

PARA: SGE MEMO/CVM/SIN/Nº 58 / 08

DE: SIN DATA: 28 / 04 / 2008

Assunto: Recurso contra decisão da SIN

Senhor Superintendente Geral,

1 Consulta do Banco Opportunity S/A

Em 10.10.07, o Banco Opportunity S/A, na qualidade de administrador do fundo *Opportunity Lógica II Fundo de Investimento em Ações*, CNPJ 00.185.259/0001-54, veio apresentar consulta a esta Comissão com considerações quanto à exigência, manifestada pela SIN em 20.09.07, pela vedação de contratação de mais de um gestor por fundo de investimento regulado pela Instrução CVM nº 409/04.

A consulta decorreu da impossibilidade, detectada pelo administrador em 20.09.07, de lançamento da informação de dois gestores do fundo quando de sua adaptação à Instrução CVM nº 450/07, a *Opportunity Gestora de Recursos Ltda* e a *Opportunity Lógica Gestão de Recursos Ltda*, no sistema da CVM disponível na rede mundial de computadores – CVMWeb, sistema esse que, de fato, atualmente permite que seja lançado apenas um prestador de serviços de gestão para um mesmo fundo de investimento ali registrado.

Nessa consulta inicial, veio ponderar que a gestão compartilhada no fundo em questão tratou de uma iniciativa corroborada por assembléia geral datada de 30.06.05. Ainda, apresentou suas justificativas para que tenha levado essa sugestão, naquela oportunidade, à assembléia:

13. A razão econômica dessa decisão foi o entendimento de que seria benéfico para o Fundo deter dois prestadores de serviços especializados e focados em análise, acompanhamento e efetiva gestão de carteiras distintas do Fundo, uma relativa ao mercado à vista e outra ao mercado de derivativos de renda variável.

...

17. A especialização é característica da evolução e complexidade dos mercados, e, nesse sentido, coerente e sensata é a opção do Fundo pela co-gestão, pela qual cada uma das Gestoras se torna responsável pela apreciação, seleção e aquisição ou venda de ativos em operações com mercados distintos, em conformidade com sua própria expertise.

18. Desse modo, a gestão do Fundo será sempre realizada com maior qualidade, produtividade e, até mesmo, eficácia na busca pela rentabilidade do Fundo e satisfação dos cotistas, já que as Gestoras são, cada qual, dotadas de know how e expertise em suas próprias e distintas carteiras.

Ainda, argumentou que a Deliberação CVM nº 244/98 seria um exemplo exposto da admissão, pela CVM, da gestão compartilhada, em razão de seu entendimento de que, ali, as seguradoras exercem a gestão de fundos de investimento em conjunto com administradores de carteiras credenciados na CVM.

Também nessa linha o *1º Chamado para Capitalização de Fundos Locais de Capital Semente*, divulgado pela FINEP (Financiadora de Estudos e Projetos do Ministério de Ciência e Tecnologia), no âmbito do *Programa FINEP Inovar Semente*, ao ver do consulente, representaria uma hipótese de previsão expressa da co-gestão, ao admitir, naquele fundo especial regulado pela Instrução CVM nº 406/04, que gestores sem experiência comprovada pudessem se associar a um *Gestor Master* que também se responsabilizaria pela condução de sua política de investimento.

Considerou, por seu lado, que o Colegiado da CVM, nos autos do PAS nº 27/2003, já teria também admitido a existência de fundos sob gestão comum, dado o comentário, exposto pelo Dir. Rel. Diretor Wladimir Castelo Branco naquele processo, de que "...as partes optaram por realizar o que é conhecido no mercado como gestão compartilhada".

Interpõe, ainda, a alegação de que o artigo 7º, § 7º, da Instrução CVM nº 306/99 já permite situação análoga à da gestão compartilhada em um mesmo fundo de investimento, ao dispor que:

"A CVM pode examinar a indicação de mais de um diretor responsável, caso a pessoa jurídica administre carteiras de valores mobiliários de natureza diversa, e desde que sua estrutura administrativa contemple a existência de uma rígida divisão de atividades entre as mesmas, que devem ser exercidas de forma independente e exclusiva, em especial no que concerne à tomada de decisões de investimento."

Por fim, considerou que, sob pena de ferir o princípio da legalidade ampla previsto no artigo 5º, II, da CRFB/88, não caberia à CVM proibir determinada prática que não encontraria vedação legal expressa.

