

SESSÃO DE JULGAMENTO DO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM nº RJ2005/9245

Acusados: Banif Primus Banco de Investimento S.A.

BI Asset Management Ltda.

Paulo César Rodrigues Pinho da Silva

Reinaldo Zakalski da Silva

Ementa: **Desenquadramento da carteira do Fundo de Investimento Multimercado Multimarcas Brasília III (exclusivo do Instituto Geiprev de Seguridade Social), administrado pelo Banif Primus Banco de Investimento S.A. e gerido pela BI Asset Management Ltda. Absolvição.**

Decisão: Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, com base na prova dos autos e na legislação aplicável, por unanimidade de votos, decidiu **absolver** todos os acusados.

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

Proferiu defesa oral a advogada Daniella Maria Neves Reali Fragoso, representando o Banif Banco de Investimento S/A e o seu diretor, o senhor Paulo Cezar Rodrigues Pinho da Silva.

Presente à sessão de julgamento a procuradora-federal Alessandra Bom Zanetti, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Participaram do julgamento os diretores Maria Helena de Santana, Pedro Oliva Marcilio de Sousa e o presidente da CVM, Marcelo Fernandez Trindade, relator e presidente da sessão.

Rio de Janeiro, 16 de janeiro de 2007.

Marcelo Fernandez Trindade

Relator e Presidente da Sessão de Julgamento

RELATÓRIO

Senhores Membros do Colegiado,

Objeto

1. Trata-se de Termo de Acusação apresentado pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários – SMI (fls. 01/07), em 14.12.2005, para responsabilizar Banif Primus Banco de Investimento S.A. ("Banif Primus") e seu Diretor, Paulo César Rodrigues Pinho da Silva, e BI Asset Management Ltda. ("BI Asset") e seu Diretor responsável Reinaldo Zakalski da Silva, por irregularidades relacionadas à composição da carteira do Fundo de Investimento Multimercado Multimarcas Brasília III ("Fundo de Investimento" ou "Fundo"). Trata-se de um fundo exclusivo do Instituto Geiprev de Seguridade Social, administrado pelo Banif Primus e gerido pela BI Asset.

Fatos

2. Uma inspeção realizada em três empresas do Grupo Banif Primus — BI Asset, BI Capital Gestão de Recursos Ltda. e BI Agentes de Investimento — identificou que, durante os meses de junho a novembro de 2005, as aplicações financeiras do Fundo não observaram as disposições relativas à composição de carteira previstas no art. 88, *caput*, da Instrução 409/04¹ e em seu regulamento (fls. 147/156). Nesse período, a carteira do Fundo esteve concentrada em três ativos:
 - i. debêntures simples de emissão da Caiuá Serviços de Eletricidade S.A. ("Caiuá"), com vencimento em 02.12.2007 e no total de 1000 títulos, que se manteve durante todo o período analisado;
 - ii. Letras Financeiras do Tesouro ("LFT") com vencimento em 19.09.2007, no total de 2.200 unidades, que se manteve constante durante todo o período analisado; e

iii. Cotas do Banif Primus Fundo de Investimento Referenciado DI ("Fundo Banif Primus").

3. As tabelas abaixo, extraídas a partir do Termo de Acusação, resumem a participação dos ativos mencionados em relação ao patrimônio líquido do fundo:

Posição em 30 de junho de 2005			
Patrimônio Líquido em 30/06/2005		R\$ 6.150.199,01	
Patrimônio Líquido em 29/06/2005		R\$ 6.146.397,33	
Ativo	R\$	% do PL em 29/06/2005	Infração à Instrução 409/2004
Títulos Federais/Est./Munic. Vencimento: 19/09/2005	5.149.512,68	83,78	—
Cotas de fundos de investimento (Banif Primus FI Referenciado DI)	64.242,96	1,05	—
Debêntures Simples da Caiuá 01/04/2000 02/12/2007	936.652,74	15,24	art. 88, caput

Posição em 29 de julho de 2005			
Patrimônio Líquido em 29/07/2005		R\$ 6.229.289,35	
Patrimônio Líquido em 28/07/2005		R\$ 6.225.477,81	
Ativo	R\$	% do PL em 28/07/2005	Infração à Instrução 409/2004
Títulos Federais/Est./Munic. Vencimento: 19/09/2005	5.228.257,07	83,98	—
Cotas de fundos de investimento (Banif Primus FI Referenciado DI)	55.081,46	1,05	—
Debêntures Simples da Caiuá 01/04/2000 02/12/2007	941.712,10	15,13	art. 88, caput

Posição em 31 de agosto de 2005			
Patrimônio Líquido em 31/08/2005		R\$ 6.319.954,22	
Patrimônio Líquido em 30/08/2005		R\$ 6.315.997,47	
Ativo	R\$	% do PL em 30/08/2005	Infração à Instrução 409/2004
Títulos Federais/Est./Munic. Vencimento: 19/09/2005	5.314.968,64	84,15	—
Cotas de fundos de investimento (Banif Primus FI Referenciado DI)	55.957,65	0,89	—

Debêntures Simples da Caiuá 01/04/2000 02/12/2007	949.612,67	15,04	art. 88, caput
--	------------	-------	----------------

