

Interessado: BM&FBovespa S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros.

Assunto: Aprovação do novo Regulamento de Clubes de Investimento.

Diretor Relator: Luciana Dias

Relatório

I. Objeto.

1. Trata-se de pedido apresentado à Superintendência de Investidores Institucionais ("SIN") por BM&FBovespa S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros ("BM&FBovespa"), com fundamento no art. 117, I, da Instrução CVM nº 461, de 2007, [1] para aprovação do Novo Regulamento dos Clubes de Investimento ("Novo Regulamento dos Clubes de Investimento", ou simplesmente "Novo Regulamento"), nos termos do art. 45, da Instrução CVM nº 494, de 2011. [2]

II. Pedido.

2. A BM&FBovespa solicita aprovação do Novo Regulamento dos Clubes de Investimento, esclarecendo que ele tem como objetivo, nos termos do art. 45 da Instrução CVM nº 494, de 2011, disciplinar o funcionamento dos Clubes de Investimento sob a égide das Instruções CVM nº 494 e 495, de 2011.

III. Análise inicial da SIN.

3. Após análise inicial, a SIN apresentou pedido de esclarecimentos à BM&FBovespa por meio do ofício CVM/SIN/GIR/Nº2.505/2011 (fls. 44/45). Em resposta, a BM&FBovespa apresentou esclarecimentos e nova minuta de Novo Regulamento (fls. 54/47 e 62/64). Em seguida, os autos foram encaminhados para a Procuradoria Federal Especializada ("PFE").

IV. Análise da PFE.

4. A PFE opinou pela regularidade da proposta de Novo Regulamento (MEMO/PFE-CVM/GJU/Nº265/2011). O documento estaria em harmonia com as Instruções CVM nº 494 e 495, de 2011. A PFE destacou, porém, os seguintes pontos:
 - i. o capítulo IX do Novo Regulamento não teria tratado de maneira específica dos casos de destituição do administrador, o que ensejaria a complementação do item 9.1 do referido documento, nos termos do art. 25, §1º, da Instrução CVM nº 494, de 2011;
 - ii. teriam sido omitidas as taxas de administração e de performance, conforme previstas no art. 36, X, da Instrução CVM nº 494, de 2011, ensejando a complementação do item 8.4.1 do Novo Regulamento para inclusão das referidas taxas; e
 - iii. por força do art. 35, §3º, da Instrução CVM nº 494, de 2011, a BM&FBovespa deveria editar o termo de ciência previsto no item 16.1.2 do Novo Regulamento.

V. Segunda análise da SIN.

5. Diante das respostas da BM&FBovespa e da nova minuta de Novo Regulamento, bem como da opinião da PFE, a SIN fez análise detalhada da questão por meio do MEMO/CVM/SIN/Nº127/2011 (fls. 118/135).
6. A SIN identificou os temas que a BM&FBovespa deveria regulamentar no Novo Regulamento dos Clubes de Investimento, nos termos da Instrução CVM nº 494, de 2011, conforme indicados a seguir.
 - i) *Regulamentação do art. 3º, parágrafo único* [3], *art. 39* [4] e *art. 40* [5] da Instrução CVM nº 494, de 2011.
7. Os dispositivos dizem respeito aos controles, acompanhamento e supervisão a serem implementados pela BM&FBovespa antes e após o registro dos clubes de investimento.
8. A BM&FBovespa, em cumprimento ao art. 3º, parágrafo único, art. 39 e art. 40 da Instrução CVM nº 494, de 2011, inseriu no Novo Regulamento as medidas de controle e supervisão presentes nos itens 5.3.1 e seguintes:
 - "5.3.1. O pedido de registro de Clube de Investimento deverá ser realizado pelo Administrador por meio do Sistema de Registro de Clube de Investimento.
 - 5.3.2. Com base nas informações do pedido de registro incluídas pelo Administrador no Sistema de Registro de Clube de Investimento, serão gerados automaticamente os seguintes documentos:
 - (i) Termo de Constituição;
 - (ii) Estatuto do Clube de Investimento;
 - 5.3.3. A Bolsa poderá aceitar, a seu exclusivo critério, outros modelos de Estatuto, a serem entregues eletronicamente à Bolsa, sujeitos aos termos e condições estabelecidas pela Bolsa quando do requerimento realizado pelo interessado."
9. Especialmente quanto ao registro dos clubes, que se dá automaticamente e é efetuado pelo próprio administrador mediante acesso restrito a sistema eletrônico disponível no *site* da BM&FBovespa, em que já se encontram disponíveis os documentos de constituição do clube (Termo de Constituição e Estatuto), a SIN considerou que a iniciativa seria positiva, uma vez que permitiria a padronização dos documentos sob análise pela entidade autorreguladora.
10. A SIN observou que após o registro, nos termos do Novo Regulamento, os clubes devem enviar diversos documentos à BM&FBovespa

para possibilitar o acompanhamento e a supervisão. Vale transcrever:

"11.1.1. O Administrador deverá fornecer à Bolsa, até o 5º (quinto) dia útil de cada mês, informe mensal na forma estabelecida pela Bolsa, com base no último dia útil do mês anterior, contendo as seguintes informações:

- (i) número de Cotistas, bem como o de adesões e retiradas ocorridas no mês anterior;
- (ii) identificação dos Cotistas, contendo nome, CPF, quantidade de cotas e percentual de participação de cada Cotista;
- (iii) rentabilidade do período;
- (iv) demonstrativo da composição e diversificação da carteira;
- (v) valor do patrimônio do Clube de Investimento;
- (vi) valor da Cota;
- (vii) número de Cotas emitidas; e
- (viii) dados referentes às reclamações de Cotistas."

11. Além disso, por força do Capítulo XV do Novo Regulamento ("Mecanismos de Controle"), a BM&FBovespa teria estabelecido a dinâmica de fiscalização imposta aos clubes com as seguintes multas cominatórias máximas cabíveis em caso de não cumprimento das determinações da BM&FBovespa: (i) R\$100,00 por dia para obrigações relativas ao envio de informações periódicas pelos administradores dos clubes à BM&FBovespa; (ii) R\$ 300,00 por dia quanto às regras de enquadramento aplicáveis aos clubes (número de cotistas, percentual de participação e composição da carteira); e (iii) R\$ 500,00 por dia nos casos de realização de operações vedadas.

12. A BM&FBovespa declarou que ela própria desempenharia as rotinas de supervisão e fiscalização dos clubes de investimento, contando com relatórios periódicos da BSM. Esclareceu ainda que *"as auditorias periódicas realizadas pela BSM nas pessoas autorizadas a operar nos mercados administrados pela BM&FBovespa continuarão incluindo testes para verificar o cumprimento das normas aplicáveis aos clubes de investimento, seus administradores e gestores, sendo certo que os critérios e o detalhamento sobre a fiscalização realizada pela BSM serão descritos em seu plano de trabalho anual"*.

13. Por fim, a SIN entendeu que as medidas relacionadas aos controles, acompanhamento e supervisão previstas no Novo Regulamento seriam satisfatórias. A SIN salientou que seria cabível ainda a complementação, a ser fornecida anualmente pela entidade à CVM após a aprovação da minuta de regulamento, da programação anual de trabalho prevista no artigo 41 da Instrução CVM nº 494/2011, e art. 46, § 1º, inciso V, da Instrução CVM nº 461/2007.

ii) Regulamentação do art. 11, parágrafo único, [6] da Instrução CVM nº 494, de 2011.