Nesse sentido, salientou que a CVM, como órgão regulador, para exigir que um fundo de investimento tenha somente um gestor, deveria expressamente vedar a existência de mais de um gestor como prestador de serviço de fundos, sob pena de estar agindo de forma arbitrária e ultrapassando as funções que lhe competem.

2 Manifestação da SIN à Época

Em resposta à consulta, esta Superintendência, através do Ofício CVM/SIN/GII-2 nº 2.453, de 28.12.07, manifestou seu entendimento pela impossibilidade da co-gestão em um fundo de investimento, razão pela qual manteve seu entendimento de que o sistema CVMWeb não deveria permitir o lançamento de informação com essas características.

Assim, manifestou-se no sentido de que *"A administração (ou gestão) de carteira de fundo de investimento ... restringe-se à contratação de uma única pessoa física ou jurídica com vista à claramente definir a responsabilidade por cada investimento e desinvestimento do fundo, pelas ordens emitidas e principalmente pelo eventual desenquadramento da carteira em relação ao regulamento e à regulamentação"*.

Ainda, observou a SIN, naquela oportunidade, que *"a possibilidade de registro via CVMWeb de mais de um gestor se deveu única e exclusivamente a erro quando do desenvolvimento do sistema"*, e que *"a presente determinação não implica ... a violação a nenhuma garantia individual, posto que a vedação imposta se aplica a instrumento de investimento regulado por esta Comissão"*.

Quanto à Deliberação CVM nº 244/98, consignou que *"a mesma ... não faz menção à gestão compartilhada, ... mas sim dispensa as seguradoras e as entidades abertas de previdência privada do registro como administradora de carteiras"*.

Por fim, refutou também que o *"1º Chamado para Capitalização de Fundos Locais de Capital Semente"* divulgado pela FINEP; os termos do PAS 27/2003; ou ainda, o contido no artigo 7º, § 7º, da Instrução CVM nº 306/99, configurassem aceitação, pela CVM, da adoção da gestão compartilhada.

3 Recurso

Assim, em razão do exposto, veio o Banco Opportunity S/A apresentar, em 01.02.08, outra missiva com novos argumentos e os mesmos fundamentos, com requerimento para reconsideração do entendimento manifestado por esta área técnica, e, em caso negativo, a submissão da questão ao Colegiado a título de recurso, para sua apreciação.

Naquela oportunidade, a administradora solicitou, ainda, a concessão de efeito suspensivo ao recurso apresentado, o que foi deferido pela SIN através do Ofício CVM/SIN/GII-2/nº 1.066, de 19 de março de 2008.

Como novidade aos autos, a instituição veio considerar que a responsabilização por atos e práticas irregulares não ficaria prejudicada no caso da gestão, em razão do compromisso, que é assumido contratualmente entre os gestores, de responsabilidade solidária perante as atividades de gestão do fundo.

No mais, reitera todas as colocações contidas na primeira correspondência recebida pela CVM em 10.10.07.

Em nova correspondência recebida por esta Autarquia em 02.04.08, a administradora vem acrescentar outras ponderações, com a preocupação de tentar demonstrar a aderência de um fundo de investimento com múltiplos gestores às normas impostas pela Instrução CVM nº 409/04.

Assim, nesse arrazoado procura demonstrar que a contratação de mais de um gestor não fere a exigência posta pelo artigo 56, § 2º, da Instrução CVM nº 409/04, já que ambos os gestores contratados são devidamente credenciados nesta Autarquia como administradores de carteiras de valores mobiliários, nos termos da Instrução CVM nº 306/99.

Alega ainda que essa configuração não inviabiliza o atendimento à cautela tratada pelo artigo 13 da Instrução CVM nº 409/04, já que ambas responderiam solidariamente, e sem prejuízo da responsabilidade solidária do próprio administrador (artigo 57, § 2º, c/c artigo 56, § 1º, I, daquela Instrução), pela inobservância da política de investimento ou dos limites de concentração previstos no regulamento e na referida Instrução.

Nesse aspecto, considera também que tem como respeitar regularmente as exigências operacionais impostas pelo 59, Parágrafo único, I, da Instrução CVM nº 409/04, posto que as ordens em nome do fundo ao custodiante são emitidas diretamente por cada gestora, dentro de seus respectivos nichos de atuação, de forma a contar, inclusive, com indicação expressa dos representantes de cada gestora aptos à emissão de ordens de compra e venda.