Posição em 30 de setembro de 2005			
Patrimônio Líquido em 30/09/2005		R\$ 6.397.613,99	
Patrimônio Líquido em 29/09/2005		R\$ 6.393.768,39	
Ativo	R\$	% do PL em 29/09/2005	Infração à Instrução 409/2004
Títulos Federais/Est./Munic. Vencimento: 19/09/2005	5.394.893,81	84,38	—
Operações Compromissadas Vencimento: 03/10/2005	53.138,66	0,83	—
Debêntures Simples da Caiuá 01/04/2000 02/12/2007	950.944,22	14,87	art. 88, caput

4. Examinando tais tabelas, a SMI constatou que as debêntures da Caiuá corresponderam a 15,24% e a 15,13% do patrimônio do Fundo em 30.06.2005 e 29.07.2005, tendo permanecido nesse patamar até novembro de 2005 quando atingiram, segundo a posição do final daquele mês, o percentual de 14,9% de seu patrimônio líquido. Assim, teria sido excedido o limite de concentração de 10% previsto no art. 88, *caput*, da Instrução 409/04.

Termo de Acusação

5. A SMI apresentou acusação buscando responsabilizar os indiciados — instituição administradora, gestora e respectivos Diretores — pelo desenquadramento da carteira do Fundo. A área menciona que o §2º do art. 57 da Instrução 409 prevê a responsabilidade solidária entre administrador e gestor do fundo de investimento e que o §3º desse mesmo artigo considera o administrador responsável por atos e omissões contrários à lei e ao estatuto. Por fim, refere-se ao art. 3º do regulamento do Fundo (fls. 20/28), que impõe ao gestor a obrigação de obedecer às limitações impostas em lei e no Regulamento.

Defesas

6. A defesa dos indiciados BI Asset Management Ltda. e Reinaldo Zakalski da Silva apresentaram defesa alegando que (fls. 179/183):
- i. o desenquadramento ocorreu porque o cotista exclusivo do Fundo, GEIPREV Seguridade Social, sacou parte dos investimentos mais fáceis de serem vendidos e, "*por uma questão de mercado*", o título da Caiuá não foi "*operacionalizado*" porque não era à época negociável;
 - ii. é fato público e notório, a dispensar prova, que os títulos da Caiuá chegam a ficar longos períodos sem negociação, tanto que não foram negociados em mercado desde 30.12.2005;
 - iii. para não acarretar prejuízos ao Fundo e ao único investidor, a única saída foi aguardar o momento em que os títulos fossem negociáveis, cabendo destacar "*que não há responsabilidade dos Defendentes, nem mesmo solidária, porque só o cotista do fundo poderia determinar a negociação dos títulos*";
 - iv. "*assim, não haveria outra forma que não fosse a postura tomada pelos Defendentes, diante do fato, sem que prejuízos acarretassem ao único investidor na medida em que é este quem decide ao final*". Esse investidor, ademais, nunca apresentou reclamação quanto à situação; e
 - v. "*durante o período de junho a novembro de 2005 foram feitas análises para a correção do*

desenquadramento, tanto que a própria Caiuá Serviços de Eletricidade S.A. recompôs seus títulos, regularizando a situação anterior, antes da acusação feita pela CVM".

7. A defesa dos indiciados Banif Primus e Paulo Cezar Rodrigues Pinho da Silva sustenta, em preliminar, citando doutrina e jurisprudência, que não é possível falar em responsabilidade solidária entre os ora defendentes e o gestor do Fundo, uma vez que não existe solidariedade em sede de processo administrativo disciplinar. As normas dos §§2º e 3º do art. 57 da Instrução 409/04 referem-se à responsabilidade civil, tanto que falam em "eventuais prejuízos causados aos cotistas". No mérito, os indiciados aduzem que:
- i. o desenquadramento não se deu por ação ou omissão sua e já se verificava antes de assumirem a administração do Fundo, em 20.01.2003². Quando da aceitação da administração do Fundo, o Banif Primus constatou o desenquadramento e solicitou à gestora, por meio de correspondência formal, que regularizasse a situação (cf. documento juntado pela defesa);
 - ii. a partir de então, a quantidade de títulos foi mantida e a variação de sua participação sobre o patrimônio total decorreu, exclusivamente, de variações do patrimônio do Fundo. Nesses casos, a CVM já havia deixado de aplicar penalidades, mesmo antes da Instrução 409/2004, que passou a afastar expressamente a aplicação de penalidades na hipótese de desenquadramento passivo;
 - iii. o enquadramento do Fundo era impossível, pois as debêntures da Caiuá não tinham qualquer liquidez, o que impedia sua alienação, de forma que, para regularizar a situação, seria necessário fazer novos aportes, medida que não cabia ao administrador, mas sim ao cotista exclusivo (cf. art. 1º do Regulamento do Fundo), não se podendo, por isso, falar em responsabilização dos defendentes;
 - iv. a situação foi regularizada em 1º.12.2005, quando da assembléia de debenturistas da Caiuá que deliberou o pagamento de juros e amortização do principal das debêntures (creditados no dia seguinte à deliberação), reduzindo sua participação no patrimônio do Fundo para 8,80%, em 30.12.2005;
 - v. essa regularização ocorreu antes mesmo da assinatura do Termo de Acusação, não havendo qualquer efeito educativo ou preventivo com a imposição de penalidades. Ante à ausência de gravidade da conduta, devem prevalecer os princípios da razoabilidade e da proporcionalidade, do que resulta a absolvição dos indiciados, conforme precedentes do Colegiado (Processos nº 2003/4953 e 2002/6982); e
 - vi. não houve prejuízo de qualquer espécie (nem mesmo relativo à alteração do tratamento tributário) com o desenquadramento em questão, destacando-se que se trata de fundo exclusivo e que o cotista único não apresentou qualquer reclamação, conforme precedentes do Colegiado (Processo nº 15/99) e do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (Recurso nº 2599);
 - vii. tampouco cabe falar em responsabilidade de qualquer espécie do indiciado Paulo Cezar Rodrigues Pinho da Silva que, embora seja Diretor responsável, não pode ser considerado formalmente culpado, não havendo nos autos quaisquer elementos que indiquem ter havido sua participação

É o Relatório.