14. O dispositivo trata da obrigação da entidade administradora de mercado organizado de regulamentar o conteúdo do material utilizado na distribuição das cotas do clube. Para tanto, a BM&FBovespa apresentou a seguinte redação do Novo Regulamento:

"3.5 Distribuição de Cotas

3.5.1 É vedada a distribuição de cotas com a utilização de serviços públicos de comunicação, como a imprensa, o rádio, a televisão e páginas abertas ao público na rede mundial de computadores, bem como o envio de malas diretas, inclusive por meio eletrônico.

3.5.2 Qualquer material utilizado na distribuição de cotas deve:

- (i) ser meramente informativo;
- (ii) conter informações verdadeiras, completas, consistentes e que não induzam o investidor a erro; e
- (iii) ser escrito em linguagem simples, clara, objetiva, de fácil entendimento, advertindo os leitores para os riscos do investimento.

3.5.3 O material mencionado deve conter, em destaque:

- (i) menção de que se trata de material publicitário;
- (ii) informação quanto à eventual possibilidade de o Clube de Investimento realizar operações em mercado de derivativos, se for o caso; e
- (iii) a possibilidade de perda do capital investido."

15. A SIN entendeu que a redação do Novo Regulamento seria consistente com o objetivo principal dos clubes de investimentos. No entanto, sugeriu a inserção dos termos previstos no Edital de Audiência Pública CVM/SDM nº6/2011, especialmente no que diz respeito à exigência de linguagem "serena e moderada", conforme dispositivos abaixo relacionados:

Art. 38–A. As informações divulgadas pelo administrador relativas ao fundo devem ser verdadeiras, completas, consistentes e não induzir o investidor a erro.

Art. 38–B. Todas as informações relativas ao fundo devem ser escritas em linguagem simples, clara, objetiva e concisa.

Art. 38–C. A divulgação de informações sobre o fundo deve ser abrangente, equitativa e simultânea para todos os cotistas.

Art. 38–D. As informações fornecidas devem ser úteis à avaliação do investimento.

Art. 38–E. As informações relativas ao fundo não podem assegurar ou sugerir a existência de garantia de resultados futuros ou isenção de risco para o investidor.

Art. 38–F. Informações factuais devem ser diferenciadas de interpretações, opiniões, projeções e estimativas.

Parágrafo único. Informações factuais devem vir acompanhadas da indicação de suas fontes.

Art. 38–G. A presente seção se aplica ao prospecto, à lâmina e a qualquer outro material de divulgação do fundo.

Art. 38–H. Caso as informações divulgadas apresentem incorreções ou impropriedades que possam induzir o investidor a erros de avaliação, a CVM pode exigir:

I – a cessação da divulgação da informação; e

II – a veiculação, com igual destaque e por meio do veículo usado para divulgar a informação original, de retificações e esclarecimentos, devendo constar, de forma expressa, que a informação está sendo republicada por determinação da CVM.

...

Art. 73. Qualquer material de divulgação do fundo deve:

I – ser consistente com o prospecto, quando houver, e o regulamento;

II – ser elaborado em linguagem serena e moderada, advertindo seus leitores para os riscos do investimento;

III – ser identificado como material de divulgação;

IV – mencionar a existência da lâmina e do prospecto, quando houver, bem como os endereços na rede mundial de computadores nos quais tais documentos podem ser obtidos; e

V – se limitar às informações constantes do prospecto, quando houver, e do regulamento."

iii) Regulamentação do art. 14, parágrafo único, 17 da Instrução CVM nº 494, de 2011.

16. O dispositivo estabelece que a entidade administradora de mercado organizado deve estabelecer os meios de comunicação das alterações do estatuto social que não dependam de deliberação prévia por assembleia geral de cotistas.

17. Segundo a SIN, os itens 4.3 e 4.4 do Novo Regulamento adotam postura conservadora, similar àquela adotada para a regulação dos fundos de investimento. Vale transcrever:

"4.3 O Estatuto pode ser alterado, independentemente da Assembleia Geral, por ato do Administrador, sempre que tal alteração decorrer exclusivamente:

(i) de atendimento a exigências expressas da CVM ou da Bolsa;

de adequação a normas legais ou regulamentares;

(ii) em virtude da atualização dos dados cadastrais do Administrador ou, se for o caso, do Gestor ou do custodiante; ou

(iii) de exclusão ou de redução de taxa de administração ou de performance ou de outros encargos

4.4 As alterações que independem de Assembleia Geral são eficazes a partir da data indicada pelo Administrador no ato da alteração e devem ser comunicadas aos Cotistas pelo Administrador, por correspondência, no prazo de até 30 (trinta) dias corridos, contados da data da alteração, podendo a Bolsa efetuar eventuais exigências em relação às modificações realizadas."

18. Por essas razões, a SIN manifestou concordância com a redação sugerida.

iv) Regulamentação do art. 17 8 da Instrução CVM nº 494, de 2011.

19. A SIN entendeu que o art. 17, da Instrução CVM nº 494, de 2011, que cuida das assembleias de cotistas dos clubes de investimento, foi regulamentado adequadamente.

20. O Novo Regulamento admite a realização de reuniões não presenciais, que poderão ser realizadas por teleconferência, videoconferência ou por meio de salas de acesso restrito na Internet, nos termos dos itens 6.2.2 a 6.2.4.

21. Segundo a SIN, a BM&FBovespa teria optado por regulamentar os sistemas que os administradores dos clubes deveriam possuir para verificar a regularidade dos procedimentos nas reuniões de maneira exemplificativa, com determinações de caráter genérico de que os administradores tomem "as medidas técnicas necessárias para assegurar a autenticidade e veracidade das manifestações".

22. A SIN entendeu que, diante do dinamismo dos meios remotos de comunicação, a abordagem da BM&FBovespa seria adequada para que futuras inovações não sejam inviabilizadas, sem deixar de garantir que as manifestações dadas sejam fiéis e representem a vontade dos participantes dos clubes.

v) Regulamentação do art. 24 9 da Instrução CVM nº 494, de 2011.

23. O dispositivo trata do regime das taxas de administração e de performance nos clubes.

24. A SIN observou inicialmente que no Capítulo VIII do Novo Regulamento, a BM&FBovespa baseou-se na regulação da CVM para os fundos de investimento.

25. Nesse sentido, a SIN destacou que o item 8.2.3 do Novo Regulamento estabelece que a " taxa de administração será fixa e expressa em percentual anual do patrimônio líquido do Clube de Investimento (base 252 dias)", em moldes parecidos aos do art. 41, VII, da Instrução CVM nº 409, de 2004.

26. Segundo a SIN, a cobrança da taxa de performance teria seguido os mesmos parâmetros estabelecidos pelo art. 62, da Instrução CVM nº 409, de 2004, para os fundos de investimento em ações destinados ao varejo, isto é, (i) a exigência de vinculação a um parâmetro de referência relativo ao mercado de ações; (ii) a vedação à vinculação a percentuais inferiores a 100% do parâmetro de referência; (iii) cobrança por períodos no mínimo semestrais; e (iv) a cobrança após a dedução de todas as despesas, inclusive a taxa de administração.

