstrou que nenhuma operação foi praticada de forma contrária às regras praticadas no mercado. Nada obstante seu invejável curriculum, suas alegações não lograram modificar meu convencimento inicial.

Assim, devolva-se o feito ao Dr. Homero das Neves Freitas Filho, ilustre Titular da 23ª PIP, com as honras e homenagens de estilo.

Em, 21 de novembro de 2005

*Milton Roberto Olivier de Azevedo*  
*Delegado de Polícia – Mat. 047978-2*

MROA/MROA

ROS nº 029/2005 - CN
CPMI - CORRÊIOS
Fls. _____
Doc: <b>3631</b>



ESTADO DO RIO DE JANEIRO  
SECRETARIA DE ESTADO DE SEGURANÇA PÚBLICA  
CHEFIA DE POLÍCIA CIVIL  
DRACO - IE

Data: 08.11.005

Ref.: inq. 029-03.

Nome e Cargo da Autoridade: Dr. Milton Roberto Olivier de Azevedo - Delegado de Polícia

Nome do Escrivão: Silas

TERMO DE DECLARAÇÕES  DEPOIMENTO  que presta

Qualidade:

Nome: **\*\*\* JOSÉ TUPY CALDAS DE MOURA \*\*\***

Pai: FRANCISCO DE MOURA

Filiação

Mãe: LOURDES DE CALDAS DE MOURA

Nacionalidade: brasileira

Naturalidade: RJ

Idade: 66 anos (19/01/39)

Cor: branca

Sexo: MASC.

Profissão: ADMINISTRADOR

Estado Civil: CASADO

Local de trabalho: Rua Jakson de Figueiredo 931 - Joá -

Tel: 24297204

Residência: o mesmo

Tel: o mesmo

Documento de Identidade: cnh 042.481.807-82

Lê: sim

Escreve: sim

Contradita: não

Costumes: nada

Compromisso Legal: sim

*RSCLM*

PDJ nº 03/2005 - CN -
CPMI - CORREIOS
FIS: 0882
3631
Doc:

Milton R. Olivier de Azevedo  
Delegado de Polícia  
Matr. 0047978-2

**INQUIRIDO, DISSE:QUE**, o depoente de fatop é o autor do parecer técnico constante dos autos às fls. 260/268, emitido em fuinção de solicitação feita por Ruy de Mesquita Bello que é colega do depoente do Banco Central; que, o depoente ratifica em todos os seus termos o referido parecer bem como todo o entendimento que ali manifestou, no sentido de que não se pode antecipar o resultado de uma compra ou venda de um título antes de sua efetiva compra ou venda, porque senão seria mera especulação, conforme dito; que, nada tem a acrescentar ao parecer, solicitando a autoridade que a este preside a juntada aos autos de seu curriculum; que, nada mais tem a esclarecer. **E MAIS NÃO DISSE**. Nada mais havendo, determinou a auitoridade que se encerrasse o presente que depois de lido e acahdo conforme, vai devidamente assinado. Eu \_\_\_\_\_, Of, de cartório, o digitei e subscrevo.x.x.x.x.x.x.x.x.x.x.x.x

*Milton de Oliveira de Jesus*  
Deputado de Polícia  
Matr. 0047978-2

*J. J. S.*  
Declarante/Depoente

*R. C. T. de A. S.*  
Advogado  
OAB/RJ 85219

RQS nº 03/2005 - CN -  
CPMI - COERCIOS  
0883  
Fls: \_\_\_\_\_  
3631  
Doc: \_\_\_\_\_

259

## Parecer Técnico

Autor : José Tupy Caldas de Moura

RQS nº 03/2005 - CN
CPMI - CORREIOS
Fls: 0884
Doc: 3631

26

Rio e Janeiro, 15 de março de 2004.

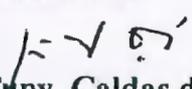
Ao  
Sr. Ruy de Mesquita Bello,  
Nesta

Meu Prezado,

Li, atentamente, as peças do processo nº 102.980-7/03, do TCE-RJ, que V.Sa. me encaminhou para produção de parecer quanto ao critério de avaliação dos preços de compra e de venda de título públicos.

Com fundamento na vivência no mercado financeiro e na minha formação acadêmica e profissional, como administrador público e de empresas, elaborei o anexo parecer. Espero que as despretenciosas opiniões ali externadas lhe sejam úteis no esclarecimento de matéria tão complexa.

Atenciosamente,

  
José Tupy Caldas de Moura

RQS nº 03/2005 - CN - CPML - CORREIOS
Fis: 0885
3631
Doc:

**PARECER sobre o critério de avaliação dos preços de compra e venda de títulos públicos esposado pelo TCE na análise da carteira do Rio Previdência.**

**1. FORMAÇÃO DE PREÇOS DOS TÍTULOS PÚBLICOS**

O funcionamento dos mercados de títulos públicos tem como um de seus principais objetivos minimizar o custo de financiamento do Estado, que por sua vez possui como fontes alternativas de financiamento, além da emissão dos títulos, a cobrança de impostos e a emissão de moeda.

Embora a forma mais recomendável de financiamento seja a arrecadação de impostos, os dispêndios do governo atingem, muitas vezes, a valores elevados, sendo que a arrecadação e, também, a emissão de moeda apresentam algumas limitações. Dessa forma, embora também possuindo limites definidos, a emissão de títulos públicos se constitui em uma ferramenta mais flexível de financiamento do Estado, possibilitando a captação de recursos disponíveis na iniciativa privada e ao mesmo tempo vai ao encontro aos interesses das pessoas, físicas ou jurídicas, que possuem capacidade para investir.

Os títulos públicos apresentam riscos de mercado e de liquidez, sendo que, no primeiro caso, o risco é representado pela probabilidade de ocorrência de fatores adversos que venham a influir, de forma negativa, nos preços dos títulos adquiridos, tais como fatores externos e políticos; quanto ao risco de liquidez, os fatores são determinados em função do volume de oferta de títulos ao mercado e da demanda de recursos direcionados à aquisição dos mesmos.