Rio de Janeiro, 16 de janeiro de 2007.

Marcelo Fernandez Trindade

Presidente e Relator

VOTO

Objeto da acusação

1. Como visto, os indiciados estão sendo acusados pelo desenquadramento da carteira de um fundo de investimento multimercado exclusivo, de que era única cotista uma entidade fechada de previdência complementar (art. 88, *caput* da Instrução 409/04). A acusação refere-se ao desenquadramento ocorrido entre junho e novembro de 2005, mas ele já vinha ocorrendo antes mesmo da vigência da Instrução 409, desde o princípio de 2003. O desenquadramento consistiu em concentração superior ao limite de 10% do patrimônio do fundo por emissor, estabelecido pela Circular 2.616/95, do Banco Central do Brasil, e mantido quando a fiscalização de tais fundos passou à CVM, pela Instrução 409. Os títulos em questão eram debêntures de emissão da Caiuá Serviços de Eletricidade S.A, que no período descrito representaram em torno de 15% do

patrimônio do fundo.

2. O fato em que se funda a acusação é incontroverso, mas as defesas aduzem que os indiciados não podem ser por ele responsabilizados, pois o desenquadramento teria sido causado por resgate feito pelo cotista único do fundo, tratando-se, assim, de desenquadramento passivo. Para fazer frente a esse resgate, teriam sido alienados ativos mais líquidos componentes da carteira do fundo de investimento, tendo as debêntures permanecido em carteira por força de sua reduzidíssima liquidez em mercado secundário.
3. A defesa dos indiciados responsáveis pela administração do fundo acrescenta, ainda, que as irregularidades iniciaram-se anteriormente ao seu período como administradores, e que enviaram correspondência aos gestores chamando atenção para o fato, tão logo assumiram suas funções. Por fim, aduzem que, ao longo de sua administração, não foi possível alienar as debêntures, também pela falta de liquidez dos títulos, mas que a carteira terminou sendo reenquadrada depois do pagamento de juros e amortização do principal deliberado pela emissora das debêntures.
4. Além de aspectos de fato específicos, o caso desafia, a meu ver, algumas questões gerais relevantes, mas relativamente simples, cuja resposta é necessária para o julgamento. São elas:
 - a) o conceito de desenquadramento passivo da Instrução 409 inclui a hipótese de resgate, cujo atendimento obrigue à alienação de ativos mais líquidos, e leve ao desenquadramento da carteira do fundo, pela retenção dos ativos menos líquidos?
 - b) que conduta é demandada do administrador e do gestor, e de seus diretores responsáveis, em situações tais?
 - c) que conduta é exigida de um administrador que seja contratado após o desenquadramento ter início (como foi o caso do Banif Primus Banco de Investimento)? e,
 - d) as normas relativas à diversificação da carteira de um fundo de investimento se aplicam a fundos exclusivos?
5. Tentarei, de início, dar respostas a essas questões, para então aplicar tais respostas ao caso concreto, e analisar eventuais situações de fato específicas.

Desenquadramento passivo

6. O art. 89 da Instrução 409/04 afastou a ilicitude da conduta de administradores e gestores se ocorrer "*descumprimento dos limites de concentração e diversificação de carteira, e concentração de risco*", "*quando o descumprimento for causado por desenquadramento passivo, decorrente de fatos exógenos e alheios à sua vontade, que causem alterações imprevisíveis e significativas no patrimônio líquido do fundo ou nas condições gerais do mercado de capitais*".
7. A norma não define "*desenquadramento passivo*", mas deixa claros os requisitos para que ele possa afastar a ilicitude do descumprimento de limites de concentração. Em primeiro lugar, o desenquadramento deve **decorrer** de eventos "*exógenos*" — isto é, externos —, e "*alheios à vontade*" de administrador e gestor. Mas isto não basta: é ainda preciso, para afastar a ilicitude, que tais eventos externos e involuntários **causem** "*alterações no patrimônio líquido do fundo ou nas condições gerais do mercado de capitais*". Exige-se, por fim, que tais alterações sejam "*imprevisíveis e significativas*".³
8. O resgate por um cotista, que obrigue à venda significativa de ativos, a ponto de desenquadrar a carteira do fundo, parece ser, indiscutivelmente, um evento alheio à vontade do administrador e do gestor, na medida em que decorre da vontade do cotista. Também não parece haver dúvida quanto ao fato de que um tal resgate, que obrigue uma expressiva venda de ativos do fundo, pode causar alterações no patrimônio líquido do fundo, e que tais alterações podem ser significativas.
9. Entretanto, não me parece adequado qualificar tal evento como "*exógeno*", ou "*externo*", na medida em que ele decorre diretamente da grandeza da participação de um cotista no patrimônio do fundo de investimento.⁴ A meu ver, o administrador e o gestor prudentes devem precaver-se quanto à possibilidade de um cotista relevante resgatar suas cotas e, com isso, levar à venda de ativos do fundo. Tal prevenção pode dar-se, por exemplo, através de regras no Regulamento restringindo a elevação de participação de cotistas ou o resgate das cotas; também pode ser alcançada pelo monitoramento da carteira do fundo *vis a vis* o nível de concentração de cotistas no fundo, mantendo-se a carteira investida em ativos de liquidez compatível com