27. A SIN destacou ainda que nos itens 8.2.4 e 8.2.5 do Novo Regulamento também haveria mecânica semelhante à da Instrução CVM nº 409, de 2004 para as despesas incorridas com as taxas dos fundos investidos, com duas possibilidades: (i) prever que a própria taxa de administração do clube também responda por esse encargo; ou (ii) prever e divulgar taxas de administração mínima e máxima, a primeira envolvendo apenas a taxa paga ao administrador do clube, e a segunda, a taxa mínima somada à despesa máxima prevista com as taxas cobradas por eventuais fundos investidos.
28. Por exigência da SIN, a BM&FBovespa incluiu no rol de encargos do clube previstos no item 8.4.1 do Novo Regulamento as taxas de administração e de performance cobradas pelo administrador ou gestor do clube.
29. A SIN entendeu que a opção regulatória da BM&FBovespa teria sido mais conservadora e compatível com a regulação do mercado de fundos de investimento de varejo, e, por essas razões, concordou com a regulamentação da remuneração do administrador sugerida.
- vi) Regulamentação do art. 25, §1º, [10] da Instrução CVM nº 494, de 2011.*
30. O dispositivo cuida das hipóteses de saída compulsória do administrador ou gestor do clube de sua função.
31. Nos termos do Novo Regulamento, nas hipóteses de (i) decretação de regimes especiais; (ii) suspensão, cassação ou cancelamento da autorização para atuar; e (iii) renúncia, o administrador, liquidante ou administrador judicial deve, em 48 horas, convocar assembleia para deliberar sobre a substituição do administrador ou gestor. Diferentemente, conforme salientou a SIN, o art. 67, da Instrução CVM nº 409, de 2004, prevê o prazo de 15 dias para tanto.
32. A esse respeito, a SIN destacou ainda que o Novo Regulamento apresenta apenas a descrição de que os prestadores de serviços ali citados "*devem ser substituídos nas hipóteses de... destituição*", sem a apresentação de qualquer detalhe adicional sobre o tema, como faz a Instrução CVM nº 409, de 2004, ao especificar, no art. 66, III, que "*O administrador e o gestor da carteira do fundo devem ser substituídos nas hipóteses de... destituição, por deliberação da assembleia geral*".
33. Por essas razões, a SIN manifestou concordância com a PFE no sentido de que o Novo Regulamento deveria ser específico, como a Instrução CVM nº 409, de 2004, no sentido de que a destituição apenas poderia ser deliberada pelos próprios investidores do clube reunidos em assembleia convocada para esse fim.
34. A SIN informa ainda que o item 9.1.1 do Novo Regulamento prevê que, caso não seja garantido o quórum mínimo de deliberação para a definição do substituto, o próprio administrador poderá indicar de ofício alguém que assuma a função, ou, alternativamente, proceder à liquidação do clube, "*informando de imediato aos cotistas e à bolsa*" essa decisão. Vale transcrever:
- "9.1 O Administrador ou os terceiros cuja contratação esteja prevista no Estatuto devem ser substituídos nas hipóteses de:
- (i) decretação dos regimes de intervenção, administração especial temporária, liquidação extrajudicial ou falência;
- (ii) suspensão, cassação ou cancelamento, pelo órgão administrativo competente, da autorização para exercício de sua atividade;
- (iii) renúncia; ou
- (iv) destituição.
- 9.1.1 Nas hipóteses previstas nos subitens (i) a (iii) do item acima, o Administrador ou seu interventor, liquidante ou administrador judicial, conforme o caso, deverá convocar, no prazo de 48 (quarenta e oito) horas, Assembleia Geral para a escolha de seu substituto. Não havendo quorum para deliberação, o Administrador poderá, a seu critério, indicar de ofício o substituto ou proceder à liquidação e dissolução do Clube de Investimento, informando de imediato aos Cotistas e à Bolsa de sua decisão."
35. A SIN mencionou que embora a possibilidade de substituição de ofício do administrador seja menos gravosa que a outra alternativa proposta (liquidação e dissolução do clube), ela apenas seria possível caso o novo administrador manifeste sua prévia concordância para tal designação. Assim, a área técnica entende que previsão expressa nesse sentido deve ser inserida no Novo Regulamento para não deixar margem a dúvidas quanto a tal exigência.
36. Ressalvadas as sugestões tratadas acima, a área técnica não vislumbra impeditivo para nenhuma das disposições trazidas pela bolsa para o tema, até mesmo em função da semelhança que apresentam com as disposições da Instrução CVM nº 409, de 2004. [11]
- vii) Regulamentação do art. 27, §1º, e §2º, III [12] da Instrução CVM nº 494, de 2011.*
37. O comando determina basicamente que a entidade administradora de mercado organizado regulamente o investimento em derivativos pelos clubes de investimento.
38. A SIN relata que o Novo Regulamento teria estabelecido como modalidades operacionais admitidas (i) a venda coberta de opções; (ii) operações a termo com ações como ativos subjacentes; e (iii) operações com futuros de ações e de índice de ações (item 10.1.5). O Novo Regulamento teria definido o limite máximo de exposição de 15% do patrimônio líquido do clube em garantias depositadas requeridas pela própria BM&FBovespa.
39. Tendo em vista que os cálculos de margem depositadas como garantia são feitos por entidade segregada e independente dos administradores e gestores dos clubes de investimento, a SIN entendeu adequado fixar os limites de aplicação em derivativo de acordo com as margens depositadas.
40. Diante da alegação da BM&FBovespa de que "*hoje, 94% dos clubes possuem chamada de margem inferior a 15%*", a SIN entendeu que seria razoável a proposta da BM&FBovespa de controlar a exposição dos clubes aos riscos decorrentes do uso de derivativos por meio da margem depositada e que a adoção do limite de 15% do patrimônio líquido do clube já seria compatível com as atuais práticas do mercado.
41. No entanto, a SIN considerou não satisfatórias as respostas da BM&FBovespa aos questionamentos a respeito da origem do patamar de 15%, pois tal limite (i) não levaria em consideração todas as possibilidades de exposição via derivativos dos clubes (como definido pela própria BM&FBovespa no item 10.1.5 do Novo Regulamento, através de venda de opções cobertas, operações a termo ou operações com contratos futuros de ações), e (ii) não consideraria o pior cenário possível de exposição, que não seria aquele em que os derivativos são utilizados para *hedge*, mas sim aquele em que são utilizados para alavancagem das posições do clube.

42. Em resposta ao ofício CVM/SIN/GIR/Nº2.505/2011, a BM&FBovespa incluiu o item 10.2 no Novo Regulamento:

"10.2.1 Em caso de operações em mercados derivativos pelo Clube de Investimento, o Administrador deverá observar os seguintes procedimentos de administração de riscos:

(i) Determinação diária do valor da carteira de operações em mercados derivativos;

(ii) Avaliação diária da adequação da parcela em recursos e Ativos líquidos da carteira consolidada com relação a potenciais compromissos financeiros decorrentes das operações em mercados derivativos; e

(iii) Monitoração diária do enquadramento do Clube de Investimento com relação aos limites para operações em mercados derivativos.

10.2.2 O Administrador poderá adotar procedimentos adicionais que entender cabíveis, de acordo com suas práticas de controle."

43. Posteriormente, a BM&FBovespa apresentou nota técnica com novos esclarecimentos sobre o patamar de 15% (fls. 144/151). Foi esclarecido que além de todos os derivativos que o Clube poderia comprar terem como ativos subjacentes ações e serem cursados em mercado organizado, o Novo Regulamento impunha ao administrador e ao gestor uma série de cuidados relativos aos investimentos do clube.

44. O conjunto de tais cuidados somados aos limites tanto quantitativos (15%) e qualitativos (autorização para compra de derivativos cujo ativo subjacente são ações, forma um arcabouço em que seria bastante difícil o Clube alcançar um patrimônio líquido negativo.

45. Em suas conclusões, a SIN considerou que a regulamentação atenderia aos critérios exigidos pelo art. 27, § 1º, III, e § 2º, da Instrução CVM nº 494, de 2011, dado que (i) apenas previu operações com derivativos que possuem ações como ativos subjacentes; (ii) todas essas operações são cursadas nesse próprio mercado organizado; e (iii) o limite operacional atenderia o objetivo previsto no art. 27, § 2º, III, de "proteção da integridade do patrimônio líquido do Clube".