Dentre os investidores interessados em obter remuneração para o seu capital, existem aqueles que decidem alocar os recursos disponíveis em aplicações de longo prazo, como é o caso dos fundos de previdência e, de outro lado, investidores que preferem alocar seus recursos em aplicações de curto prazo ou temporárias. Para os primeiros, os títulos públicos permitem minimizar as incertezas de curto prazo, enquanto para as aplicações de curto prazo, os títulos conseguem suprir os

03/2005 - CN -  
AGRI - CORREIOS  
0886  
3631  
Doc

Interesses daqueles aplicadores que optam em manter seus recursos aplicados por prazos menores.

No caso de títulos que apresentam remuneração pré-fixada, os mesmos só têm sido emitidos, e já faz algum tempo, com vencimentos de curto prazo, tendo em vista que os juros de mercado têm estado bastante elevados. Mesmo na hipótese de que os juros de mercado venham a cair, o Governo terá que manter prêmio de risco, para que haja aceitação pelos investidores, nos títulos com prazo mais alongado.

Os títulos indexados são emitidos com cláusulas de remuneração vinculadas à taxa SELIC ou a índices de preço, sendo que estes têm seus valores de mercado determinados em função das expectativas de taxas reais de juros. A taxa SELIC é apurada, mediante cálculo da taxa média ponderada e ajustada das operações de financiamento por um dia, lastreadas em títulos públicos federais e cursadas no Sistema, na forma de operações compromissadas.

Quanto aos títulos pré-fixados ou vinculados a índices de preço, os deságios nas negociações são determinados em razão da estimativa de que as taxas de juros apresentem, em algum instante até o vencimento, momentos de volatilidade, o que implica aumento do risco, reduzindo dessa forma o valor de mercado daqueles títulos.

*'... a variação percentual no valor de uma carteira ( $dV/V$ ) será tão maior (em termos absolutos) quanto maior for a variação nas taxas de juros ( $di$ ) e quanto maior for a duration ( $D$ ) dividida pelo fator de juro de um período ( $1+i$ ).'* (Mercados Derivativos e Análise de Risco - Autor: André Marins - AMS Editora - 1ª. Edição - pg. 223)

No que diz respeito à taxa de remuneração implícita de um título, o elementar axioma de que os níveis de remuneração apresentam uma relação inversa aos riscos da aplicação, justifica a existência de uma diversificação significativa de taxas nos títulos existentes no mercado, de forma a possibilitar que o investidor concilie os riscos com o retorno de seu investimento.

Como é do conhecimento de todos que militam no mercado de renda fixa, fatores dos mais diversos influenciam na formação do Preço unitário de um título (PU), seja ele público ou privado.

RQS nº 03/2005 - CN
CPMI - CORREIOS
Fis: 0887
3631
Doc:

Entendemos que o preço unitário (**PU**) de um título público seja composto de seu valor nominal, acrescido da variação do seu indexador e da taxa de juros praticada no mercado naquele momento, que pode variar ao sabor das notícias de ordem econômica, social e política, nacional e/ou internacional e, ainda da oferta e da procura do título.

Assim, na realidade, dos fatores que compõem o **PU** de um título, o único passível de oscilação é a taxa de juros.

Utilizar esta variação da taxa de juros para formar um preço unitário médio de um título público não passa de mero palpite, tendo em vista que o dia no mercado financeiro pode iniciar "em calmaria" e no decorrer do mesmo ser atropelado por notícias que desestabilizam o mercado, fazendo que o **PU** dos títulos varie de forma desordenada.

\* O preço unitário efetivo de um título é aquele que o vendedor e o comprador acordam, no momento da negociação, e que é, inclusive, computado para a formação do preço médio do título, após o fechamento das operações do dia.

Para saber se uma operação de compra ou venda foi boa ou ruim para uma empresa, tem-se que avaliar a motivação do administrador para realizar aquela operação. Qual a conjuntura econômica que se estava lidando? Quais as rentabilidades passadas e futuras do título? Se a quantidade negociada do título faz parte de um lote fracionário, de emissão dispersa pelo mercado ou se é toda a emissão? Havia folga de caixa? Etc.

\* Alguns técnicos cometem o erro de considerar o **PU médio do título** como referência para cotejar e questionar o resultado de uma operação de compra ou venda final de títulos públicos. Esta taxa média ou estatística serve, usualmente, como parâmetro de atualização das carteiras de títulos e fundos de investimentos administrados pelas instituições financeiras.

Cabe ressaltar que a adoção de qualquer critério, comparando preço mínimo, máximo ou médio com operações realizadas na mesma data, não reflete nem lucro nem prejuízo, quando muito detecta a perda de eventuais oportunidades.

POS nº 03/2005 - CN -
CPMI - CORREIOS
0888
3631
Doc:

Nenhum operador de mercado financeiro, consegue ter noção exata em que patamar o **PU** da operação que está realizando se situará (mínimo, médio ou máximo). O que prevalece para ele naquele momento é a rentabilidade que o título irá oferecer, do momento da compra até o seu vencimento.

Por fim, para a determinação do preço de um ativo financeiro é necessário, ainda, observar diversos fatores, como o valor intrínseco, apurado pela curva do papel naquela data em função dos dias decorridos e de seu vencimento, além do ágio ou deságio que os agentes estão dispostos a praticar em função de fatores conjunturais, alguns subjetivos.

## 2. CRITÉRIOS DE ATUALIZAÇÃO DOS TÍTULOS PÚBLICOS

Os títulos existentes no mercado são emitidos em diversas formas, com diferentes prazos e indexadores, o que faz, cada agente, considerar, na sua precificação, as peculiaridades de cada segmento. No entanto, como o mercado de títulos públicos federais caracteriza-se por ser de reduzida liquidez, o que dificulta a formação de preços, não serve de parâmetro para os demais. Diferentemente das economias desenvolvidas, acaba por desempenhar papel secundário na construção de curvas de juros, levando os agentes a buscar outras fontes de referência.

Os parâmetros para a construção de curvas de juros passam a ser os mercados de derivativos – futuros e swaps -, que apresentam ampla liquidez. Esses fatos levaram a que os títulos públicos prefixados e cambiais fossem os cotados a partir dessas curvas, adicionando-se prêmios de risco às cotações.

Já no caso dos papéis atrelados a índices de preços (NTN-C e NTN-B), como ainda não existem os relativos mercados derivativos líquidos, seus preços são definidos pela expectativa das taxas reais e prêmios de risco.