aquele nível de concentração.⁵

10. O art. 17 da Instrução 409 é explícito ao estabelecer ser *"facultado ao administrador suspender, a qualquer momento, novas aplicações no fundo, desde que tal suspensão se aplique indistintamente a novos investidores e cotistas atuais"*. O art. 17 nada mais faz que reconhecer a possibilidade de que o ingresso indiscriminado de investidores pode ser danoso aos cotistas. Para citar apenas exemplos com relação ao caso presente, tal dano pode decorrer da excessiva concentração de cotas em mãos de um único cotista, ou da necessidade de o administrador se ver obrigado a adquirir ativos menos líquidos, ou de pior qualidade, para conseguir destinar os recursos abundantes e manter o fundo enquadrado.
11. Mas ainda que o resgate expressivo, e a conseqüente venda de ativos mais líquidos para atendê-lo, fosse considerado como fator externo, ele certamente não poderia ser considerado um evento *"imprevisível"*. O art. 89, como se viu, exige que os *"fatos exógenos"* causem alterações *"imprevisíveis"* no *"patrimônio líquido do fundo"*. Ora, tratando-se de um resgate expressivo, nem a conseqüência primária, de venda de ativos para atender a tal resgate, nem a conseqüência secundária, de restarem no fundo ativos menos diversificados, cuja participação supere os limites de concentração, podem ser consideradas imprevisíveis.
12. Em outras palavras: o resgate, a venda de ativos e a concentração excessiva são uma cadeia perfeitamente previsível — com a possível necessidade de se examinar, excepcionalmente, situações de resgates em massa, imprevisíveis segundo a boa administração de riscos, os quais terão quase sempre uma origem realmente exógena, e dirão respeito a fundos pulverizados, e não concentrados.
13. Assim, meu entendimento é de que a excludente de ilicitude do art. 89 da Instrução 409 não se aplica à hipótese de resgate por cotistas expressivos do fundo, seja porque tal evento não pode ser considerado um fato exógeno, ou externo, seja porque não pode ser considerado imprevisível. O que pode afastar a ilicitude, em casos tais, é a prova, pelo administrador ou pelo gestor, de que foram adotados mecanismos de proteção para uma tal hipótese, os quais, entretanto, aí sim por fatores exógenos e imprevisíveis, não foram suficientes para evitar o desenquadramento, quando da venda dos ativos mais líquidos.

Conduta devida em situações de resgate expressivo

14. A conclusão anterior importa em reconhecer que, em tese, seria ilícita a conduta de administrador e gestor de permitir o desenquadramento do fundo por conta da venda de ativos para atender a resgate. Nesse caso, é preciso indagar qual seria a conduta deles exigível em tais situações. Dizendo-o de outro modo: diante de tal situação, que conduta o regulador espera de administrador e gestor?
15. A resposta é bem clara na Instrução 409, cujo art. 16 estabelece explicitamente que, em *"casos excepcionais de iliquidez dos ativos componentes da carteira do fundo, **inclusive em decorrência de pedidos de resgates incompatíveis com a liquidez existente**"*, *"o administrador poderá declarar o **fechamento do fundo para a realização de resgates**"*, adotando-se, então, as providências previstas naquela norma.
16. E a conseqüência pela não adoção de tal procedimento pelo administrador também é claríssima na Instrução. O parágrafo primeiro do mesmo artigo 16 esclarece que o *"administrador responderá aos cotistas remanescentes pelos prejuízos que lhes tenham sido causados em decorrência da não utilização dos poderes conferidos no caput deste artigo"*.
17. Isto é: ao atender pedido de resgate que leve à indevida concentração dos ativos do fundo, e utilizar como justificativa a falta de liquidez de tais ativos, o administrador estará, em regra⁶, confessando que deixou de utilizar a faculdade do art. 16 da Instrução 409 em uma hipótese em que deveria tê-lo feito.
18. Embora ao tratar do fechamento do fundo para resgate a Instrução 409 mencione apenas o administrador, convém recordar que o seu art. 98 determina que tanto administrador quanto gestor *"deverão acompanhar diariamente o enquadramento aos limites estabelecidos nesta Instrução e o fator de risco da carteira do fundo, de forma a manter a classe adotada no regulamento e a política de investimento do fundo"*.
19. Assim, realizado o pedido de resgate, tanto o administrador quanto o gestor, se houver, têm a obrigação de verificar se o atendimento de tal pedido levará, diante da condição de liquidez dos ativos do fundo, ao desenquadramento, e, em caso positivo, deverão exercer a faculdade regulamentar — diretamente, no caso do administrador, e por recomendação ao administrador, no caso do gestor —, fechando o fundo para resgates, sob pena de poderem vir a responder por sua omissão, em caso de dano.
20. Quanto aos diretores responsáveis, é necessário reafirmar, aqui, o que já se expôs em inúmeros julgamentos

pelo Colegiado: a responsabilidade dos diretores é subjetiva, isto é, depende de uma conduta omissiva ou comissiva que possa lhes ser imputável, e que contrarie as normas vigentes. No caso de desenquadramento passivo, como em tantos outros, o que se exige dos diretores responsáveis é a existência e a eficácia de mecanismos, rotinas ou procedimentos (que lhes incumbe supervisionar), que sejam adotados para evitar a ocorrência daquele evento. Caso tais mecanismos falhem, o que se exige dos diretores é a adoção de uma conduta específica — a revelar que, embora os procedimentos tenham falhado, eram adequados, e sua falha foi suprida por uma conduta emergencial adequada.