No que se refere ao artigo 65, Parágrafo único, da referida Instrução, a instituição argumenta que o serviço de atendimento ao cotista ali referido é prestado pela própria administradora, e fica subordinado ao diretor responsável da instituição, Sr. Dorio Ferman, razão pela qual a existência de mais de um gestor em nada afetaria o relacionamento do fundo com os seus cotistas.

Com relação às exigências do artigo 88 da Instrução CVM nº 409/04, o Banco Opportunity S/A consigna que, em caso de desenquadramento do fundo, ambos os gestores são notificados pelo administrador para que, em conjunto, adotem as providências necessárias para o seu reenquadramento aos limites previstos nas normas aplicáveis e no regulamento.

Ainda, assinala que os limites aplicáveis são acompanhados pelas gestoras e pelo próprio administrador, em *Reuniões de Mercado* celebradas com periodicidade diária, e realizadas antes da abertura dos mercados em que o fundo atua.

Afirma, por seu lado, que aplicações ou resgates relevantes (que por essa razão, exijam significativa aquisição ou liquidação de ativos), são atendidos com o aumento ou redução proporcional, conforme o caso, de todos os ativos e derivativos componentes da carteira do fundo.

Em outro ponto, o administrador alega que o atendimento à exigência tratada pelo artigo 90, I, da Instrução CVM nº 409/04 não ficaria prejudicado no caso de fundo com gestão compartilhada, uma vez que a Assembléia Geral então convocada poderia regularmente deliberar pela substituição de qualquer um dos gestores (inclusive de ambos), ou até do próprio administrador.

Por fim, o administrador refuta a sugestão do Ofício CVM/SIN/GII-2 nº 2.453, de 28 de dezembro de 2007 – para constituição pelo administrador de diversos fundos de investimento geridos cada qual por uma gestora, e que seriam objeto de aplicação por fundos de cotas – com o argumento de que essa estrutura não abarcaria a complementariedade e sinergia que apenas se veria presente na gestão compartilhada.

4. Manifestação da Área Técnica

Com relação aos pontos levantados pela ora recorrente, passará esta área técnica a discorrer individualmente sobre aqueles que considera mais controversos e relevantes, na forma a seguir.

4.1 O Princípio da Legalidade Ampla Previsto no Artigo 5º, II, da CRFB/88

Neste ponto, a avaliação da procedência do que alega o administrador se centra na verificação da existência, ou não, de vedação na Instrução CVM nº 409/04 quanto à contratação de mais de um gestor por um fundo de investimento.

É de se reconhecer que o tema é, realmente, controverso, pois de fato não há, no entender desta área técnica, uma vedação taxativa na referida Instrução que determine a contratação de apenas um gestor por cada fundo de investimento registrado na CVM.

Assim, permanece a dúvida para esta Superintendência se as menções ao administrador, ao gestor e ao custodiante, constantes na norma, indicam ou não a persecução de um princípio de unicidade na prestação daqueles serviços.

Não que se limite essa verificação a uma mera questão gramatical de aplicação dos termos *administrador*, *gestor* e *custodiante* apenas no singular, pois uma interpretação literal da norma não seria mesmo suficiente para dirimir essa controvérsia.

Nesse aspecto, relembremos a manifestação do SIN à época da primeira consulta, onde foi ressaltado que: *"A admissão da possibilidade de um fundo contar com mais de um gestor pela falta de vedação expressa possibilitaria, por analogia, que um fundo contasse com mais de um administrador ou mais de um custodiante, o que, segundo nosso entendimento, criaria problemas não só na área de governança do fundo como também para a supervisão e fiscalização, especialmente no caso de descumprimento de obrigações do fundo."*

A esse respeito, é verdade que a atividade do custodiante, que não deixa de realizar certa fiscalização sobre as operações do fundo, poderia de fato ser dificultada com sua segregação entre diversos prestadores de serviços.

Nesse sentido, sob uma interpretação histórica da Instrução CVM nº 409/04, convém lembrar como inicialmente foi disposta, em seu artigo 2º, § 5º, a contratação de um custodiante para ativos no exterior:

Art. 2º. O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros, observadas as disposições desta Instrução.

...

§ 5º Os ativos financeiros referidos no § 1º incluem os ativos financeiros da mesma natureza negociados no exterior, nos casos e nos limites admitidos nesta Instrução, desde que a possibilidade de sua aquisição esteja expressamente prevista em regulamento, e:

...