46. Adicionalmente, o item 10.3.3 do Novo Regulamento concedeu ao administrador o poder de destituir o gestor nos casos em que o gestor "não tomar imediatamente as providências cabíveis para a regularização ou apresentar justificativa aceita pelo Administrador e pela Bolsa". Nessa hipótese, o administrador deve convocar em 5 dias assembleia geral para deliberar sobre a substituição desse contratado, e nomear gestor interino, se for o caso, encarregado de responder pela função até a aprovação do novo gestor.

47. A SIN entendeu que, diante do art. 19, da Instrução CVM nº 494, de 2011, que reforça a legitimidade dos cotistas para deliberar sobre o gestor do clube, tal previsão seria excessivamente severa. Para a SIN, a previsão mais adequada seria a convocação de assembleia geral pelo administrador do clube, para que os cotistas decidam a respeito de eventual negligência do gestor no reenquadramento da carteira do clube.

viii) *Regulamentação do art. 33[13], da Instrução CVM nº 494, de 2011.*

48. O dispositivo determina que a entidade administradora de mercado organizado pode estabelecer obrigações adicionais dos administradores e definir procedimentos mínimos em casos de comunicação por meios eletrônicos.

49. A SIN relata que a BM&FBovespa não teria estabelecido obrigações adicionais para os administradores dos clubes.

50. Quanto à definição de procedimentos mínimos em casos de comunicação por meios eletrônicos, os itens 6.2.3 e 6.2.4 do Novo Regulamento dispõem:

"6.2.3 As manifestações individuais dos Cotistas deverão ser realizadas por escrito, em meio físico ou Meio Eletrônico, devendo o Administrador manter em arquivo as evidências de manifestação recebidas dos Cotistas.

6.2.4 No caso de utilização de (i) meio remoto de comunicação por teleconferência, videoconferência ou internet ou (ii) manifestação individual dos Cotistas, devem ser tomadas as medidas técnicas necessárias para assegurar a autenticidade e veracidade das manifestações, podendo o Administrador utilizar para tal finalidade a atribuição de senha de acesso ou gravação da teleconferência e/ou videoconferência, conforme o caso."

51. A SIN manifestou concordância com a redação sugerida pela BM&FBovespa.

ix) *Regulamentação do art. 37,[14] da Instrução CVM nº 494, de 2011.*

52. O artigo trata da obrigação da entidade administradora de mercado organizado de regulamentar as hipóteses de incorporação, fusão, cisão e transformação de clubes.

53. Em primeiro lugar, a SIN destacou o direito de resgate garantido aos dissidentes de decisões tomadas em assembleias gerais que deliberem sobre tais operações, nos termos do item 13.1.3 do Novo Regulamento.

54. Como tal previsão encontra paralelo no art. 101, § 1º, da Instrução CVM nº 409, de 2004, que prevê direito idêntico aos cotistas que dissentirem ou não comparecem às assembleias que deliberarem tais operações, a SIN manifestou concordância com a redação.

55. A SIN também destacou a vedação, imposta pelo item 13.2.3 do Novo Regulamento, de transformações de fundos de investimento em clubes de investimento. Embora não possa ser comparada a nenhuma disposição da Instrução CVM nº 409, de 2004, a SIN considerou adequada tal previsão, pois transformações dessa natureza implicariam a possibilidade de migração de cotistas de varejo de fundos de investimento, que convivem com um ambiente regulatório mais restritivo, para um outro arcabouço que prevê um regime mais flexível.

56. A esse respeito, a SIN mencionou que a transformação inversa, de clubes em fundos de investimento, está prevista no art. 104, II, da Instrução CVM nº 409, de 2004, sujeita a prévia autorização da CVM.

x) *Regulamentação do art. 38[15], da Instrução CVM nº 494, de 2011.*

57. O dispositivo cuida dos procedimentos para liquidação, dissolução e encerramento dos clubes. Vale transcrever a previsão do Novo Regulamento a respeito:

"14.1.1 A dissolução do Clube de Investimento se fará:

- (i) por deliberação de Cotista(s) que represente(m) a maioria das Cotas emitidas, em Assembleia Geral convocada especialmente para essa finalidade;
 - (ii) automaticamente, quando o número de Cotistas permanecer entre 01 (um) e 03 (três), durante um período de 30 (trinta) dias corridos;
 - (iii) pelo Administrador, no caso do item 9.1.1;
 - (iv) automaticamente, quando todos os Cotistas resgatarem suas Cotas;
 - (v) nos demais casos previstos neste Regulamento."
58. A SIN não manifestou ressalvas às hipóteses listadas no Novo Regulamento.
- xi) Outros temas.*
59. A SIN fez ainda observações adicionais sobre outros temas relevantes.
- a. Integralizações periódicas.*
60. A esse respeito, o Novo Regulamento estabelece que:
- "3.6. INTEGRALIZAÇÕES PERIÓDICAS
- 3.6.1. O Estatuto dos Clubes de Investimento poderá estabelecer plano de investimento que preveja o aporte periódico de recursos para a integralização de novas Cotas.
- 3.6.2. O Estatuto deverá conter, no mínimo, as seguintes informações em relação ao plano de investimento:
- (i) o prazo de duração do plano de investimento;
 - (ii) a periodicidade das contribuições;
 - (iii) o valor das contribuições;
 - (iv) o meio e a forma de pagamento;
 - (v) os critérios de resgate de Cotas;
 - (vi) as penalidades aplicáveis aos Cotistas que não cumprirem com os aportes estabelecidos no plano de investimento, se for o caso.
- 3.6.3. Para fins de integralizações periódicas em Clube de Investimento, não será permitido o desconto de valores (i) em folha de pagamentos ou (ii) do benefício recebido por aposentados e pensionistas."
61. A SIN destacou que essa previsão traz a possibilidade de que o investidor se obrigue à aplicação periódica no clube de investimento, e venha a ser penalizado em caso de descumprimento dessa obrigação. Segundo a SIN, trata-se de inovação quanto à regulação de qualquer tipo de fundo investimento registrado na CVM.
62. Conforme destacado pela área técnica, em que pese a intenção da bolsa de " *possibilitar que os cotistas conheçam previamente as consequências a que eventualmente estarão sujeitos em caso de descumprimento*" (fls. 54), a SIN acredita que tal previsão traz dificuldades relevantes.
63. Para a área técnica que decisões de investimento devem ser tomadas com consciência e de forma ponderada, devendo ser vistas com cautela previsões de " *aplicações automáticas*".
64. A SIN salientou que a indústria de fundos, embora possibilite o investimento periódico – " *investimento programado*" –, concede ampla liberdade ao investidor para interromper e novamente aderir a essa opção conforme sua conveniência, o que confere a essa facilidade os contornos de mais uma oportunidade operacional oferecida ao investidor.
65. Segundo a SIN, o mercado de clubes não faz uso frequente desse mecanismo, considerando informação da própria BM&FBovespa de que " *este não é um item comumente incorporado no Estatuto de Clubes*" (fls. 54). Assim, não se trataria de regulamentação de uma prática já adotada na indústria de clubes.
66. Na interpretação da SIN, tal possibilidade não guarda compatibilidade com o regime geral previsto para os fundos de investimento, uma vez que só se encontra previsão similar na regulação dos FIPs, destinados exclusivamente a investidores qualificados, nos termos da Instrução CVM nº 391, de 2003 (o denominado compromisso de investimento).
67. A esse respeito, a BM&FBovespa esclareceu que " *[a]tualmente não há informações sobre eventuais penalidades aplicáveis aos cotistas que não cumprirem com os aportes estabelecidos no plano de investimento, visto que este não é um item comumente incorporado ao Estatuto dos Clubes. A inclusão de tal dispositivo na minuta do novo Regulamento visa exatamente possibilitar que os cotistas conheçam previamente as consequências a que eventualmente estarão sujeitos em caso de descumprimento, evitando que os casos concretos sejam tratados de forma pontual e, eventualmente, desigual*" (fls. 54).
68. A SIN entendeu que não seria apropriada a previsão de um " *plano de investimento que preveja o aporte periódico de recursos para a integralização de novas Cotas*".
- b) Termo de ciência.*
69. O art. 35, da Instrução CVM nº 494, de 2011, [\[16\]](#) estabelece que a entidade administradora de mercado organizado deve estabelecer modelo de termo de ciência a ser assinado para ingresso nos clubes de investimento que não tiverem suas demonstrações auditadas.
70. A SIN solicitou à bolsa, através do Ofício CVM/SIN/GIR/nº3.216/2011, o encaminhamento de minuta de Novo Regulamento com a inclusão de modelo de termo de ciência, já que ele não constava da minuta originalmente enviada.