21. Veja-se, por fim, que a redação do artigo 16 da Instrução 409 não deixa dúvidas quanto ao fato de que o fechamento do fundo para resgate pode ser motivado por um pedido de resgate. Isto é: mesmo o cotista que efetuou tal pedido pode não vê-lo atendido, se o fechamento for deliberado antes do prazo previsto no Regulamento para o seu atendimento.
22. Este é um fator de risco importante para fundos com número reduzido de cotistas, ou com grande concentração de cotas em poder de alguns cotistas, razão pela qual os administradores e gestores devem estar atentos não apenas à necessária ressalva de tal risco em regulamentos, prospectos e materiais de venda, como à obrigação de divulgar aviso de Fato Relevante em caso de concentração superveniente.

Desenquadramento pré-existente

23. Admitido que a conduta devida pelo administrador seja a descrita nos itens anteriores, que dizer da hipótese específica de um administrador que seja contratado após o desenquadramento ter início (como foi o caso do Banif Primus Banco de Investimento, no caso concreto)?
24. Parece-me que aqui, mais uma vez, a Instrução 409 oferece resposta à questão. O já citado art. 89, que afasta a ilicitude da conduta no caso de desenquadramento passivo, determina, em seu parágrafo único: "*O administrador deve comunicar à CVM, depois de ultrapassado o prazo de 15 (quinze) dias referido no caput, a ocorrência de desenquadramento, com as devidas justificativas, informando ainda o reenquadramento da carteira, no momento em que ocorrer*".
25. Está claro, portanto, que o administrador, verificando o desenquadramento superior a 15 (quinze) dias, deve comunicar justificadamente o fato à CVM, para que a autarquia possa adotar uma das condutas possíveis: acatar as justificativas ou recusá-las, determinando, neste último caso, a adoção de providências em concreto.⁷
26. Tratando-se de administrador que, ao assumir o fundo, encontra tal situação, parece-me que a conduta exigível deve ser similar. Em primeiro lugar, o novo administrador verificará se o anterior comunicou o desenquadramento à CVM e, em caso afirmativo, quais as justificativas adotadas e que providências foram determinadas pela autarquia. Caso tal comunicação anterior não exista, o novo administrador deverá realizá-la (imediatamente, caso o prazo de 15 dias já esteja superado, ou quando ele for superado).
27. Caso o administrador não adote tal conduta, estará, a meu sentir, desrespeitando a regra do art. 89, parágrafo único, da Instrução 409, que se destina não apenas a permitir que a CVM passe a participar do processo de solução do problema ocorrido, mas também a fazer com que o problema seja efetivamente enfrentado, e não deixado de lado.

Normas de concentração e fundos exclusivos

28. Finalmente, a última questão que me parece relevante suscitada por este processo é a da aplicabilidade das normas de diversificação e concentração de carteiras de fundos de investimento a fundos exclusivos.
29. Os fundos exclusivos são definidos pelo art. 116 da Instrução 409 como "*aqueles constituídos para receber aplicações exclusivamente de um único cotista*". Segundo o § 1º do mesmo artigo, somente investidores qualificados podem ser cotistas de tais fundos.
30. A Instrução 409 é dirigida a uma indústria de fundos de investimento na qual, em regra, o administrador, quase sempre ligado a conglomerado financeiro ou usando a rede de distribuição bancária, oferece cotas de fundos em massa, visando a atingir um grande número de cotistas, que aderem aos termos contratuais com pouca reflexão.
31. Nesses casos, a intervenção estatal, através do regulador, tem se dado predominantemente para assegurar (i) a qualidade da informação tornada disponível ao investidor, (ii) a limitação da concentração em emissores e

em certos ativos; (iii) o impedimento de práticas que possam permitir a obtenção de vantagens a alguns cotistas em detrimento de outros; e (iv) a manifestação de vontade específica e destacada, quanto a fundos de maior risco ou de padrão substancialmente diferente do padrão médio do mercado.

