

Assunto: Recurso contra entendimento da Superintendência de Relações com Investidores Institucionais – SIN

Recorrente: ASK RendaCerta Gestora de Recursos SA

Diretor- Relator: Eli Loria

RELATÓRIO

Trata-se de recurso ao Colegiado (fls.114/123), nos termos da Deliberação CVM nº 463/03, protocolado em 21/06/10, de ASK RendaCerta Gestora de Recursos SA ("ASK" ou "Recorrente"), autorizada a prestar serviços de administração de carteiras pela CVM, desde 07/12/09, contra manifestação da Superintendência de Relações com Investidores Institucionais – SIN a respeito de consulta formulada em 21/09/09, complementada em novembro de 2009 com os esclarecimentos solicitados pela Gerência de Registros e Autorizações – GIR, quanto ao lançamento no Brasil de um fundo de investimento, na forma de condomínio fechado e duração estimada de 5 anos, regido pela Instrução CVM nº 409/04, que aplique seus recursos em "direitos econômicos" de jogadores de futebol, tendo por público-alvo investidores de varejo, com aplicação inicial mínima de R\$100,00. Foi sorteado relator na reunião do Colegiado realizada em 14/09/10.

A Recorrente esclarece ser "*sociedade controlada pela ASK - Advisory Services Kapital, sociedade de investimentos portuguesa, responsável pela estruturação de fundo de investimento pioneiro, em Portugal, na aquisição de direitos oriundos da negociação de direitos relativos a jogadores de futebol, devidamente aprovado pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários - CMVM e o Banco de Portugal.*"

A ASK conceitua os chamados "direitos econômicos" como aqueles decorrentes da aplicação de cláusula penal [\[1\]](#) em contratos de trabalho de atletas profissionais de futebol, conforme modelo às fls.98, a ser implementada quando de cessão temporária (empréstimo) ou definitiva, antes do término do prazo do contrato de trabalho com o clube contratante, conforme estabelecido pela Lei nº 9.615/98, a chamada "Lei Pelé", com alterações dadas pelas Leis nº 9.981/00 e nº 10.672/03[\[2\]](#).

A SIN, em 19/04/10, solicitou (fls.103/104) manifestação da Procuradoria Federal Especializada na CVM – PFE, que, às fls.105/108, se posicionou no sentido de que os "direitos econômicos" se equiparariam a direitos creditórios, que possuem regulamentação própria, e não ao próprio crédito ou título, contrato ou modalidade operacional, e, assim, não seriam ativos aptos a compor a carteira de um fundo regulado pela Instrução CVM nº 409/04 pois representariam "*a receita derivada da transferência do atleta, decorrendo, portanto, da cessão de um direito federativo*". A PFE concluiu que "*a venda de dado atleta a outro clube é um evento futuro e incerto, razão pela qual o crédito que dela resulta (objeto de direito creditório no qual consiste o direito econômico) também o será*". A PFE cita as decisões nos Processos CVM nº RJ2006/6905 e RJ2007/0547, julgados em 10/07/07.

Com fundamento na resposta da PFE, a SIN, em 13/05/10, indeferiu o pedido de constituição do fundo (Ofício CVM/SIN/GIR/Nº 1.460/10 – fls.110).

A ASK, em suas razões recursais, alega que a atividade do atleta profissional é caracterizada pela remuneração fixada em contrato formal de trabalho firmado com o clube de futebol e, em caráter acessório, a partir do vínculo trabalhista, é conferido ao clube o "direito federativo" que não pode ser transferido. No entanto, nos termos do art. 28, *caput*, da legislação citada, todos os contratos de trabalho de atletas profissionais devem prever cláusula penal na hipótese de rescisão do contrato e este direito do clube de receber compensações é denominado "direito econômico". Trata-se de cláusula contratada prevendo o pagamento de multa em caso de inadimplência de um dos contratantes.