xii) Conclusão da SIN.

71. Ao final, a SIN opinou pela aprovação da minuta de Novo Regulamento dos Clubes de Investimento, ressalvando que a BM&FBovespa deveria:
- i. excluir a previsão de integralizações periódicas de cotas contida no item 3.6 do Novo Regulamento;
 - ii. compatibilizar o item 3.5 do Novo Regulamento com as disposições contidas na proposta contida na Audiência Pública SDM nº6/2011;
 - iii. esclarecer, no item 9.1 do Novo Regulamento, que a hipótese de destituição se refere àquela " *deliberada por assembleia geral de cotistas*" convocada para esse fim;
 - iv. esclarecer que a hipótese de " *substituição de ofício*", aplicável exclusivamente nos casos previstos no item 9.1.1 da minuta – falta de quórum para deliberação da substituição do administrador por assembleia geral – apenas pode ser levada a efeito com a prévia e expressa concordância do administrador substituído;
 - v. excluir a possibilidade de destituição do gestor pelo administrador, e a sua substituição por uma exigência de convocação de assembleia geral para deliberar sobre a persistência no desenquadramento da carteira verificado; e
 - vi. incluir modelo para o Termo de Ciência previsto em seu item 16.1.2.
72. Diante dessas questões, a SIN apresentou novo pedido de esclarecimentos à BM&FBovespa por meio do ofício CVM/SIN/GIR/Nº3.216/2011 (fls. 136).
73. Por meio do MEMO/CVM/SIN/Nº201/2011, a SIN encaminhou as respostas da BM&FBovespa (fls. 138/139).
74. A SIN relata que a BM&FBovespa apresentou (i) minuta de Termo de Ciência; (ii) minuta de Estatuto Social padrão; e (iii) esclarecimentos adicionais sobre o limite de 15% do Patrimônio Líquido do Clube em garantias depositadas para a realização de suas operações.
75. Em relação ao primeiro ponto, a SIN manifestou concordância com a minuta de Termo de Ciência encaminhado pela BM&FBovespa.
76. Quanto ao segundo ponto, a SIN observou que as seguintes questões da minuta de Estatuto Social padrão deveriam ser compatibilizadas com a minuta de Novo Regulamento:
- i. falta de menção às taxas de administração e performance como encargos do clube conforme já consta do item 8.4.1(xi) do Novo Regulamento;
 - ii. ausência do Termo de Ciência, conforme consta do anexo I ao Novo Regulamento;
 - iii. ausência de previsão para dispor sobre a política de administração de riscos do clube, como já incluído no item 4.1(vi) do Novo Regulamento; e
 - iv. ausência de previsão para esclarecer que a taxa de administração cobrada compreende a taxa de administração cobrada pelos fundos de investimento em que o clube investir, como previsto no item 8.2.4 e 8.2.5 do Novo Regulamento.
77. Por fim, no que diz respeito ao terceiro ponto, a SIN esclareceu que o limite de 15% geraria uma exposição máxima de cerca de 180% a 215% do patrimônio líquido do clube quando utilizado na mesma direção comprada de ações.
78. Além disso, o Novo Regulamento apresentaria outras limitações que deveriam ser consideradas em conjunto para a consecução dos objetivos da norma: (i) vedação da venda a descoberto de opções (item 10.1.5 do Novo Regulamento e art. 27, §1º, IV, da Instrução CVM nº 494, de 2011); (ii) restrições de modalidades operacionais previstas no item 10.1.5 do Novo Regulamento; (iii) a desconsideração dos ativos depositados em garantia no cálculo do limite de 67% (item 10.1.5.2 do Novo Regulamento e art. 26, parágrafo único, I, da Instrução CVM nº 494, de 2011); e (iv) existência do mecanismo de ajuste diário para os contratos futuros de Ibovespa na BM&FBovespa.
79. A SIN entende que embora tais limitações não garantam a impossibilidade de ocorrência de um evento de patrimônio líquido negativo nos clubes, tendo em vista a possibilidade de utilização de derivativos para alavancagem do clube, elas reduziram a um nível razoável a possibilidade de um clube adotar uma estratégia de investimento alavancada a ponto de comprometer a proteção da integridade do patrimônio líquido do clube, nos termos do art. 27, §2º, III da Instrução CVM nº 494, de 2011.
80. Os autos vieram para apreciação pelo Colegiado e, em 01.11.2011, fui designada relatora.

É o relatório.

Voto

1. O presente processo cuida de pedido da BM&FBovespa de aprovação da minuta de Novo Regulamento dos Clubes de Investimento, nos termos do art. 117, I, da Instrução CVM nº 461, de 2007, e do art. 45, da Instrução CVM nº 494, de 2011.
2. A SIN identificou, no MEMO/CVM/SIN/Nº127/2011, os temas que a BM&FBovespa deveria regulamentar por meio do Novo Regulamento dos Clubes de Investimento, nos termos da Instrução CVM nº 494, de 2011.
3. Este voto segue, em linhas gerais, a sistematização das questões pendentes indicadas nos últimos memorandos da SIN, especialmente no MEMO/CVM/SIN/Nº127/2011, além de tratar de algumas questões adicionais que entendi pertinentes.

I. Integralizações periódicas. Item 3.6 do Novo Regulamento.

4. O item 3.6 do Novo Regulamento estabelece que o estatuto dos clubes de investimento pode estabelecer plano de investimento que preveja o aporte periódico de recursos para a integralização de novas Cotas.
5. A SIN entendeu que não seria apropriada a previsão de um " *plano de investimento que preveja o aporte periódico de recursos para a integralização de novas Cotas*", com a possibilidade de penalizar o investidor caso não cumpra com as integralizações

periódicas previstas no plano de investimento. A única previsão similar já existente na regulação para fundos ou clubes de investimento seria o compromisso de investimento previsto na Instrução CVM nº 391, de 2003, para os FIPs.