32. Mas a própria Instrução 409, em diversos momentos, permite que, em se tratando de fundos destinados a investidores qualificados (como são necessariamente os fundos exclusivos), seja afastada a incidência de certas normas estabelecidas para os fundos de investimento em geral. São diversas as exceções criadas pela Instrução, seja em regras esparsas, seja no art. 110, que elenca hipóteses de exceção.
33. Assim, no caso de fundos destinados exclusivamente a investidores qualificados, algumas regras relativas à qualidade da informação são afastadas pela Instrução 409. Como exemplo, veja-se a norma do art. 22, que exige a elaboração de *prospecto* para fundos de investimento fechados, mas a dispensa se o fundo for destinado a investidores qualificados.
34. Em contrapartida, tratando-se de fundo destinado a investidor qualificado, a Instrução 409 freqüentemente exige das pessoas físicas não só uma certa capacidade econômica (art. 109, IV) como a assinatura de uma declaração específica, que elenca de maneira destacada as características específicas das informações dispensadas e riscos acrescidos (vide o Anexo I).
35. Quanto ao impedimento de práticas que possam permitir a obtenção de vantagens a alguns cotistas em detrimento de outros, a Instrução não faz qualquer exceção para fundos destinados a investidores qualificados. Nem mesmo se admite a criação de classes diversas de cotas, com tratamento patrimonial ou político diferenciado, previsto previamente em regulamento. Ao contrário, o § 2º do art. 10 estabelece que *"as cotas do fundo conferirão iguais direitos e obrigações aos cotistas"*. O acordo de vontades específico entre os cotistas qualificados, em casos concretos, é o único meio de renúncia ao direito de tratamento igualitário.⁸
36. No que se refere aos fundos exclusivos, a única exceção especificamente prevista pela Instrução é a do art. 112, § 6º, que afasta dos fundos exclusivos (e também dos fundos de investimento em cotas classificados como multimercado, desde que destinados a investidores qualificados) a proibição de aquisição de certos ativos menos líquidos, como cotas de Fundos de Recebíveis e de Fundos de Participações. Não há, mesmo nesses casos, exceção quanto à concentração máxima por emissores, que segue a regra geral.⁹
37. É preciso, então, saber se apesar dessa omissão da Instrução, que não excepciona genericamente os fundos exclusivos da incidência das regras relativas a limites de concentração e diversificação, tais regras são aplicáveis àqueles fundos. A resposta, a meu ver, é negativa.
38. Com efeito, me parece bastante claro que as regras de diversificação e os limites de concentração são normas de natureza prudencial, que visam a diminuir os riscos dos fundos de investimento. Tais regras simplesmente não existem quando se trata de carteiras administradas.¹⁰ Em outras palavras: se um investidor entregar recursos a um gestor, na forma da Instrução 306/99, e determinar, ou permitir, que a gestão se dê de maneira concentrada em um único ativo, ou em ativos de emissão em só emissor, isto é perfeitamente legal e admitido.
39. A razão dessa admissão parece repousar no fato de que, ao contrário do que ocorre geralmente com fundos de investimento, o investidor contrata diretamente com o administrador de carteira, em uma relação contratual específica, sobre a qual não deve interferir o Estado, inclusive porque, para poder arcar com os custos dessa gestão sob medida, o investidor provavelmente tem recursos significativos, capacidade de negociação e discernimento quanto aos riscos envolvidos.
40. A meu ver, o fato de os fundos exclusivos serem muitas vezes utilizados por entidades fechadas de previdência complementar como veículos de seus investimentos (como ocorre no caso concreto), não deve alterar essa conclusão. Tanto os fundos de pensão, regulados pela Secretaria de Previdência Complementar do Ministério da Previdência e Assistência Social, quanto as entidades abertas de previdência, empresas de capitalização e seguradoras, regulados pela Superintendência de Seguros Privados, devem observar limites de concentração em ativos e emissores, que são estabelecidos em normas outras, não emanadas da CVM.
41. Assim, nos casos dos investimentos por entidades fechadas de previdência (como é o caso dos autos), no segmento de renda fixa (como é também o caso dos autos), os arts. 17 e 49 da Resolução do Conselho Monetário Nacional 3.121/03, estabelecem os limites de concentração máxima por emissor — que em alguns casos até mesmo superam os da Instrução 409 (inclusive no caso dos autos).¹¹
42. Além disso, no caso dos fundos de pensão, os arts. 23 e 44 da Resolução 3.121 são também explícitos quanto

ao fato de que os limites de investimento devem ser observados de maneira consolidada, isto é, desconsiderando-se os veículos de investimento da Instrução 409:

"Art. 23. Equiparam-se às aplicações realizadas diretamente pelas entidades fechadas de previdência complementar aquelas efetuadas por meio de fundos de investimento que não fundos de investimento em empresas emergentes e fundos de investimento em participações ou por meio de carteiras administradas."

"Art. 44. As aplicações em quotas de fundos de investimento que não fundos de investimento no exterior, fundos de investimento em empresas emergentes, fundos de investimento em participações, fundos de investimento imobiliário, fundos de investimento em direitos creditórios e fundos de investimento em quotas de fundos de investimento em direitos creditórios e as aplicações por meio de carteiras administradas e de sociedades de propósito específico somente podem ser realizadas se os ativos e as demais modalidades operacionais integrantes das correspondentes carteiras, nas proporções das participações das entidades fechadas de previdência complementar, consolidados com os investimentos por elas realizados diretamente, satisfizerem integralmente os limites e requisitos estabelecidos neste regulamento."¹²

43. Assim, a meu ver os ativos dos fundos exclusivos se constituem em verdadeiras carteiras administradas — no sentido de um conjunto de recursos e ativos entregues por seu titular à gestão de um administrador de carteiras registrado na CVM.
44. Por conta disso, não me parece que, em qualquer caso, as normas de diversificação e os limites de concentração estabelecidos pela Instrução 409 sejam aplicáveis a fundos exclusivos. E com muito menos razão tais limites seriam aplicáveis a fundos exclusivos de entidades fechadas de previdência complementar (como no caso dos autos), que estão sujeitas a regras prudenciais emanadas de outros órgãos, que não a CVM, que determinam, inclusive, que os veículos de investimento (como os fundos exclusivos) sejam desconsiderados para efeito de consolidação dos investimentos, quando da apuração de tais limites.
45. Por isso, embora formalmente se pudesse falar, como fez a acusação, em infração da Instrução 409 neste caso, materialmente não me parece que as normas que estabelecem limites de concentração e diversificação de carteiras se apliquem a fundos exclusivos, como ocorria no caso concreto, razão pela qual a acusação não deve prosperar, em meu entendimento.
46. Saliento, ademais, que não há qualquer indício de que, no caso concreto, tenha sido excedido, pela entidade de previdência complementar cotista do fundo exclusivo, o limite de concentração por emissor estabelecido pela Resolução CMN 3.121, seja porque aquele limite é superior ao atingido no fundo, seja porque a Secretaria de Previdência Complementar não comunicou a CVM de tal fato.