RQS nº 03/2005 - CN - CPMI - CORREIOS
Fls: 0889
3631
Doc:

O mesmo acontece com os títulos atrelados à taxa SELIC, em que a inexistência de mercados de arbitragem dificulta a formação de preços. O prêmio ou deságio negociado pode ser formado por variáveis individuais ou cumulativas. Note-se que, nesses casos, o prêmio de papéis que se ajustam imediatamente às flutuações de juros pode ser atribuído a risco de crédito (ligado à incerteza, possivelmente, de natureza política) ou de liquidez.

### 3. CRITÉRIOS DE AVALIAÇÃO DE CARTEIRA

As carteiras de títulos e valores mobiliários são avaliadas, sob o ponto-de-vista do gestor, em função dos objetivos futuros determinados pelo plano estratégico da empresa. Os títulos componentes da carteira, normalmente, são agrupados em três categorias:

- a) para negociação;
- b) disponíveis para venda;
- c) mantidos até o vencimento.

No grupamento de títulos para negociação, são registrados os títulos a serem negociados tão logo apareça a oportunidade. Entre os títulos registrados como disponíveis para venda, aqueles que não possuam, como objetivo precípuo, a negociação imediata, nem tenham previsão de serem carregados até o vencimento. Finalmente, na categoria '*mantidos até o vencimento*', são inscritos os títulos cuja intenção da instituição seja mantê-los na carteira até o vencimento.

Os títulos públicos negociados no mercado e utilizados como indicadores na definição de preços de títulos públicos federais, de acordo com a natureza de sua remuneração, são os seguintes: vinculados a índices de preço (NTN-C e NTN-B, respectivamente ao IGP-M e IPCA); prefixados (LTN e NTN-F); pós-fixados (LFT) e cambiais (NTN-D e NBC-E).

Nas negociações, tendo em vista os indexadores existentes, devem ser observados, ainda, com vistas a definir os parâmetros para

RQS nº 03/2005 - CN - CPMI - CORREIOS
0890
Fls: - -
3631
Doc: 

avaliação: cotação do dólar spot; estimativas de IGP-M e IPCA; perfil da curva das LFTs.

Com base nesses parâmetros, são calculadas as taxas a serem utilizadas, ou seja, aquelas consideradas pela instituição como indicativas de preço justo para negociação dos títulos, resultando no valor líquido provável de realização dos títulos, consideradas as curvas individuais dos papéis, mesmo na hipótese de não ter havido negócios com determinado papel no dia.

#### 4. ANÁLISE DOS PREJUÍZOS APONTADOS



O quadro que ilustra o relatório do Tribunal de Contas do Estado -TCE , por cópia anexado , indica a ocorrência de **lucro** ou **prejuízo** das operações através da comparação dos **PU's** efetivamente praticados com **PU's** médios divulgados, os quais os técnicos do TCE chamam , equivocadamente, a meu juízo, de **PU** de mercado.

O **prejuízo** ou **lucro** havido com a compra de um papel somente pode ser apurado quando da venda do papel, pela simples razão de que resultado (lucro ou prejuízo) ser a diferença entre o valor de aquisição e o valor de venda. Antecipar o resultado de uma compra antes da efetiva venda do papel é mera especulação.

A comprovação de tal afirmativa pode ser visualizada no mesmo quadro, tomando como exemplo a operação do dia 27/06 (primeira operação), para a qual existe indicação, pelo TCE, de um **prejuízo** de R\$ 154.664,04 na data da compra dos títulos e, no dia 26/08, quando os mesmos títulos foram vendidos, um **lucro** de R\$ 304.113,43 é atribuído para a operação pelo próprio TCE. A realidade é que não houve, na data da compra, 27/06, nenhum prejuízo e, na data da venda dos títulos, 26/08, o lucro de R\$ 304.113,43 também não existiu. O lucro da operação foi de **R\$ 150.009,84** , o qual foi recebido pelo Banerj. A conta é bastante simples: é o resultado da diferença entre o **PU** real de venda dos títulos (1366,06257 ) e o **PU** real de compra ( 1328,56011), multiplicado pelo numero de títulos negociados (4000 ).

03/2005 - CN -  
CORREIOS  
0891  
3631  
Doc. \_\_\_\_\_

Para montar o seu quadro, o **TCE**, sem qualquer fundamento, assume que os títulos poderiam ter sido comprados, em 27/06, por valor inferior, e, neste sentido presume que haverá um prejuízo no futuro. A realidade é que no dia 26/08 tal prejuízo não acontece e, ao contrário, os títulos são vendidos por valor superior ao de compra, resultando em **lucro**. O **TCE**, ainda que diante desta realidade não exclui do seu quadro o prejuízo hipotético, computando valor de prejuízo que, mesmo em sua lógica desarrazoada, nunca existiu.

Tal erro é repetido diversas vezes no relatório do **TCE**, produzindo valores que não refletem os resultados reais das operações, o que pode ser facilmente verificado, fazendo-se as contas dos resultados reais das operações de vendas em comparação às de compras.

O quadro do **TCE**, nas notas existentes no rodapé, em diversas datas, utiliza como **PU** de mercado, valores de outras datas, bem como média de valores de outras datas, o que não pode ser considerado e é naceitável pelo mercado. O que justifica a utilização de valores de datas diferentes daquelas que as operações foram feitas? Por que tais datas foram utilizadas? Por que somente o valor médio da SELIC é utilizado pelos técnicos do **TCE**, uma vez que são divulgados preços mínimo, médio e máximo?

Na nota constante do rodapé, existe o reconhecimento do **TCE** quanto a existência de valores mínimos, médios e máximos dos títulos e que tais valores são divulgados pelo Banco Central, mas, para efeito de comparação com os valores efetivamente praticados e, inseqüentemente, para apontar prejuízos e lucros, somente o preço médio foi utilizado.