6. Concordo com a SIN. Realmente não parece adequado penalizar um investidor que resolva não aplicar recursos em um clube de investimento, ainda que tenha se vinculado originalmente a um aporte periódico. Nos clubes de investimento em ações, por exemplo, pode haver alta volatilidade no valor das cotas em razão da política de investimentos perseguida, e não parece razoável impedir que o investidor tome uma decisão de investimento ponderada, obrigando-o a realizar a integralização periódica.
7. Há uma previsão semelhante na Instrução CVM nº 391, de 2003, que regula o funcionamento dos FIPs. Mas, há duas diferenças fundamentais entre FIPs e clubes: o tipo de investidor e o modelo de negócio.
8. Os FIPs se destinam unicamente a investidores qualificados. Presume-se, por isso, que os investidores do FIP terão melhores condições de tomar uma decisão fundamentada de investimento, mesmo diante das obrigações constantes do compromisso de investimento, justamente por serem investidores qualificados.^[17]
9. Além disso, o modelo de negócios de um FIP pressupõe que ele capte seus recursos de acordo com um plano de investimento, sem que tais recursos sejam imediatamente aportados. Com base nos compromissos de investimento, o FIP entra em acordos para aquisição de participações em companhias, geralmente ilíquidas. Em seguida, o FIP faz chamadas de capital para honrar tais compromissos contratuais. Desta forma, os compromissos de investimento não buscam garantir um aporte periódico de recursos. Eles, na verdade, garantem que os recursos dos investidores sejam aportados para o fundo no momento em que o fundo já selecionou o investimento a que tal recurso se destina.
10. Os clubes de investimento, por sua vez, não adquirem participações em companhias fechadas. Tampouco é da natureza deste produto entrar em contratos comprometendo-se a investir quantia certa em companhias abertas. Suas aquisições se dão em bolsa sem que haja compromissos contratuais de investimento com a empresa investida. Assim, não há motivo para aportes compulsórios de recursos por parte dos cotistas.
11. Por essas razões, acompanho a área técnica e voto pela exclusão da obrigação do investidor de realizar integralizações periódicas do Novo Regulamento dos Clubes de Investimento.

II. Compatibilização do item 3.5 da minuta com as disposições do Edital de Audiência Pública SDM nº6/2011.

12. O item 3.5 do Novo Regulamento disciplina a utilização de material de divulgação para a distribuição de cotas pelos clubes de investimento.
13. A CVM tem empreendido sérios e vigorosos esforços no sentido de tornar as informações divulgadas pelos fundos de investimento mais claras e precisas. Para tanto, a CVM divulgou, no Edital de Audiência Pública SDM nº6/2011, que pretende adotar, para o material de divulgação de fundos de investimento, os padrões aplicáveis ao material publicitário de ofertas públicas disciplinados pela Instrução nº 400, de 2003.
14. Em suma, a linguagem adotada pelo material de divulgação dos fundos de investimento deve ser clara, precisa e objetiva. Mas, mais do que isso, o material de divulgação passa a ter que ser elaborado em linguagem serena e moderada, advertindo os leitores para o risco do investimento.
15. Essas exigências também se mostram justificadas para os clubes de investimento – talvez até com mais intensidade –, uma vez que esses veículos são considerados uma forma de introdução dos pequenos investidores ao mercado de capitais.
16. Assim, em linha com os esforços realizados pela CVM, acompanho a área técnica, e voto no sentido de que o Novo Regulamento dos Clubes de Investimento passe a prever, para o material de divulgação dos clubes de investimento, exigências semelhantes àquelas previstas no Edital de Audiência Pública SDM nº6/2011 para o material de divulgação dos fundos de investimento.

III. Destituição e substituição dos prestadores de serviços do clube de investimento.

17. O Novo Regulamento previu a hipótese substituição dos prestadores de serviços dos clubes de investimento. Quando tratou da substituição por destituição não foi mais específico a ponto de esclarecer que tal destituição decorra de manifestação da assembleia de cotistas. Referiu-se simplesmente a "destituição". Vale transcrever:

"9.1 O Administrador ou os terceiros cuja contratação esteja prevista no Estatuto devem ser substituídos nas hipóteses de:

 - (i) decretação dos regimes de intervenção, administração especial temporária, liquidação extrajudicial ou falência;
 - (ii) suspensão, cassação ou cancelamento, pelo órgão administrativo competente, da autorização para exercício de sua atividade;
 - (iii) renúncia; ou
 - (iv) destituição." (g.n.)
18. Acompanhando posicionamento da PFE, a SIN destacou que a Instrução CVM nº 409, de 2004, ao disciplinar o mesmo assunto, no art. 66, III, previu que "*O administrador e o gestor da carteira do fundo devem ser substituídos nas hipóteses de... destituição, por deliberação da assembléia geral*".
19. Por isso, opinou no sentido de que o Novo Regulamento deveria ser mais específico, nos moldes da Instrução CVM nº 409, de 2004, prevendo que a destituição dos prestadores de serviços somente poderia ser realizada pelos próprios investidores do clube reunidos em assembleia convocada para esse fim.
20. Discordo da área técnica. Isto porque há uma diferença fundamental entre a redação do normativo que regulamenta os fundos de investimento e aquele que cuida dos clubes.
21. Enquanto a Instrução CVM nº 409, de 2004, estabeleceu que a competência para a substituição do gestor é, sem restrições, privativa da assembleia geral de cotistas (art. 47, II^[18]), a Instrução CVM nº 494, de 2011, por sua vez, estabeleceu que a

competência para a substituição do gestor somente será privativa da assembleia geral de cotistas se o gestor houver sido eleito pela própria assembleia (art. 15, II[19]).

22. O art. 19 da Instrução CVM nº 494, de 2011, prevê que a gestão da carteira do clube pode ser exercida: (i) pelo próprio administrador, desde que previamente autorizado a exercer a atividade de administrador de carteira de valores mobiliários pela CVM e eleito pela assembleia geral; (ii) por um ou mais cotistas, eleitos pela assembleia geral, observado o disposto no § 2º; ou (iii) por pessoas naturais ou jurídicas contratadas pelo administrador, desde que previamente autorizadas a exercer a atividade de administrador de carteira de valores mobiliários pela CVM.[20]
23. Há, portanto, duas hipóteses de nomeação do gestor do clube: (i) ele poderá ser eleito pela assembleia geral, ou (ii) indicado pelo administrador.
24. Nos termos do art. 15 da Instrução CVM nº 494, de 2011, nos casos em que o gestor for contratado pelo administrador, e não eleito pela assembleia geral (art. 19, II), a competência para destituir e substituir o gestor não é privativa da assembleia de cotistas. Nesses casos, cabe ao administrador fazê-lo, nos termos do art. 25 da Instrução CVM nº 494, de 2011.[21]
25. Por essas razões, discordo da SIN e voto no sentido de aprovar a redação do Novo Regulamento neste ponto tal como submetida ao Colegiado.

IV. Substituição de ofício do gestor pelo administrador.

26. O item 9.1.1 do Novo Regulamento tem a seguinte redação:

"9.1.1 Nas hipóteses previstas nos subitens (i) a (iii) do item acima, o Administrador ou seu interventor, liquidante ou administrador judicial, conforme o caso, deverá convocar, no prazo de 48 (quarenta e oito) horas, Assembleia Geral para a escolha de seu substituto. Não havendo quorum para deliberação, o Administrador poderá, a seu critério, indicar de ofício o substituto ou proceder à liquidação e dissolução do Clube de Investimento, informando de imediato aos Cotistas e à Bolsa de sua decisão."

27. A SIN entende que a substituição de ofício do administrador seria menos gravosa que a liquidação e dissolução do clube, mas que ela apenas seria possível caso o novo administrador manifestasse sua prévia concordância para tal designação.
28. Concordo com a SIN no sentido de que o novo administrador deve manifestar concordância com sua nomeação. Entendo que essa previsão expressa é desejável por trazer maior segurança e proteção aos investidores do clube. Por isso, voto no sentido de que o Novo Regulamento seja complementado para abarcar tal previsão.