Observações Adicionais

47. Antes de terminar, julgo importante, para casos futuros, fazer alguns registros quanto aos termos da acusação.
48. Em primeiro lugar, a referência feita pela acusação à responsabilidade solidária de que trata o §2º do art. 57 da Instrução 409 não é correta, em processos sancionadores. As normas regulamentares não têm legitimidade constitucional para criar hipóteses de responsabilidade civil — que decorrem sempre da lei —, e muito menos para criar hipóteses de solidariedade em obrigações civis — que segundo o próprio artigo 265 do Código Civil, dependem de lei ou da vontade das partes para surgir.
49. O que a norma do § 2º do art. 57 fez foi criar um requisito para o exercício da faculdade de contratação de um gestor, pelo administrador, faculdade regularmente concedida pela Instrução. Tal requisito consiste na contratação com cláusula de solidariedade civil em favor dos cotistas, entre administrador e gestor. Ou seja: o administrador, que é civilmente responsável, pode transferir a outrem parte de suas funções, mas deve conservar sua responsabilidade integral.
50. Isto nada tem que ver com responsabilidade administrativa, e muito menos com responsabilidade administrativa solidária, que não existe, nem pode existir. A responsabilidade administrativa, como a penal, deve ser sempre pessoal, decorrente de atos ou omissões próprios.
51. Essa separação entre responsabilidade civil e administrativa é clara na Instrução 409: enquanto o § 2º do art. 57 determina a necessidade de contratação com cláusula de responsabilidade civil solidária, e o § 3º explicita o fato de que, apesar de contratar o gestor, o administrador continuará respondendo civilmente por seus atos próprios, o § 5º trata da responsabilidade administrativa, nos seguintes termos:

"§5º Sem prejuízo do disposto no § 2º, o administrador e cada prestador de serviço contratado respondem perante a CVM, na esfera de suas respectivas competências, por seus próprios atos e omissões contrários à lei, ao regulamento do fundo e às disposições regulamentares aplicáveis."

52. Entenda-se: fazendo expressa ressalva ao fato de que a subjetividade inerente à responsabilidade administrativa não afasta a solidariedade civil decorrente do contrato requerido pelo § 2º, a norma do § 5º deixa absolutamente cristalino que cada prestador de serviços ao fundo responde *"por seus próprios atos e omissões", "na esfera de suas respectivas competências"*. Não há, portanto, em nenhuma hipótese, que se falar em responsabilidade solidária em processo sancionador.
53. Em segundo lugar, chamou-me a atenção que a acusação tenha utilizado, como fundamento da acusação, a regra do art. 3º do Regulamento do fundo — que determinava ao administrador o dever de fiscalizar a observância dos limites de investimento previstos *"pela administradora e pela regulamentação em vigor"* e no Regulamento.
54. A acusação não detalha a razão da utilização dessa regra do Regulamento para fundamentar a acusação. Se a opção tiver decorrido da busca de uma norma vinculante do administrador quanto ao dever de fiscalizar os limites de concentração e diversificação, creio que não seria preciso recorrer ao Regulamento, à vista da grande quantidade de normas constantes da Instrução 409 que melhor fundamentariam a acusação. Refiro-me, pelas razões expostas neste voto, especialmente aos arts. 98,¹³ 89,¹⁴ 90¹⁵ e 16 e seu § 1º¹⁶ da Instrução.
55. Por outro lado, se a intenção da acusação foi a de enfrentar a questão da aplicabilidade dos limites de concentração aos fundos exclusivos, e sustentar que essa obrigação decorreria da regra do Regulamento, independentemente das normas da Instrução 409, parece-me que a acusação precisaria ser explícita quanto ao ponto, para permitir a defesa adequada dos acusados.
56. Uma condenação que se baseasse em raciocínio implícito da acusação seria, a meu ver, facilmente anulável por violação à garantia constitucional da ampla defesa. Isto é: em processos sancionadores, a acusação não pode esconder cartas, contando com que o julgador, que deve ser imparcial, as saque da manga no momento da decisão. Uma tal conduta, para além de violar a Constituição, poria mesmo em dúvida a efetividade da separação entre as *"mangas"* — da acusação e do Colegiado —, que a Deliberação 457 impôs desde 2003.

Conclusão

57. Pelas razões expostas, meu voto é pela absolvição dos indiciados.

Rio de Janeiro, 16 de janeiro de 2007.