Dessa forma, o "direito econômico" seria reflexo do conteúdo patrimonial do "direito federativo" e plenamente negociável. Nesse sentido, a ASK entende que os "direitos econômicos" seriam passíveis de aquisição pelo Fundo, tratando esses ativos como uma modalidade de contrato prevista no art. 2º, § 1º, VIII, parte final, da Instrução CVM nº 409/04, com redação dada pela Instrução CVM nº 450/07, que traz a seguinte definição de ativos financeiros:

"VIII – warrants, contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias ou serviços para entrega ou prestação futura, títulos ou certificados representativos desses contratos e quaisquer outros créditos, títulos, contratos e modalidades operacionais desde que expressamente previstos no regulamento." (grifei).

A Recorrente considera que a redação do dispositivo acima comporta a aquisição pelo fundo dos "direitos econômicos", seja por eles serem créditos ou, na pior das hipóteses, contratos ou modalidades operacionais, não fazendo distinção sobre sua natureza, bem como sobre o momento de sua exigibilidade presente, futura, aleatória ou de condições à sua exigibilidade.

É dito pela ASK, ainda, que iniciou tratativas com a CETIP para fins de registro do ativo em atendimento ao disposto no art. 2º, § 3º [\[3\]](#), da Instrução CVM nº 409/04, que já teria se manifestado pela possibilidade do registro, aguardando a manifestação da CVM.

Em seguida, a Recorrente discorre a respeito das características da política de investimento do pretendido fundo bem como de suas fases, envolvendo investimento, maturação e desinvestimento, e informando a propósito de sua pretensão de aplicar 20% do patrimônio do fundo para a aquisição de "direitos econômicos" de jogadores de futebol, destinando os restantes 80% predominantemente para títulos públicos federais, com o objetivo de preservar o valor do capital inicial investido.

Objetivando alavancar suas aplicações em "direitos econômicos" e reforçar a estrutura de garantias do Fundo para a devolução do capital investido pelos cotistas, a ASK comenta da possibilidade de associar o nome do clube de futebol com o nome de marca conhecida, a exemplo, em Portugal, do fundo "Sagres Benfica"[\[4\]](#).

Nesse sentido, considerando o limite de concentração de 20% do patrimônio líquido do fundo para as aplicações em outros ativos financeiros admitidos pelo § 1º do art. 2º da Instrução CVM nº 409/04 (art. 87, I, "h"[\[5\]](#)), com redação dada pela Instrução CVM nº 450/07, a Recorrente solicita o aumento das aplicações do fundo em "direitos econômicos", até o limite de 30%.

A ASK argumenta que seu fundo não poderia se subsumir à Instrução CVM nº 356/2001, que regula os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios ("FIDCs"), uma vez que tal norma exigiria a aplicação de uma parcela de mais de 50% do patrimônio líquido do fundo em direitos creditórios, quando a intenção do fundo pretendido é de aplicação máxima de 30% de seu patrimônio nos "direitos econômicos".

A SIN, pelo MEMO/CVM/SIN/GIR/Nº 173/2010, de 10/08/10, acostado às fls. 125/131, opinou que os "direitos econômicos" devem ser considerados como direitos creditórios passíveis de aquisição por FIDCs, regulados especificamente para esse tipo de ativo pela Instrução CVM nº 356/01.

Ademais, caso o Colegiado entenda de forma diversa, a SIN opinou pela inconveniência do público-alvo pretendido, sugerindo que o fundo se limitasse exclusivamente a investidores qualificados. Tal público-alvo traria, em consequência, a possibilidade de extrapolar o limite de 20% do art. 87, I, da Instrução CVM nº 409/04, para 30%, consoante o disposto no art. 110-A[6].

A área comenta que um fundo com as características do proposto, pelo potencial apelo emocional, dificultaria ou impediria uma decisão racional e refletida dos investidores, lembrando que mesmo em Portugal ("jurisdição onde esse tipo de fundo foi inicialmente estruturado há cerca de 8 anos pela própria instituição"), não existe oferta desse produto para um público tipicamente de varejo.

A SIN encaminhou o processo para o Colegiado apreciar o pleito do Recorrente: (1) possibilidade de constituição de um fundo de investimento regulado pela Instrução CVM nº 409/04 com a estrutura proposta; e, em caso positivo, (2) majoração do limite de concentração em direitos econômicos de 20% para 30% do patrimônio líquido do fundo, em dispensa ao artigo 87, I, da Instrução CVM nº 409/04, considerando o público-alvo pretendido e as características do produto.