V. Desenquadramento da carteira. Destituição do gestor pelo administrador.

29. Conforme relatado, o item 10.3.3 do Novo Regulamento concedeu ao administrador o poder de destituir o gestor nos casos em que o gestor "*não tomar imediatamente as providências cabíveis para a regularização ou apresentar justificativa aceita pelo Administrador e pela Bolsa*".
30. A SIN entendeu que, diante do art. 19, da Instrução CVM nº 494, de 2011, que reforçaria a legitimidade dos cotistas para deliberar sobre o gestor do clube, tal previsão seria excessivamente severa. Para a SIN, a previsão mais adequada seria a convocação de assembleia geral pelo administrador do clube, para que os cotistas decidam a respeito de eventual negligência do gestor no reenquadramento da carteira do clube.
31. Concordo com a SIN que deve haver uma adequação da redação do dispositivo. Mas, não concordo com o endereçamento proposto pela área técnica.
32. Não é sempre que a assembleia geral de cotistas tem competência privativa para deliberar sobre a destituição e substituição do gestor. Isso só acontece quando a própria assembleia elege o gestor (art. 15, II, e art. 19, I e III, da Instrução CVM nº 494, de 2011). Quando o gestor é apontado pelo administrador é ele que tem que competência para destituí-lo e substituí-lo (art. 15, II, art. 19, II, e art. 25, III, da Instrução CVM nº 494, de 2011), como já visto no item III, acima.
33. A previsão atualmente constante do Novo Regulamento não contempla esses detalhes e transfere para o administrador uma competência que em alguns casos pode ser da assembleia de cotistas. Entendo que o Novo Regulamento deve diferenciar de maneira clara as hipóteses em que cabe a assembleia de cotistas e aquelas em que cabe ao administrador destituir e substituir o gestor.
34. Por esse motivo, voto no sentido de que a BM&FBovespa deve adequar o item 10.3.3 do Novo Regulamento ao disposto no art. 15, II, art. 19, II, e art. 25, III, da Instrução CVM nº 494, de 2011, de forma a garantir que a competência da assembleia de cotistas não seja usurpada nos casos em que ela deva deliberar a respeito da destituição e substituição do gestor.

VI. Adequação do Estatuto Social padrão ao Novo Regulamento.

35. A SIN identificou as seguintes incompatibilidades entre o Estatuto Social padrão e a minuta de Novo Regulamento:
 - i. falta de menção às taxas de administração e performance como encargos do clube conforme já consta do item 8.4.1(xi) do Novo Regulamento;
 - ii. ausência do Termo de Ciência, conforme consta do anexo I ao Novo Regulamento;
 - iii. ausência de previsão para dispor sobre a política de administração de riscos do clube, como já incluído no item 4.1(vi) do Novo Regulamento; e
 - iv. ausência de previsão para esclarecer que a taxa de administração cobrada compreende a taxa de administração cobrada pelos fundos de investimento em que o clube investir, como previsto no item 8.2.4 e 8.2.5 do Novo Regulamento.
36. Diante dessas questões levantadas pela SIN, a BM&FBovespa deve providenciar a adequação do Novo Regulamento e do Estatuto Social padrão, conforme disposto nos itens (i) a (iv) acima.

VII. Operações com derivativos.

37. No que tange à regulamentação das operações com derivativos, nos termos do art. 27, §§ 1º e 2º da Instrução CVM nº 494, de 2011, o regime criado pela BM&FBovespa contempla, basicamente:
- i. a restrição das modalidades operacionais permitidas, na forma do inciso I do § 1º do art. 27, da Instrução CVM nº 494, de 2011;
 - ii. a limitação à exposição dos clubes e à alavancagem, nos termos do mesmo inciso I e II do § 1º do art. 27, da Instrução CVM nº 494, de 2011, a partir do estabelecimento de uma porcentagem máxima do patrimônio líquido que se pode utilizar para atender a chamadas de margem, da ordem de 15%; e
 - iii. o reforço das obrigações dos administradores, com a definição de alguns procedimentos mínimos de administração de riscos, em consonância com o inciso III do § 1º do art. 27.
38. Entendo, em consonância com a análise da SIN e com os esclarecimentos adicionais prestados pela BM&FBovespa, que tais dispositivos são coerentes com o disposto na Instrução CVM nº 494, de 2011 e notadamente com a busca da proteção do patrimônio líquido do clube em caso de realização de operações nos mercados de derivativos.

VIII. Questões adicionais.

39. Há duas questões adicionais que deveriam ser regulamentadas pela BM&FBovespa.
40. O art. 20, §2º, I, da Instrução CVM nº 494, de 2011, dispõe que o administrador deve diligenciar para que sejam mantidos, na forma estabelecida pela entidade administradora de mercado organizado, os documentos ali listados. [\[22\]](#)
41. A meu ver, o item 7.2.1 do Novo Regulamento tratou de forma adequada da questão:
- "7.2 Obrigações do administrador
- 7.2.1. Além das obrigações previstas na regulamentação em vigor, o Administrador deverá:
- (i) manter, atualizada e em perfeita ordem, em meio físico ou eletrônico, documentação relativa ao Clube de Investimento que administra, incluindo:
 - a) cadastro e identificação de cada Cotista;
 - b) arquivo onde conste a evolução do patrimônio do Clube de Investimento, contendo, inclusive, as informações relativas a todos os cotistas que integraram, a qualquer tempo, o Clube de Investimento e respectivas movimentações de cotas;
 - c) termos de adesão ao Clube de Investimento e, no caso de termos de adesão eletrônicos, comprovante de identificação do signatário;
 - d) contratos celebrados pelo Clube de Investimento, se for o caso;
 - e) edital de convocação de Assembleias Gerais, inclusive os correspondentes comprovantes de recebimento;
 - f) lista de presença dos Cotistas que compareceram às Assembleias Gerais;
 - g) vias originais das atas de assembleias, devidamente assinadas pelos Cotistas presentes ou apenas pelo Administrador, conforme item 6.5.3;
 - h) registro de acesso dos Cotistas que participaram da Assembleia Geral por teleconferência, videoconferência ou pela internet;
 - i) manifestações individuais dos Cotistas recebidas pelo Administrador;
 - j) registro de operações realizadas pelo Clube de Investimento;
 - k) comprovação do envio de comunicações e documentos à Bolsa;
 - l) comprovação do envio de comunicações e extratos aos Cotistas;
 - m) documentação necessária para a comprovação do cumprimento das obrigações tributárias do Clube de Investimento;
 - n) demonstrações financeiras do Clube de Investimento;
 - o) outros documentos que vierem a ser exigidos pela Bolsa e/ou pela CVM; e
 - p) termo de ciência, conforme modelo estabelecido pela Bolsa, de que as demonstrações financeiras do Clube de Investimentos não são auditadas, se for o caso."
42. O art. 30 da Instrução CVM nº 494, de 2011, determina que o administrador deve fornecer à entidade administradora de mercado organizado, na forma e na periodicidade por esta determinada, as seguintes informações: número de participantes, valor do patrimônio líquido e da cota, rentabilidade do período, demonstrativo da composição e diversificação da carteira e dados referentes às reclamações de cotistas. [\[23\]](#)
43. A meu ver, o item 11.1 do Novo Regulamento também endereça adequadamente a matéria:
- "11.1. Do administrador à Bolsa
- 11.1.1. O administrador deverá fornecer à Bolsa, até o 5º (quinto) dia útil de cada mês, informe mensal na forma estabelecida pela Bolsa, com base no último dia útil do mês anterior, contendo as seguintes informações:
- (i) número de Cotistas, bem como o de adesões e retiradas ocorridas no mês anterior;
 - (ii) identificação dos Cotistas, contendo nome, CPF, quantidade de cotas e percentual de participação de cada Cotista;