Marcelo Fernandez Trindade

Presidente e Relator

1 *"Art. 88. Com exceção dos fundos de ações, como definidos no art. 95, o total de títulos, ativos financeiros e modalidades operacionais de emissão ou com co-obrigação de uma mesma pessoa jurídica, de seu controlador, de sociedades por ele direta ou indiretamente controladas e de coligadas ou outras sociedades sob controle comum, bem como de um mesmo estado, município, ou pessoa física não pode exceder 10% (dez por cento) do patrimônio líquido do fundo."*

2 As debêntures foram adquiridas em 27.03.2002 e em 20.01.2003 representavam 14,10% do patrimônio do Fundo

3 Na verdade, a parte final do caput do art. 89 restringe ainda mais a exclusão da ilicitude do desenquadramento, ao estabelecer como condições adicionais (e aparentemente cumulativas) a de que ele *"não ultrapasse o prazo máximo de 15 (quinze) dias consecutivos e não implique alteração do tratamento tributário conferido ao fundo ou aos cotistas do fundo"*. Contudo, o parágrafo único do mesmo art. 89 estabelece: *"O administrador deve comunicar à CVM, depois de ultrapassado o prazo de 15 (quinze) dias referido no caput, a ocorrência de desenquadramento, com as devidas justificativas, informando ainda o reenquadramento da carteira, no momento em que ocorrer"*. Portanto, apesar da dilação aparentemente peremptória da parte final do caput, a comunicação justificada à CVM parece ser capaz de afastar a ilicitude da conduta pelo menos em uma daquelas duas hipóteses mencionadas na parte final do caput — a ultrapassagem do prazo de 15 dias. O tema será explorado mais adiante, neste voto.

4 Aliás, exatamente por não se tratar de evento externo, mas interno, uma concentração significativa de cotas em titularidade de um mesmo cotista deve, a meu ver, ser objeto de aviso de Fato Relevante (como mencionarei no item 22 abaixo), na forma do art. 72 da Instrução 409, *"de modo a garantir a todos os cotistas o acesso a informações que possam, direta ou indiretamente, influenciar suas decisões quanto à permanência no fundo ou, no caso de outros investidores, quanto à aquisição das cotas"*.

5 Anoto, contudo, para posterior desenvolvimento, que no caso concreto, em que se trata de fundo exclusivo, tais mecanismos poderiam sempre revelar-se insuficientes, pois o cotista não só tem o poder de resgatar seu investimento, como o de alterar o regulamento para afastar qualquer restrição, como se analisará mais adiante.

6 Ressalvo a necessidade de examinar a questão quando se tratar, como no caso, de fundo exclusivo, o que farei adiante.

7 Tais providências serão, possivelmente, uma ou algumas daquelas previstas nos incisos do art. 16, já citado, e que trata do fechamento do fundo para resgates, inclusive por liquidez dos ativos. * – substituição do administrador, do gestor ou de ambos; ** – abertura ou manutenção do fechamento do fundo para resgates; III – possibilidade do pagamento de resgate em títulos e valores mobiliários; IV – saída do fundo; e V – liquidação do fundo."

8 Tais limitações não têm, evidentemente, campo de aplicação quando se trata de fundos exclusivos, pois não existe a hipótese de tratamento privilegiado a um cotista, em detrimento de outro.

9 Como cotista, o CVM poderia se limitar apenas ao dever de fiscalização do prazo de cinco dias corridos, sem que isso implicasse a aplicação de sanções ou a exclusão do cotista do fundo, desde que o prazo de cinco dias corridos não seja ultrapassado, que não seja possível.

10 Como mencionado a respeito do art. 7º da Instrução 358/03: "A administração de valores mobiliários consiste no gerenciamento de recursos ou valores mobiliários, aplicados à fiscalização do Conselho de Valores Mobiliários, entregue ao administrador, sob supervisão para que não ultrapasse o prazo de 15 dias"

11 Registre-se também, quando se tratar de fundos exclusivos, a norma de aplicação de sanções, sendo prevista no Regulamento CVM 358/03.

12 O Regulamento CVM 358/03, em seu art. 1º, inciso I, estabelece: "Art. 1º. Este Regulamento tem por objeto a regulamentação das atividades de administração, gestão e fiscalização de valores mobiliários, aplicados à fiscalização do Conselho de Valores Mobiliários, entregue ao administrador, sob supervisão para que não ultrapasse o prazo de 15 dias"

13 O Regulamento CVM 358/03, em seu art. 98, estabelece: "Art. 98. O administrador do fundo deve fiscalizar a observância dos limites de investimento previstos pela administradora e pela regulamentação em vigor"

14 O Regulamento CVM 358/03, em seu art. 89, estabelece: "Art. 89. O administrador do fundo deve fiscalizar a observância dos limites de investimento previstos pela administradora e pela regulamentação em vigor"

15 O Regulamento CVM 358/03, em seu art. 90, estabelece: "Art. 90. O administrador do fundo deve fiscalizar a observância dos limites de investimento previstos pela administradora e pela regulamentação em vigor"

16 O Regulamento CVM 358/03, em seu art. 16, estabelece: "Art. 16. O administrador do fundo deve fiscalizar a observância dos limites de investimento previstos pela administradora e pela regulamentação em vigor"

Voto proferido pelo diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa na Sessão de Julgamento do dia 16 de janeiro de 2007.

Eu acompanho o seu voto, senhor presidente.

Pedro Oliva Marcilio de Sousa

Diretor

Voto proferido pela Diretora Maria Helena de Santana na Sessão de Julgamento do dia 16 de janeiro de 2007.

Eu também acompanho o seu voto, senhor presidente.

Maria Helena de Santana

Diretora