II – cuja existência tenha sido assegurada por entidade custodiante contratada pelo administrador do fundo, que seja devidamente autorizada para o exercício desta atividade em seu país de origem e supervisionada por autoridade local reconhecida.

Assim, aquela norma previu, de fato, a possibilidade de que um fundo viesse a contratar outros custodiantes para os ativos que detivesse em jurisdições estrangeiras, o que implicaria a convivência de diversos custodiantes em um mesmo fundo.

Entretanto, a verdade é que referido dispositivo foi objeto de alterações recentes pela Instrução CVM nº 465/08, de forma que aquela matéria passou a ficar enunciada da seguinte forma:

Art. 2º. O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros, observadas as disposições desta Instrução.

...

§ 5º Os ativos financeiros referidos no § 1º incluem os ativos financeiros da mesma natureza econômica negociados no exterior, nos casos e nos limites admitidos nesta Instrução, desde que a possibilidade de sua aquisição esteja expressamente prevista em regulamento e:

...

II – cuja existência tenha sido assegurada pelo custodiante do fundo, que deverá contratar, especificamente para esta finalidade, terceiros devidamente autorizados para o exercício da atividade de custódia em países signatários do Tratado de Assunção ou em outras jurisdições, desde que, neste último caso, supervisionados por autoridade local reconhecida.

Ou seja, houve marcante modificação na forma de contratação do custodiante dos ativos de outras jurisdições, justamente de forma a suprimir a possibilidade de que fosse efetuada diretamente pelo administrador, e admiti-la apenas quando sub-contratada pelo próprio custodiante do fundo, o que parece ter ressaltado a preocupação do regulador em viabilizar a concentração na prestação desse serviço.

É fato também que seria igualmente complexo e dificultoso operar um fundo de investimento com dois administradores, dada a dificuldade de segregar as atividades que poderiam ser delegadas a cada qual com um ganho de eficiência ao fundo que justificasse essa estrutura.

Entretanto, no entender da SIN, a dificuldade na coexistência de diversos administradores e custodiantes em um mesmo fundo de investimento parece advir da própria condição e natureza dessas atividades, razão pela qual o próprio mercado a entenderia como inviável ou contraproducente, e assim, não viria de uma vedação imposta pela norma.

Por essa razão, entende-se que não caberia estender, por analogia à realidade dos administradores e custodiantes, essa unicidade como uma imposição à gestão, até mesmo porque essa atividade possui uma natureza distinta daquelas, onde a permanência de mais de um prestador de serviços nos parece viável, desde que observados alguns requisitos que o próprio recorrente, ao que tudo indica, observa neste caso.

4.2 A Questão da Responsabilidade Solidária

Reconhece esta Superintendência que a constituição da responsabilidade solidária contratual entre os gestores do fundo parece solucionar, de fato, a questão relacionada à responsabilização por atos ou práticas de gestão irregulares.

É o que dispõe a Cláusula 9.1 do referido contrato, a seguir exposta:

*9.1 – Relativamente aos atos de gestão da carteira do Fundo, o contratante, a *opp* lógica gestão e a *opp* gestora são solidariamente responsáveis por eventuais prejuízos causados aos cotistas em virtude de condutas contrárias à lei, ao Regulamento e aos atos normativos expedidos pela CVM.*

Assim, a apuração de uma irregularidade na gestão do fundo, que poderia se mostrar difícil no caso de um fundo com co-gestão, neste caso, pela imposição prática de um contrato que confere amplas responsabilidades aos dois prestadores de serviços, parece ser, de fato, praticável.

Vale ainda ressaltar que, no presente caso, as Gestoras atuam de forma especializada em mercados específicos, a vista ou de derivativos, com autonomia para determinar a alocação dos ativos do Fundo. O Administrador, por sua vez, tem a função de coordenar e parametrizar a atuação das Gestoras à luz das movimentações diárias do patrimônio do Fundo. Na hipótese de qualquer divergência entre as Gestoras, o Administrador tem também a atribuição de imediatamente interferir na gestão e tomar decisões, sempre garantindo o melhor interesse para o Fundo e seus cotistas.

4.3 A Experiência Internacional

Entendemos que, com a crescente integração entre os mercados, a prática da dupla gestão se tornará uma importante ferramenta para a viabilização de políticas de investimento que contenham previsão de aplicação em ativos negociados no exterior, tendo em vista a necessidade de se contratar um gestor com experiência em mercados estrangeiros.