Os valores de **PU's**, utilizados no quadro para o dias 06/09 e 12/12, merecem destaque especial, pela absoluta desconexão com os preços rotineiramente observados pelo mercado:

06/09/2002....."soma da taxa média dos dias 28/08 e 10/09 dividido por dois"

12/12/2002....."soma da taxa média dos dias 28/11 e 17/12 dividido por dois"

RQS nº 03/2005 - C
CPMI - GORREIOS
Fls: 0892
3631
Doc:

 **O modelo adotado pelo TCE não encontra amparo em critério técnico, ao revés, está na contramão das variáveis adotadas pelo mercado ao longo do tempo.**

Para eliminar em definitivo, os critérios eleitos no quadro do TCE, basta verificar a gritante realidade apontada no quadro em anexo, de resultado de operações de venda, realizadas no período junho/dezembro de 2002, onde fica positivado que, em 10 (dez) operações de venda, 7 (sete) deixaram lucro. Apenas, 3 (três), resultaram em prejuízo de pequena monta

Por outro lado, os títulos adquiridos, nas restantes operações, permaneceram em Carteira do Fundo, custodiada pelo Banco Central.

Assim, a provisão contábil, recomendada pelo TCE, a ser feita em 31/12/2002 ( fls. 92/93, do Relatório do TCE), para cobrir a desvalorização dos títulos que permaneceram em estoque, não passa de mera consideração subjetiva, inócua, sem conteúdo prático.

Com efeito, os títulos em apreço, somente, quando alienados, poderão ser contabilizados para caracterizar lucro ou prejuízo, sendo certo que, a par da segurança, eis que garantidos pelo Tesouro, devem estar proporcionando recolhimento periódico de juros, talvez, como a melhor via de capitalização de qualquer Fundo, no âmbito da Previdência.

RQS nº 03/2005 - CN
CPMI - CORREIOS
Fls: 0893
3631
Doc:



**GOVERNO DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO**  
**SECRETARIA DE ESTADO DE SEGURANÇA PÚBLICA**  
**DELEGACIA DE REPRESSÃO ÀS AÇÕES CRIMINOSAS ORGANIZADAS**  
**E INQUÉRITOS ESPÉCIAIS – DRACO/IE**

INQ. 029/03

Examinei a volumosa documentação juntada aos autos pela defesa dos indiciados e ouvi José Tupy Caldas de Moura, autor do parecer de fls. 260 e segs., através do qual demonstrou que nenhuma operação foi praticada de forma contrária às regras praticadas no mercado. Nada obstante seu invejável curriculum, suas alegações não lograram modificar meu convencimento inicial.

Assim, devolva-se o feito ao Dr. Homero das Neves Freitas Filho, ilustre Titular da 23ª PIP, com as honras e homenagens de estilo.

Em, 21 de novembro de 2005

*Milton Roberto Olivier de Azevedo*  
Delegado de Polícia – Mat. 047978-2

MROA/MROA

RQS nº 03/2005 - CN - CPMI - CORREIOS
Fis. 0894
Doc. 3631



**GOVERNO DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO**  
**SECRETARIA DE ESTADO DE SEGURANÇA PÚBLICA**  
**DELEGACIA DE REPRESSÃO ÀS AÇÕES CRIMINOSAS ORGANIZADAS**  
**E INQUÉRITOS ESPÉCIAIS – DRACO/IE**

INQ. 029/03

Examinei a volumosa documentação juntada aos autos pela defesa dos indiciados e ouvi José Tupy Caldas de Moura, autor do parecer de fls. 260 e segs., através do qual demonstrou que nenhuma operação foi praticada de forma contrária às regras praticadas no mercado. Nada obstante seu invejável curriculum, suas alegações não lograram modificar meu convencimento inicial.

Assim, devolva-se o feito ao Dr. Homero das Neves Freitas Filho, ilustre Titular da 23ª PIP, com as honras e homenagens de estilo.

Em, 21 de novembro de 2005.

*Milton Roberto Olivier de Azevedo*  
*Delegado de Polícia – Mat. 047978-2*

MROA/MROA

RQS nº 03/2005 - CN -
CPM - CORREIOS
Fls: 0895
3631
Doc:



ESTADO DO RIO DE JANEIRO  
SECRETARIA DE ESTADO DE SEGURANÇA PÚBLICA  
CHEFIA DE POLÍCIA CIVIL  
DRACO - IE

Data: 08.11.005

Ref.: inq. 029-03.

Nome e Cargo da Autoridade: Dr. Milton Roberto Olivier de Azevedo - Delegado de Polícia

Nome do Escrivão: Silas

TERMO DE DECLARAÇÕES  DEPOIMENTO  que presta

Qualidade:

Nome: **\*\*\* JOSÉ TUPY CALDAS DE MOURA \*\*\***

Pai: FRANCISCO DE MOURA

Filiação

Mãe: LOURDES DE CALDAS DE MOURA

Nacionalidade: brasileira

Naturalidade: RJ

Idade: 66 anos (19/01/39)

Cor: branca

Sexo: MASC.

Profissão: ADMINISTRADOR

Estado Civil: CASADO

Local de trabalho: Rua Jakson de Figueiredo 931 - Joá -

Tel: 24297204

Residência: o mesmo

Tel: o mesmo

Documento de Identidade: cnh 042.481.807-82

Lê: sim

Escreve: sim

Contradita: não

Costumes: nada

Compromisso Legal: sim

*RCA*

PROS Nº 03/2005 - CN -
CPM - CORREIOS
FS: <b>0896</b>
<b>3631</b>

*Milton R. Olivier de Azevedo*  
Delegado de Polícia  
Matr. 0047978-2



259

## Parecer Técnico

Autor : José Tupy Caldas de Moura

RQS nº 03/2005 - CN
CPMI - CORREIOS
Fls: 0898
Doc: 3631

26

Rio e Janeiro, 15 de março de 2004.

Ao  
Sr. Ruy de Mesquita Bello,  
Nesta

Meu Prezado,

Li, atentamente, as peças do processo nº 102.980-7/03, do TCE-RJ, que V.Sa. me encaminhou para produção de parecer quanto ao critério de avaliação dos preços de compra e de venda de títulos públicos.

Com fundamento na vivência no mercado financeiro e na minha formação acadêmica e profissional, como administrador público e de empresas, elaborei o anexo parecer. Espero que as despretenciosas opiniões ali externadas lhe sejam úteis no esclarecimento de matéria tão complexa.