VOTO

O Recorrente reitera seu entendimento de que os direitos decorrentes de eventuais negociações de jogadores não seriam direitos creditórios, mas sim efetivamente créditos, com o que os mesmos poderiam ser enquadrados nas disposições do art. 2º, § 1º, VIII, da Instrução CVM nº 409/04. O caso envolve questões interpretativas e regulatórias.

Sabe-se que ao longo do tempo, de início sem regulação estatal [7], posteriormente com a Lei nº 4.728/65 [8], Decreto-lei nº 157/67[9], Resoluções do CMN (destaque-se a Resolução CMN nº 961/84 que criou a classificação em 2 categorias básicas: Fundos Mútuos de Ações e Fundos Mútuos de Renda Fixa) e Instruções da CVM[10], e em especial após o advento da Lei nº 10.303/01 [11], foram criados determinados modelos de fundos de investimento para diferentes produtos.

Visando proteger o investidor e o mercado como um todo, a regulação dos fundos de investimento preocupa-se, em termos gerais, com o credenciamento e a conduta do administrador de carteiras, com a conduta do gestor, com a informação plena e de qualidade, com a política de investimento e com a composição e diversificação da carteira.

Além disso, também foi delimitado o público-alvo por meio do valor do investimento inicial, na pressuposição de que o investidor com mais recursos demandaria menor intervenção da CVM quando aplicasse em um fundo com maiores fatores de risco, seja pela composição da carteira seja por menores exigências de informação. Dessa forma, a regulação passa por regras de informação, de modo a trazer ao conhecimento do público elementos de decisão, bem como segrega alguns tipos de investimentos mais complexos para investidores de maior capacidade financeira ou qualificação que, em tese, necessitam de menor grau de proteção.

Assim, no âmbito dos fundos abrangidos pela Instrução CVM nº 409/04, são considerados investidores qualificados, nos termos do art. 109, instituições financeiras; companhias seguradoras e sociedades de capitalização; entidades abertas e fechadas de previdência complementar; pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300 mil e que atestem sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio; fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados; administradores de carteira e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; regimes próprios de previdência social instituídos pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal ou por Municípios.

Dentre outras diferenças para os fundos de varejo, os fundos destinados exclusivamente a investidores qualificados, nos termos do art. 110 da mesma Instrução, podem utilizar títulos e valores mobiliários na integralização e resgate de cotas, não necessitam de prospecto, além de terem computado em dobro o limite estabelecido no inciso I do art. 87, conforme mencionado pela SIN.

Ademais, com a redação dada pela Instrução CVM nº 465/08 (art. 110-B), quando o fundo for voltado para os chamados investidores super-qualificados, aqueles com investimento mínimo de um milhão de reais, os limites de concentração por emissor e por modalidade de ativo financeiro estabelecidos nos artigos 86 e 87 podem não ser observados, sempre respeitada a política de investimento do fundo.

Com relação aos Fundos de Investimento em Participações - FIP, regulamentados pela Instrução CVM nº 391/03, destinados à aquisição de valores mobiliários de emissão de companhias, abertas ou fechadas, é de se notar que somente são admitidos investidores qualificados, com valor mínimo de subscrição de R\$ 100 mil (art.5º).

Instrução CVM nº 356/01 regulamenta a constituição e o funcionamento de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC. A definição dada a direitos creditórios no art. 2º, I, da Instrução CVM nº 356/01, com a redação da Instrução CVM nº 442/06 é o seguinte:

"I – direitos creditórios: os direitos e títulos representativos de crédito, originários de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços, e os warrants, contratos e títulos referidos no § 8º do art. 40, desta Instrução;"

Tais fundos somente admitirão investidores qualificados, com valor mínimo de subscrição de R\$ 25 mil (art.3º) e, após 90 dias do início de suas atividades, deverão ter 50% de seu patrimônio líquido representado por direitos creditórios (art.40).