Adicionalmente, a ampliação do mercado de capitais traz demandas e necessidades de conhecimento que, muitas vezes, são difíceis de se encontrar em um só gestor. Desta maneira, não é incomum a contratação de mais de um prestador de serviços de gestão em fundos constituídos no exterior.

Como exemplo, citamos a referência, feita pelo próprio recorrente, do fundo *off-shore* Gávea Fund Ltd, que possuiria três gestores atuando conjuntamente, a Gávea Investimentos Ltda e as empresas domiciliadas no exterior denominadas Fraga III, LP e Fraga IV, LP.

4.4 O Processo Administrativo Sancionador nº 27/2003

É importante relembrar importantes aspectos daquela decisão do Colegiado, onde a Dreyfus Brascan DTVM S.A, entre outros, foi condenada à pena de multa de R\$ 50.000,00, por falta de diligência na administração e gestão do fundo *Dreyfus Brascan Indian Wells FIA*, em negócios realizados através da PORTUS Security CM Ltda.

Relembramos, nesse aspecto, o que citou o Dir. Rel. Wladimir Castelo Branco, em seu Voto vencedor de 15 de junho de 2005, com relação à condenação daqueles participantes do mercado:

29. Em defesa conjunta – acostada às fl. 2.757/2.785 - os indiciados informaram que, à época dos fatos, eram responsáveis por todos os serviços

de escrituração de cotas, controle de passivo, back office, controle e processamento de títulos e valores mobiliários, escrituração e resgate de cotas, sem, contudo, realizar a gestão da carteira de investimento do Dreyfus Brascan Indian Wells FIA, atividade exercida pela PRECE, cotista exclusiva desse fundo.

30. Argumentam, outrossim, terem optado por realizar uma gestão compartilhada do Dreyfus Brascan Indian Wells FIA, cabendo à PRECE selecionar e alocar os ativos da carteira desse fundo, e à Dreyfus Brascan DTVM a ratificação de tais procedimentos com as corretoras e a autorização das ordens com o custodiante.

31. Nesse ponto, noto que, de acordo com o Regulamento do Dreyfus Brascan Indian Wells FIA, datado de 04.07.01, esse fundo, cuja administração cabia, à época dos fatos, à Dreyfus Brascan DTVM S.A., fora criado para "receber, exclusivamente, recursos da carteira do fundo Dreyfus Brascan PRECE II Fundo de Investimentos em Cotas de FIA, cuja destinação é exclusiva à PRECE – Previdência Complementar" (fl. 523).

32. Outrossim, verifico que o Contrato de Prestação de Serviços celebrado entre a PRECE e a Dreyfus Brascan DTVM, datado de 17.07.01, tinha como objeto a prestação, por tal distribuidora, "de serviços especializados de controladoria de carteira de títulos e valores mobiliários, excetuada a gestão dos respectivos ativos" (fl. 2.875/2.882).

33. Não obstante tal cláusula contratual, em Assembléia Geral de Quotistas do fundo Dreyfus Brascan Indian Wells, realizada em 17.01.02, deliberou-se pela "substituição do atual Gestor da Carteira do Fundo, Mellon Brascan DTVM S.A. (denominação atual da Dreyfus Brascan DTVM S.A.)... pela BNL DTVM S.A.", de onde se conclui que **a Dreyfus Brascan DTVM, além de administradora do referido fundo, era também gestora de sua carteira**, definida, naquele contrato, como o resultado da consolidação de todas as aplicações financeiras da PRECE (fl. 2.153).

No que tange a estas considerações, ao parecer desta Superintendência se admitiu a existência de uma gestão compartilhada naquele fundo, dado que se reconhecia que a gestão de seus ativos era de fato exercida pela PRECE Previdência Complementar, mas também, conforme citado no item 33 do referido Voto, pela própria Dreyfus Brascan DTVM.