Atenciosamente,

  
José Tupy Caldas de Moura

RQS nº 03/2005 - CN -
CPMI - CORRÊDO
Fls:
3631
Doc:

**PARECER sobre o critério de avaliação dos preços de compra e venda de títulos públicos esposado pelo TCE na análise da carteira do Rio Previdência.**

**1. FORMAÇÃO DE PREÇOS DOS TÍTULOS PÚBLICOS**

O funcionamento dos mercados de títulos públicos tem como um de seus principais objetivos minimizar o custo de financiamento do Estado, que por sua vez possui como fontes alternativas de financiamento, além da emissão dos títulos, a cobrança de impostos e a emissão de moeda.

Embora a forma mais recomendável de financiamento seja a arrecadação de impostos, os dispêndios do governo atingem, muitas vezes, a valores elevados, sendo que a arrecadação e, também, a emissão de moeda apresentam algumas limitações. Dessa forma, embora também possuindo limites definidos, a emissão de títulos públicos se constitui em uma ferramenta mais flexível de financiamento do Estado, possibilitando a captação de recursos disponíveis na iniciativa privada e ao mesmo tempo vai ao encontro aos interesses das pessoas, físicas ou jurídicas, que possuem capacidade para investir.

Os títulos públicos apresentam riscos de mercado e de liquidez, sendo que, no primeiro caso, o risco é representado pela probabilidade de ocorrência de fatores adversos que venham a influir, de forma negativa, nos preços dos títulos adquiridos, tais como fatores externos e políticos; quanto ao risco de liquidez, os fatores são determinados em função do volume de oferta de títulos ao mercado e da demanda de recursos direcionados à aquisição dos mesmos.

Dentre os investidores interessados em obter remuneração para o seu capital, existem aqueles que decidem alocar os recursos disponíveis em aplicações de longo prazo, como é o caso dos fundos de previdência e, de outro lado, investidores que preferem alocar seus recursos em aplicações de curto prazo ou temporárias. Para os primeiros, os títulos públicos permitem minimizar as incertezas de curto prazo, enquanto que para as aplicações de curto prazo, os títulos conseguem suprir os

ROS nº 03/2005 - CN -  
 CPMM: CORREIOS  
 R\$ 900  
 3631

interesses daqueles aplicadores que optam em manter seus recursos aplicados por prazos menores.

No caso de títulos que apresentam remuneração pré-fixada, os mesmos só têm sido emitidos, e já faz algum tempo, com vencimentos de curto prazo, tendo em vista que os juros de mercado têm estado bastante elevados. Mesmo na hipótese de que os juros de mercado venham a cair, o Governo terá que manter prêmio de risco, para que haja aceitação pelos investidores, nos títulos com prazo mais alongado.

Os títulos indexados são emitidos com cláusulas de remuneração vinculadas à taxa SELIC ou a índices de preço, sendo que estes têm seus valores de mercado determinados em função das expectativas de taxas reais de juros. A taxa SELIC é apurada, mediante cálculo da taxa média ponderada e ajustada das operações de financiamento por um dia, lastreadas em títulos públicos federais e cursadas no Sistema, na forma de operações compromissadas.

Quanto aos títulos pré-fixados ou vinculados a índices de preço, os deságios nas negociações são determinados em razão da estimativa de que as taxas de juros apresentem, em algum instante até o vencimento, momentos de volatilidade, o que implica aumento do risco, reduzindo dessa forma o valor de mercado daqueles títulos.

*'... a variação percentual no valor de uma carteira (dV/V) será tão maior (em termos absolutos) quanto maior for a variação nas taxas de juros (di) e quanto maior for a duration (D) dividida pelo fator de juro de um período (1+i).'* (Mercados Derivativos e Análise de Risco - Autor: André Marins - AMS Editora - 1ª. Edição - pg. 223)

No que diz respeito à taxa de remuneração implícita de um título, o elementar axioma de que os níveis de remuneração apresentam uma relação inversa aos riscos da aplicação, justifica a existência de uma diversificação significativa de taxas nos títulos existentes no mercado, de forma a possibilitar que o investidor concilie os riscos com o retorno de seu investimento.

Como é do conhecimento de todos que militam no mercado de renda fixa, fatores dos mais diversos influenciam na formação do Preço Unitário de um título (PU), seja ele público ou privado.

RQS nº 03/2005 - CN
CPMI - CORREIOS
Fis: 0901
Doc: 3631

Entendemos que o preço unitário (**PU**) de um título público seja composto de seu valor nominal, acrescido da variação do seu indexador e da taxa de juros praticada no mercado naquele momento, que pode variar ao sabor das notícias de ordem econômica, social e política, nacional e/ou internacional e, ainda da oferta e da procura do título.

Assim, na realidade, dos fatores que compõem o **PU** de um título, o único passível de oscilação é a taxa de juros.

Utilizar esta variação da taxa de juros para formar um preço unitário médio de um título público não passa de mero palpite, tendo em vista que o dia no mercado financeiro pode iniciar "em calmaria" e no decorrer do mesmo ser atropelado por notícias que desestabilizam o mercado, fazendo que o **PU** dos títulos varie de forma desordenada.

\* O preço unitário efetivo de um título é aquele que o vendedor e o comprador acordam, no momento da negociação, e que é, inclusive, computado para a formação do preço médio do título, após o fechamento das operações do dia.

Para saber se uma operação de compra ou venda foi boa ou ruim para uma empresa, tem-se que avaliar a motivação do administrador para realizar aquela operação. Qual a conjuntura econômica que se estava lidando? Quais as rentabilidades passadas e futuras do título? Se a quantidade negociada do título faz parte de um lote fracionário, de emissão dispersa pelo mercado ou se é toda a emissão? Havia folga de caixa? Etc.

\* Alguns técnicos cometem o erro de considerar o **PU médio do título** como referência para cotejar e questionar o resultado de uma operação de compra ou venda final de títulos públicos. Esta taxa média ou estatística serve, usualmente, como parâmetro de atualização das carteiras de títulos e fundos de investimentos administrados pelas instituições financeiras.

Cabe ressaltar que a adoção de qualquer critério, comparando preço mínimo, máximo ou médio com operações realizadas na mesma data, não reflete nem lucro nem prejuízo, quando muito detecta a perda de eventuais oportunidades.