Já a Instrução CVM nº 444/06 regulamenta os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não-Padronizados – FIDC-NP destinados à aquisição de direitos creditórios que possuem acentuados fatores de risco, sem limite de participação no patrimônio líquido, inclusive aqueles que não se enquadrem na definição do art. 2º, I, da Instrução CVM nº 356/01. Dentre outros, destaco os direitos creditórios de existência futura e montante desconhecido, desde que emergentes de relações já constituídas.

Dessa forma, a Instrução prevê (art. 4º) que somente poderão participar do FIDC-NP investidores capazes de analisar os riscos, investidores qualificados, e que suas cotas terão valor nominal mínimo de um milhão de reais. A CVM poderá em casos excepcionais e devidamente circunstanciados estabelecer valor nominal mínimo inferior a R\$ 1 milhão (art.4º, parágrafo único).

A PFE cita as decisões nos Processos CVM nº RJ2006/6905 e RJ2007/0547, julgados em 10/07/07, reunião de que participei acompanhando o voto do relator, Presidente Marcelo Fernandez Trindade, que tratou de recurso contra decisão da Superintendência de Registro – SRE que indeferiu o registro definitivo de distribuição de Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI, à luz do art. 8º da Lei nº 9.514/97.

De passagem o relator comentou:

"Mais recentemente discutimos, no âmbito dos FIDC, a distinção entre os conceitos de créditos e de direitos creditórios, identificando que "[a] regulamentação refere-se a direitos creditórios, e não a créditos, porque frequentemente os FIDC formam-se com a finalidade de adquirir créditos futuros, ainda não constituídos. Assim, são

captados recursos dos condôminos (cotistas), sendo tais recursos destinados, pelo administrador, ao longo do período de existência do FIDC, à aquisição de créditos que vão sendo constituídos (e quitados) durante aquele período" (Processo CVM RJ2004/6913, de que fui Relator, decidido em 04.10.2005).

Finalmente, com a edição da Instrução 444/06, que disciplina os FIDC não padronizados, ficou claro que os direitos creditórios podem ter por objeto créditos "de existência futura e montante desconhecido, desde que emergentes de relações já constituídas" (art. 1º, §1º, VI). Assim, a regulamentação estabeleceu que mesmo os direitos creditórios deverão ter por base relações já existentes, embora a existência do próprio crédito e seu montante possam ser incertos."

No processo mencionado na decisão acima, RJ2004/6913, trago o seguinte trecho do voto do mesmo relator em reunião do Colegiado de 04/10/05 (anterior à edição da Instrução CVM nº444/06):

"Os FIDC são, na forma da Instrução CVM 356/01, condomínios que têm por objeto direitos creditórios. A regulamentação refere-se a direitos creditórios, e não a créditos, porque freqüentemente os FIDC formam-se com a finalidade de adquirir créditos futuros, ainda não constituídos. Assim, são captados recursos dos condôminos (cotistas), sendo tais recursos destinados, pelo administrador, ao longo do período de existência do FIDC, à aquisição de créditos que vão sendo constituídos (e quitados) durante aquele período.

Tais créditos futuros, por sua vez, podem representar (e freqüentemente representam), quando de sua cessão para o fundo, a contraprestação pela entrega **futura** de produtos ou serviços. Tais créditos são normalmente denominados de não performados, em oposição àqueles (performados) em que já existe uma obrigação de pagamento por parte do devedor desvinculada de qualquer conduta do credor. A Instrução CVM 356/01 refere-se a tais créditos não performados no § 8º do art. 40, para condicionar a concessão de registro automático de um FIDC pela CVM à existência de garantia de seguro, nesses casos."

Assim, cabe tecer alguns comentários a propósito da distinção e caracterização da natureza de créditos e direitos creditórios, especialmente ao nos defrontarmos com a sua regulamentação própria.