Nesse sentido, convém relembrar o Voto da Dir. Norma Jonssen Parente, que, ao tecer seus comentários a respeito da competência da CVM sobre os atos praticados pela PRECE, partiu do pressuposto de que a gestão era, efetivamente, exercida também pela indigitada Entidade Fechada de Previdência Complementar:

*Senhor presidente, eu também acompanho o voto do diretor-relator, mas, gostaria de acrescentar que entendo que **não compete à CVM fazer a avaliação da PRECE e dos seus administradores na condição de gestores do Fundo**, sugerindo, dessa forma, se a isso não se opuser o diretor-relator, que se encaminhe à SPC o resultado do julgamento, para que aquela Secretaria possa verificar se houve de fato negligência na administração do fundo e tomar as medidas que julgar cabíveis.*

Aliás, a corroborar a possibilidade de dois gestores agindo naquele fundo, trazemos também as considerações do Voto do Dir. Rel. Marcelo Trindade naquele processo, onde se firmou o entendimento de que a gestão realizada pela cotista exclusiva PRECE deveria ser considerada lícita, ou, ao menos, não deveria ser penalizada:

Poder-se-ia argumentar, em prol da licitude da conduta da PRECE, ou, pelo menos, em prol de não se apenas essa conduta, que, desde a sua Deliberação nº 475/2004, a CVM dispensou explicitamente, além das seguradoras e entidades de previdência aberta, também as entidades de previdência fechada do cumprimento da Instrução CVM nº 306, o que lhes permite que sejam, hoje, gestoras dos seus fundos exclusivos.

5. Conclusão

Ao ver desta Superintendência, o ponto central da controvérsia residiria na possibilidade de que uma gestão compartilhada viesse a prejudicar, sob algum aspecto, a regular condução de um fundo de investimento.

Entretanto, entende-se que a co-gestão não traria quaisquer prejuízos aos investidores, desde que essa estrutura represente a vontade dos investidores do fundo manifestada em assembléia geral de cotistas convocada para esse fim, o que o administrador comprova ter ocorrido neste caso.

Assim, não se vislumbrariam problemas para a adoção da co-gestão, desde que adotadas certas cautelas, como a assunção de responsabilidade solidária sobre todos os atos de gestão por parte dos gestores contratados, e o estabelecimento formal de uma política de administração de conflitos que possa dirimir os problemas inerentes à gestão compartilhada, como a seleção dos ativos a liquidar frente a pedidos de resgate e a adquirir em casos de aplicações por parte de investidores, e a consolidação da exposição do fundo aos fatores de risco expostos em regulamento e exigidos pelas normas aplicáveis.

Não obstante as razões expostas, não há conforto deste titular da SIN de reformar a decisão anterior sem que o Colegiado apresente as diretrizes a serem adotadas quanto à co-gestão de carteiras de fundos de investimento.

Em conseqüência, encaminha-se o presente recurso, com proposta de submissão ao Colegiado para apreciação da regularidade da co-gestão em fundos de investimentos, e sobre o cabimento, caso permitida essa prática, de se exigir o atendimento aos seguintes requisitos:

1. Contrato celebrado nos termos do artigo 56, § 1º, I, da Instrução CVM nº 409/04, que (1) assegure a responsabilidade solidária dos gestores pelos atos de gestão, (2) restrinja a autorização para ordens de compra e venda ao custodiante do fundo à área específica de atuação de cada gestor, em atenção ao artigo 59, Parágrafo único, I, da Instrução CVM nº 409/04; e (3) autorize o administrador a intervir em caso de eventuais conflitos nas decisões de investimento⁽¹⁾, esclarecendo suas responsabilidades;
2. Alerta aos investidores, através do regulamento e do prospecto, de que a gestão será exercida por mais de um prestador de serviços, de maneira a informar, com destaque, a atribuição específica de cada um;
3. Informação, no prospecto, sobre (a) os benefícios e riscos decorrentes da estrutura de gestão compartilhada; (b) a condição de atuação conjunta dos gestores na condução da política de investimento do fundo, inclusive no que se refere à responsabilidade solidária prevista no artigo 57, § 2º, da Instrução CVM nº 409/04; e (c) o papel do administrador como árbitro para a solução de decisões de investimentos conflitantes.

Atenciosamente,

Original assinado por

Carlos Alberto Rebello Sobrinho

Superintendente de Relações com Investidores Institucionais

[\(1\)](#) Como exemplos de intervenções possíveis, poderíamos citar: (1) definição do gestor obrigado a atender necessidade de venda substancial de ativos em caso de resgates vultosos impostos ao fundo, (2) definição do gestor a quem se facultaria a aplicação em ativos diante do ingresso de recursos através de novas aplicações; e (3) definição do gestor responsável pelo reenquadramento do fundo em caso de descumprimento dos limites de concentração e diversificação de carteira e concentração de risco definidos no regulamento e na legislação vigente.