RQS nº 03/2005 - CN -
PMI - CORRIGIOS
0902
3631
Doc:

Nenhum operador de mercado financeiro, consegue ter noção exata em que patamar o **PU** da operação que está realizando se situará (mínimo, médio ou máximo). O que prevalece para ele naquele momento é a rentabilidade que o título irá oferecer, do momento da compra até o seu vencimento.

Por fim, para a determinação do preço de um ativo financeiro é necessário, ainda, observar diversos fatores, como o valor intrínseco, apurado pela curva do papel naquela data em função dos dias decorridos e de seu vencimento, além do ágio ou deságio que os agentes estão dispostos a praticar em função de fatores conjunturais, alguns subjetivos.

## 2. CRITÉRIOS DE ATUALIZAÇÃO DOS TÍTULOS PÚBLICOS

Os títulos existentes no mercado são emitidos em diversas formas, com diferentes prazos e indexadores, o que faz, cada agente, considerar, na sua precificação, as peculiaridades de cada segmento. No entanto, como o mercado de títulos públicos federais caracteriza-se por ser de reduzida liquidez, o que dificulta a formação de preços, não serve de parâmetro para os demais. Diferentemente das economias desenvolvidas, acaba por desempenhar papel secundário na construção de curvas de juros, levando os agentes a buscar outras fontes de referência.

Os parâmetros para a construção de curvas de juros passam a ser os mercados de derivativos – futuros e swaps -, que apresentam ampla liquidez. Esses fatos levaram a que os títulos públicos prefixados e cambiais fossem os cotados a partir dessas curvas, adicionando-se prêmios de risco às cotações.

Já no caso dos papéis atrelados a índices de preços (NTN-C e NTN-B), como ainda não existem os relativos mercados derivativos líquidos, seus preços são definidos pela expectativa das taxas reais e prêmios de risco.

RQS nº 03/2005 - CN -
CPMI - CORREIOS
Fis: 0903
13631
Doc:

O mesmo acontece com os títulos atrelados à taxa SELIC, em que a inexistência de mercados de arbitragem dificulta a formação de preços. O prêmio ou deságio negociado pode ser formado por variáveis individuais ou cumulativas. Note-se que, nesses casos, o prêmio de papéis que se ajustam imediatamente às flutuações de juros pode ser atribuído a risco de crédito (ligado à incerteza, possivelmente, de natureza política) ou de liquidez.

### 3. CRITÉRIOS DE AVALIAÇÃO DE CARTEIRA

As carteiras de títulos e valores mobiliários são avaliadas, sob o ponto-de-vista do gestor, em função dos objetivos futuros determinados pelo plano estratégico da empresa. Os títulos componentes da carteira, normalmente, são agrupados em três categorias:

- a) para negociação;
- b) disponíveis para venda;
- c) mantidos até o vencimento.

No grupamento de títulos para negociação, são registrados os títulos a serem negociados tão logo apareça a oportunidade. Entre os títulos registrados como disponíveis para venda, aqueles que não possuam, como objetivo precípuo, a negociação imediata, nem tenham previsão de serem carregados até o vencimento. Finalmente, na categoria *'mantidos até o vencimento'*, são inscritos os títulos cuja intenção da instituição seja mantê-los na carteira até o vencimento.

Os títulos públicos negociados no mercado e utilizados como indicadores na definição de preços de títulos públicos federais, de acordo com a natureza de sua remuneração, são os seguintes: vinculados a índices de preço (NTN-C e NTN-B, respectivamente ao IGP-M e IPCA); prefixados (LTN e NTN-F); pós-fixados (LFT) e cambiais (NTN-D e NBC-E).

Nas negociações, tendo em vista os indexadores existentes, devem ser observados, ainda, com vistas a definir os parâmetros para

RQS nº 03/2005 - CN -  
CPMI - CORREIOS

Fis:

090431

✓

avaliação: cotação do dólar spot; estimativas de IGP-M e IPCA; perfil da curva das LFTs.

Com base nesses parâmetros, são calculadas as taxas a serem utilizadas, ou seja, aquelas consideradas pela instituição como indicativas de preço justo para negociação dos títulos, resultando no valor líquido provável de realização dos títulos, consideradas as curvas individuais dos papéis, mesmo na hipótese de não ter havido negócios com determinado papel no dia.

#### 4. ANÁLISE DOS PREJUÍZOS APONTADOS



O quadro que ilustra o relatório do Tribunal de Contas do Estado -TCE , por cópia anexado , indica a ocorrência de **lucro** ou **prejuízo** das operações através da comparação dos **PU's** efetivamente praticados com **PU's** médios divulgados, os quais os técnicos do **TCE** chamam , equivocadamente, a meu juízo, de **PU** de mercado.

O **prejuízo** ou **lucro** havido com a compra de um papel somente pode ser apurado quando da venda do papel, pela simples razão de que resultado (lucro ou prejuízo) ser a diferença entre o valor de aquisição e o valor de venda. Antecipar o resultado de uma compra antes da efetiva venda do papel é mera especulação.

A comprovação de tal afirmativa pode ser visualizada no mesmo quadro, tomando como exemplo a operação do dia 27/06 (primeira operação), para a qual existe indicação, pelo **TCE**, de um **prejuízo** de R\$ 154.664,04 na data da compra dos títulos e, no dia 26/08, quando os mesmos títulos foram vendidos, um **lucro** de R\$ 304.113,43 é atribuído para a operação pelo próprio **TCE**. A realidade é que não houve, na data da compra, 27/06, nenhum prejuízo e, na data da venda dos títulos, 26/08, o lucro de R\$ 304.113,43 também não existiu. O lucro da operação foi de **R\$ 150.009,84** , o qual foi recebido pelo Banerj. A conta é bastante simples: é o resultado da diferença entre o **PU** real de venda dos títulos (1366,06257 ) e o **PU** real de compra ( 1328,56011), multiplicado pelo numero de títulos negociados (4000 ).