A rigor, direitos creditórios não são outra coisa do que créditos, pois são direitos que têm por objeto determinada prestação. No entanto, essas duas expressões tem sido utilizadas, no âmbito da regulamentação dos FIDCs, para denotar dois fenômenos de abrangência distinta. Com efeito, depreende-se da regulamentação editada pela CVM que a diferença entre direito creditório e o crédito está em que o primeiro abrange, além de créditos constituídos, direitos que têm por objeto créditos constituídos ou não, sabendo-se que o crédito, por sua vez, tem comumente duas acepções, uma econômica, pelo que tem estreita relação com a confiança que um agente deposita no comportamento esperado de outrem; e outra jurídica, que se refere ao direito de alguém de exigir, para a satisfação de seu próprio interesse, o cumprimento da prestação assumida por outra pessoa.

Os créditos referem-se, assim, estritamente às obrigações já constituídas, ainda que sua exigibilidade esteja sujeita a ocorrência de termo. São, portanto, direitos adquiridos. Os direitos creditórios abrangem, por sua vez, direitos à aquisição de créditos ainda não constituídos e, assim, não exigíveis, vez que subordinados ao adimplemento de condição futura e incerta. São, portanto, direitos expectativos (ou eventuais) cujos direitos expectados são créditos.

Isto é, o direito expectado já foi conquistado, ainda que pela aquisição de direito a créditos "de existência futura e montante desconhecido, desde que emergentes de relações já constituídas", como disposto no art. 1º, §1º, VI, Instrução CVM nº 444/06 e, ainda que não estejam performados, a titularidade dos créditos (e o *imperium* que os torna exigíveis quando vencidos) já existe.

Reitere-se, do comentário no voto colacionado acima que os créditos não performados são aqueles créditos futuros que, quando cedidos para um fundo, normalmente representam a contraprestação pela futura entrega de produtos ou a futura prestação de serviços. Estão em oposição aos créditos performados, porquanto, no caso destes, a obrigação de adimplemento já existe, independentemente de qualquer conduta do credor.

No caso em comento, os "direitos econômicos" associados aos direitos federativos de um jogador podem ser definidos como o benefício financeiro advindo da cessão, temporária ou definitiva, de um determinado atleta, despertados quando da rescisão unilateral do contrato deste com um clube, nos termos do citado art. 28 da Lei nº 9.615/98, e correspondem a direitos sobre créditos que decorrem da incidência da cláusula penal pela rescisão unilateral do contrato de trabalho e podem ser transacionados, pelo que terceiros adquirem participação no valor da referida cláusula, na hipótese de uma futura indenização ao clube.

Conforme bem sabido, a cláusula penal deriva da obrigação principal e desta obrigação depende a sua eficácia e existência, tendo natureza de pacto acessório. Caso a cláusula se anule prevalece o contrato, no entanto, se a obrigação principal se findar sem culpa do devedor extingue-se a cláusula penal.

Como se vê, esses créditos, relativos à cláusula penal, são futuros e incertos, uma vez que a própria cessão do jogador é incerta, sujeita à alea que impossibilita determinar a possibilidade de êxito que o fundo irá ter em cada contratação. Sendo assim, à luz da regulamentação dos fundos de investimento, os "direitos econômicos" relativos à aquisição desses créditos não são outra coisa do que direitos expectativos, devendo o risco do negócio estar expressamente descrito no regulamento do fundo.

Como visto acima, existe na regulamentação em vigor uma gradação de risco entre créditos performados, créditos não performados e direitos expectativos que se reflete na regulação e na proteção da poupança popular.

Por essa razão, concluindo em linha com a SIN, entendo que os "direitos econômicos" objeto da consulta possuem a natureza de direitos creditórios, de existência futura e montante desconhecido, emergentes de relações já constituídas, como disposto no art. 1º, §1º, VI, Instrução CVM nº 444/06, trazendo características complexas e riscos associados incompatíveis com o perfil de um investidor não qualificado, podendo a operação ser modelada como FIP (Instrução CVM nº 391/03) ou como FIDC-NP (Instrução CVM nº 444/06).

Diante do exposto, Voto pela impossibilidade de constituição de um fundo de investimento regulado pela Instrução CVM nº 409/04 com a estrutura proposta e, com relação à alternativa apresentada pelo Recorrente de majorar o limite de concentração da Instrução CVM nº 409/04, entendo que a mesma está prejudicada.

É o voto.