03/2005 - CN -  
 ABIN - CORREIOS  
 0905  
 3631  
 Doc: 3631

268

Para montar o seu quadro, o **TCE**, sem qualquer fundamento, assume que os títulos poderiam ter sido comprados, em 27/06, por valor inferior, e, neste sentido presume que haverá um prejuízo no futuro. A realidade é que no dia 26/08 tal prejuízo não acontece e, ao contrário, os títulos são vendidos por valor superior ao de compra, resultando em **lucro**. O **TCE**, ainda que diante desta realidade não exclui do seu quadro o prejuízo hipotético, computando valor de prejuízo que, mesmo em sua lógica desarrazoada, nunca existiu.

**Tal erro é repetido diversas vezes no relatório do TCE, produzindo valores que não refletem os resultados reais das operações, o que pode ser facilmente verificado, fazendo-se as contas dos resultados reais das operações de vendas em comparação às de compras.**

O quadro do **TCE**, nas notas existentes no rodapé, em diversas datas, utiliza como **PU** de mercado, valores de outras datas, bem como média de valores de outras datas, o que não pode ser considerado e é aceitável pelo mercado. O que justifica a utilização de valores de datas diferentes daquelas que as operações foram feitas? Por que tais datas foram utilizadas? Por que somente o valor médio da SELIC é utilizado pelos técnicos do **TCE**, uma vez que são divulgados preços mínimo, médio e máximo?

Na nota constante do rodapé, existe o reconhecimento do **TCE** quanto a existência de valores mínimos, médios e máximos dos títulos e que tais valores são divulgados pelo Banco Central, mas, para efeito de comparação com os valores efetivamente praticados e, conseqüentemente, para apontar prejuízos e lucros, somente o preço médio foi utilizado.

Os valores de **PU's**, utilizados no quadro para o dias 06/09 e 17/12, merecem destaque especial, pela absoluta desconexão com os preços rotineiramente observados pelo mercado:

**06/09/2002....."soma da taxa média dos dias 28/08 e 10/09 dividido por dois"**

**17/12/2002....."soma da taxa média dos dias 28/11 e 17/12 dividido por dois"**

RQS nº 03/2005	CPMI - 999/999
FJs:	3 6 3 1
Doc:	

*\* O modelo adotado pelo TCE não encontra amparo em critério técnico, ao revés, está na contramão das variáveis adotadas pelo mercado ao longo do tempo.*

Para eliminar em definitivo, os critérios eleitos no quadro do TCE, basta verificar a gritante realidade apontada no quadro em anexo, de resultado de operações de venda, realizadas no período junho/dezembro de 2002, onde fica positivado que, em 10 (dez) operações de venda, 7 (sete) deixaram lucro. Apenas, 3 (três), resultaram em prejuízo de pequena monta

Por outro lado, os títulos adquiridos, nas restantes operações, permaneceram em Carteira do Fundo, custodiada pelo Banco Central.

Assim, a provisão contábil, recomendada pelo TCE, a ser feita em 31/12/2002 ( fls. 92/93, do Relatório do TCE), para cobrir a desvalorização dos títulos que permaneceram em estoque, não passa de mera consideração subjetiva, inócua, sem conteúdo prático.

Com efeito, os títulos em apreço, somente, quando alienados, poderão ser contabilizados para caracterizar lucro ou prejuízo, sendo certo que, a par da segurança, eis que garantidos pelo Tesouro, devem estar proporcionando recolhimento periódico de juros, talvez, como a melhor via de capitalização de qualquer Fundo, no âmbito da Previdência.

RQS nº 03/2005 - ON
CPMI - CORREIOS
Fls:
3631
Doc:



**GOVERNO DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO**  
**SECRETARIA DE ESTADO DE SEGURANÇA PÚBLICA**  
**DELEGACIA DE REPRESSÃO ÀS AÇÕES CRIMINOSAS ORGANIZADAS**  
**E INQUÉRITOS ESPÉCIAIS – DRACO/IE**

INQ. 029/03

Examinei a volumosa documentação juntada aos autos pela defesa dos indiciados e ouvi José Tupy Caldas de Moura, autor do parecer de fls. 260 e segs., através do qual demonstrou que nenhuma operação foi praticada de forma contrária às regras praticadas no mercado. Nada obstante seu invejável curriculum, suas alegações não lograram modificar meu convencimento inicial.

Assim, devolva-se o feito ao Dr. Homero das Neves Freitas Filho, ilustre Titular da 23ª PIP, com as honras e homenagens de estilo.

Em, 21 de novembro de 2005

*Milton Roberto Olivier de Azevedo*  
*Delegado de Polícia – Mat. 047978-2*

MROA/MROA

RQS nº 03/2005 - CN -
CPMI 0908103
Fls:
Doc 3631



Rio de Janeiro, 26 de dezembro de 2005.

27/12/05  
ANDIMA  
Associação Nacional das  
Instituições do Mercado Financeiro

À

ANDIMA – Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto  
Att.: Sr. Paulo Eduardo de Souza Sampaio – Superintendente

Prezado Senhor,

Conforme nosso entendimento telefônico, estamos solicitando a essa superintendência nos seja encaminhada declaração quanto a utilização das informações divulgadas eletronicamente pela ANDIMA.

Como é de seu conhecimento, a ANDIMA diz em seu próprio site “<http://www.andima.com.br/merc.sec/faq-merc-sec.asp>”, sob o título: MERCADO SECUNDÁRIO – PERGUNTAS E RESPOSTAS<

***“Não é condição necessária que a Taxa Indicativa esteja dentro do spread das Taxas Máxima e Mínima, uma vez que, um operador pode entender que o preço justo desse determinado papel não se encontra nesse intervalo”***

e, mais adiante, no mesmo site “<http://www.andima.com.br/responsabilidades.asp>”, sob o título: DECLARAÇÃO DE EXONERAÇÃO DE RESPONSABILIDADES,

***“Alertamos os usuários, entretanto, que todas as informações divulgadas no site ANDIMA, seja de que natureza forem, possuem caráter e objetivos estritamente referenciais e indicativos, não devendo jamais ser considerados ou utilizados como números, estatísticas, opiniões ou dados oficiais, recomendações de investimento ou como fundamento para a realização de transações comerciais, financeiras ou quaisquer outras disponíveis no mercado”***

Baseados nesses dois itens acima em negrito itálico, rogamos a essa entidade o simples favor de nos remeter carta confirmando que esses dois parágrafos fazem parte, na íntegra, de sua publicação.

Certos de sua atenção, despedimo-nos,

Atenciosamente

SERGIO DE MOURA SOEIRO

Diretor

A DIRETORIA

JORGE LUIZ G. CRISPIM

Avenida Brigadeiro Faria Lima 1811 – 419 – Jardim Paulistano – São Paulo – SP  
Cep: 01452-001 – Tel/Fax: (11) 3031.3736 – Email: [euro-sdtvm@fg.com.br](mailto:euro-sdtvm@fg.com.br)

RQ 03/2005 - CN -  
CPMI CORREIOS  
Fls: 0909  
Do 3631

ASJUR Nº 0001/2006

Rio de Janeiro, 3 de janeiro de 2006

Ilmo. Sr.  
Jorge Luiz Gomes Chrispim  
Diretor  
EURO DTVM S/A

Ref.: carta EURO datada de 26/12/2005

Prezado Senhor:

Acusamos o recebimento da correspondência em referência, em que V.Sa., referindo-se a informações técnicas divulgadas por esta Associação, solicitam confirmação a respeito da efetiva existência e autenticidade de dois trechos constantes do *site* ANDIMA, relacionados, respectivamente, ao trabalho de precificação de ativos financeiros e à política de prevenção de responsabilidades pela utilização de dados e informações por nós disponibilizados eletronicamente.

Em sua carta, V.Sas. informam ter retirado o primeiro trecho - o qual tomamos a liberdade de retranscrever abaixo - da seção "MERCADO SECUNDÁRIO - PERGUNTAS E RESPOSTAS" do *site* ANDIMA, como se segue:

**"Não é condição necessária que a Taxa Indicativa esteja dentro do *spread* das Taxas Máxima e Mínima, uma vez que um operador pode entender que o preço justo desse determinado papel não se encontra nesse intervalo".**

De fato, a ANDIMA divulga, para um conjunto expressivo de vencimentos dos títulos públicos federais em mercado, taxas de referência calculadas a partir de amostra representativa de mercado. A metodologia utilizada contempla as peculiaridades de um mercado com restrita liquidez para a maior parte do segmento, assimetria de informações decorrentes do baixo índice de negócios efetivamente realizados, com momentos de volatilidade, que podem gerar episódios desse tipo.

Ademais, cabe destacar a natureza e metodologia das informações divulgadas. Para tanto, transcrevemos, mais uma vez, trecho do documento Precificação de Ativos Financeiros - Manual de Referência:

"As taxas requisitadas para os títulos mencionados acima são de duas naturezas:

■ **Rio de Janeiro**

SEDE: Av. República do Chile, 230 - 13º andar - Centro - CEP 20031-170 - Fone: (21) 3814-3800 - Fax: (21) 2220-7497  
CENTRO DE TREINAMENTO: Rua Uruguaiiana, 10 - 24º andar - Centro - CEP 20050-090 - Fone: (21) 2509-6545 - Fax: (21) 2507-3979

■ **São Paulo**

Rua Líbero Badaró, 377 - 4º andar - Centro - CEP 01074-900 - Fone: (11) 3115-1313 - Fax: (11) 3106-6004

www.andima.com.br e-mail: andima@andima.com.br



a) Máxima e Mínima: *spreads* praticados e ou observados ao longo do dia;

b) Indicativas: Taxas avaliadas pela instituição como referência de preço justo de negócio para cada vencimento, de acordo com suas curvas individuais, independentemente de ter havido negócio ou, mesmo, que o título tenha sido cotado no mercado secundário no decorrer do dia.

Estas últimas devem ser calculadas após o fechamento do mercado, o que, em geral, ocorre às 16h30min, quando já teriam sido encerrados os negócios na BM&F....”

No tocante ao segundo trecho mencionado na correspondência em epígrafe, igualmente reproduzido a seguir, V.Sa. afirmam tê-lo retirado da seção “DECLARAÇÃO DE EXONERAÇÃO DE RESPONSABILIDADES” do mesmo *site* ANDIMA, conforme abaixo:

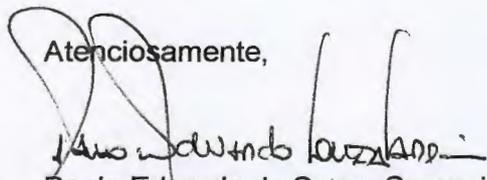
**“Alertamos os usuários, entretanto, que todas as informações divulgadas no *site* ANDIMA, seja de que natureza forem, possuem caráter e objetivos estritamente referenciais e indicativos, não devendo jamais ser considerados ou utilizados como números, estatísticas, opiniões ou dados oficiais, recomendações de investimento ou como fundamento para a realização de transações comerciais, financeiras ou quaisquer outras disponíveis no mercado.”**

Há que se dizer, em relação a este ponto, que a declaração acima encontra-se inserida em termo genérico de exoneração de responsabilidade da ANDIMA e que, a exemplo do que habitualmente se lê na maioria dos *sites* de informação disponíveis no mercado, tem o objetivo de advertir os usuários para o fato de que os dados disponibilizados, por estarem submetidos a certo grau de vulnerabilidade em razão de sua circulação eletrônica, não devem pautar as decisões de investimento daqueles que os consultam.

Assim sendo, esperando haver atendido satisfatoriamente a sua solicitação, informamos que os trechos acima transcritos, ambos constantes de seções diversas do *site* ANDIMA, realmente correspondem, pelas razões e critérios acima expostos, à política de divulgação de informações desta Associação, fazendo parte, na íntegra, de suas publicações.

Colocamo-nos ao dispor para outros esclarecimentos que se fizerem necessários.

Atenciosamente,

  
Paulo Eduardo de Souza Sampaio  
Superintendente Geral

■ **Rio de Janeiro**

SEDE: Av. República do Chile, 230 - 13º andar - Centro - CEP 20031-170 - Fone: (21) 3814-3800 - Fax: (21) 2220-7537  
CENTRO DE TREINAMENTO: Rua Uruguaiana, 10 - 24º andar - Centro - CEP 20050-090 - Fone: (21) 2509-6545 - Fax: (21) 2507-3973

■ **São Paulo**

Rua Líbero Badaró, 377 - 4º andar - Centro - CEP 01074-900 - Fone: (11) 3115-1313 - Fax: (11) 3106-6004