Rio de Janeiro, 19 de outubro de 2010.

Eli Loria
Diretor-relator

"Art. 408. Incorre de pleno direito o devedor na cláusula penal, desde que, culposamente, deixe de cumprir a obrigação ou se constitua em mora."

[2] "Art. 28. A atividade do atleta profissional, de todas as modalidades desportivas, é caracterizada por remuneração pactuada em contrato formal de trabalho firmado com entidade de prática desportiva, pessoa jurídica de direito privado, que deverá conter, obrigatoriamente, cláusula penal para as hipóteses de descumprimento, rompimento ou rescisão unilateral.

§ 1º Aplicam-se ao atleta profissional as normas gerais da legislação trabalhista e da seguridade social, ressalvadas as peculiaridades expressas nesta Lei ou integrantes do respectivo contrato de trabalho.

§ 2º O vínculo desportivo do atleta com a entidade desportiva contratante tem natureza acessória ao respectivo vínculo trabalhista, dissolvendo-se, para todos os efeitos legais:

I - com o término da vigência do contrato de trabalho desportivo; ou

II - com o pagamento da cláusula penal nos termos do **caput** deste artigo; ou ainda

III - com a rescisão decorrente do inadimplemento salarial de responsabilidade da entidade desportiva empregadora prevista nesta Lei.

§ 3º O valor da cláusula penal a que se refere o **caput** deste artigo será livremente estabelecido pelos contratantes até o limite máximo de cem vezes o montante da remuneração anual pactuada.

§ 4º Far-se-á redução automática do valor da cláusula penal prevista no **caput** deste artigo, aplicando-se, para cada ano integralizado do vigente contrato de trabalho desportivo, os seguintes percentuais progressivos e não-cumulativos:

I - dez por cento após o primeiro ano;

II - vinte por cento após o segundo ano;

III - quarenta por cento após o terceiro ano;

IV - oitenta por cento após o quarto ano.

§ 5º Quando se tratar de transferência internacional, a cláusula penal não será objeto de qualquer limitação, desde que esteja expresso no respectivo contrato de trabalho desportivo.

§ 6º Revogado

§ 7º É vedada a outorga de poderes mediante instrumento procuratório público ou particular relacionados a vínculo desportivo e uso de imagem de atletas profissionais em prazo superior a um ano."

[3] "§ 3º Somente poderão compor a carteira do fundo ativos financeiros admitidos a negociação em bolsa de valores, de mercadorias e futuros, ou registrados em sistema de registro, de custódia ou de liquidação financeira devidamente autorizado pelo Banco Central do Brasil ou pela CVM, nas suas respectivas áreas de competência."

[4] Sagres é uma marca de cerveja e Benfica é um clube de futebol.

[5] "I – até 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido do fundo, para o conjunto dos seguintes ativos:

...

h) outros ativos financeiros não previstos no inciso II deste artigo, desde que permitidos pelo § 1º do art. 2º desta Instrução."

[6] "Art. 110-A. Sem prejuízo do disposto no art. 98, o limite estabelecido no inciso I do art. 87 será computado em dobro nos fundos de investimento de que trata este Capítulo."

[7] 1957 – Fundo Crescinco, sem regulamentação específica, utilizou a lei dos condomínios.

[8] A administração de Fundos em Condomínio para aplicação de capital em carteira diversificada de títulos ou valores mobiliários dependia de autorização prévia do BACEN a quem cabia a fiscalização.

[9] Possibilidade de utilização de 10% (PF) e 5% (PJ) do IR a pagar para aplicação em Fundos de Ações – Fundos 157.

[10] Ver Resoluções CMN nº 131/70, 145/70, 817/83, 961/84, 1.280/87, 1.787/91 e, dentre outras, Instruções CVM nº 148/91, 177/92, 205/94, 209/94, 215/94, 279/98, 302/99, 354/01, 356/01, 359/02, 399/03, 409/09, 444/06.

[11] Alterou o art. 2º da Lei nº 6385 considerando cotas de fundos de investimentos como valor mobiliário e deixando a CVM como único órgão regulador para todo o setor de fundos de investimento no Brasil.