- (iii) rentabilidade do período;
- (iv) demonstrativo da composição e diversificação da carteira;
- (v) valor do patrimônio do Clube de Investimento;
- (vi) valor da Cota;
- (vii) número de Cotas emitidas; e
- (viii) dados referentes às reclamações de Cotistas"

IX. Conclusão.

- 44. Diante do exposto, acompanho o entendimento da área técnica e voto pela concessão da aprovação pleiteada.
- 45. Essa aprovação fica, no entanto, condicionada a:
 - i. exclusão da previsão de integralizações periódicas do item 3.6 do Novo Regulamento, nos termos da seção I deste voto;
 - ii. compatibilização do item 3.5 do Novo Regulamento com as disposições contidas na proposta contida na Audiência Pública SDM nº6/2011, nos termos da seção II deste voto;
 - iii. esclarecimentos de que a hipótese de " *substituição de ofício*", aplicável exclusivamente nos casos previstos no item 9.1.1 da minuta apenas pode ser implementada com a prévia e expressa concordância do administrador substituto, nos termos da seção IV deste voto;
 - iv. adaptação do item 10.3.3 do Novo Regulamento ao disposto no art. 15, II, art. 19, II, e art. 25, III, da Instrução CVM nº 494, de 2011, para preservar a competência da assembleia nos casos em que cabe a ela deliberar sobre a destituição e substituição do gestor, nos termos da seção V deste voto; e
 - v. adequação do Estatuto Social padrão ao Novo Regulamento, nos termos da seção VI deste voto.
- 46. A SIN deverá acompanhar o cumprimento das condições expostas nos itens (i) a (v) acima.
- 47. Vale ressaltar, por fim, que fica pendente a complementação, a ser fornecida anualmente pela BM&FBovespa à CVM após a aprovação da minuta de Novo Regulamento, da programação anual de trabalho prevista no art. 41 da Instrução CVM nº 494, de 2011, e art. 46, § 1º, V, da Instrução CVM nº 461, de 2007.

Rio de Janeiro, 27 de março de 2012.

Luciana Dias

Diretora

[1] "Art. 117. Sem exclusão de outras matérias previstas nesta Instrução, estão sujeitos à aprovação prévia da CVM, para produzirem efeito:

I – as normas de funcionamento de mercados organizados de valores mobiliários, ou segmentos de mercados organizados de valores mobiliários, bem como suas alterações;

(...)"

[2] "Art. 45. As entidades administradoras de mercado organizado têm 90 (noventa) dias, contados a partir da publicação da presente Instrução, para encaminhar à CVM, os regulamentos disciplinando o funcionamento dos Clubes, para aprovação prévia nos termos do art. 117 da Instrução CVM nº 461, de 2007."

[3] "Art. 3º O Clube deve ser constituído por ato do administrador e seu funcionamento depende de registro em entidade administradora de mercado organizado.

Parágrafo único. A entidade administradora de mercado organizado deve regulamentar a atuação e manter os controles cabíveis sobre as atividades dos Clubes nela registrados."

[4] "Art. 39. A entidade administradora de mercado organizado deve regulamentar a organização e o funcionamento dos Clubes que nela estiverem registrados, fixando regras e procedimentos, inclusive de ordem prudencial, complementares a esta Instrução."

[5] "Art. 40. À entidade administradora de mercado organizado também incumbe, por intermédio de seu departamento de autorregulação e na forma da Instrução CVM nº 461, de 2007, fiscalizar e supervisionar as atividades dos Clubes que nela estiverem registrados, assim como de seus administradores e gestores, impondo as penalidades decorrentes da violação das normas desta Instrução e daquelas por ela promulgadas."

[6] "Art. 11. É vedada a busca de cotistas com a utilização de serviços públicos de comunicação, como a imprensa, o rádio, a televisão e páginas abertas ao público na rede mundial de computadores, bem como por envio de malas diretas, inclusive por meio eletrônico.

Parágrafo único. A entidade administradora de mercado organizado deve regulamentar o conteúdo do material utilizado na distribuição de cotas de Clubes e as práticas adotadas para tal distribuição, fiscalizando o cumprimento de tal regulamentação por meio de seu departamento de autorregulação."

[7] "Art. 14. O estatuto pode ser alterado, independentemente da assembleia geral, sempre que tal alteração decorrer exclusivamente:

(...)"

Parágrafo único. As alterações referidas no caput devem ser comunicadas aos cotistas, pelo meio estabelecido pela entidade administradora de mercado organizado, no prazo de até 30 (trinta) dias, contados da data em que tiverem sido implementadas."

[8] "Art. 17. Incumbe à entidade administradora de mercado organizado regulamentar:

I – a competência, os prazos e os procedimentos para a convocação de assembleias;

II – a forma de disponibilização de informações para os cotistas;

III – as regras de instalação, organização e deliberação das assembleias, inclusive aquelas relativas a quorum, bem como as regras quanto à formalização das deliberações; e

IV – a forma e os prazos para a comunicação das deliberações para os cotistas e para a entidade administradora de mercados organizados.

Parágrafo único. No atendimento ao disposto no caput, a entidade administradora de mercado organizado pode permitir a adoção de meios eletrônicos e de formas não presenciais de deliberação, estabelecendo os correspondentes mecanismos de controle da regularidade dos procedimentos adotados."

[9] "Art. 24. O regime de cobrança das taxas de administração e de performance deve ser definido pela entidade administradora de mercado organizado, tendo em vista o disposto nos arts. 61 e 62 da Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004."

[10] "Art. 25. O administrador e o gestor da carteira do Clube devem ser substituídos nas hipóteses de:

(...)

§ 1º Incumbe à entidade administradora de mercado organizado definir os procedimentos aplicáveis às hipóteses descritas nos incisos I a III do caput."

[11] Com a ressalva de que as disposições do art. 67, §§ 1º e 2º, da Instrução CVM nº 409/04, ali aplicáveis para os casos de renúncia ou descredenciamento, não foram replicadas na minuta de clubes.

[12] "Art. 27. O montante que exceder a porcentagem estabelecida no art. 26 pode ser aplicado em:

(...)

[13] "Art. 33. A entidade administradora de mercado organizado deve regulamentar o envio de informações para os cotistas, podendo:

I – estabelecer obrigações adicionais para os administradores; e

II – definir os procedimentos necessários em caso de envio ou de disponibilização de documentos ou de informações por meio eletrônico e para a correspondente comprovação."

[14] "Art. 37. A entidade administradora de mercado organizado deve regulamentar e autorizar as operações de incorporação, fusão, cisão e transformação de Clubes, observando, no que couber, o disposto na Instrução CVM nº 409, de 2004."

[15] "Art. 38. A entidade administradora de mercado organizado deve regulamentar os procedimentos para liquidação, dissolução e encerramento dos Clubes, observando, no que couber, o disposto na Instrução CVM nº 409, de 2004."

[16] "Art. 35. O exercício do Clube deve ser encerrado a cada 12 (doze) meses, quando devem ser levantadas as demonstrações financeiras do Clube relativas ao exercício.

(...)

§ 3º O ingresso nos Clubes que não tiverem suas demonstrações auditadas será condicionado à assinatura de termo de ciência, de acordo com modelo a ser estabelecido pela entidade administradora de mercado organizado, vedada a utilização de sistemas eletrônicos para esse fim."

[17] A esse respeito, vale destacar o seguinte trecho do Edital de Audiência Pública n.º 01/10: "Assim, a primeira das premissas adotadas está relacionada à importância dos investidores de varejo para o mercado de capitais no Brasil. Cada vez mais aumenta a demanda dos pequenos investidores por alternativas de investimento. Neste sentido, os clubes tendem a ocupar um importante papel. Tradicionalmente, no Brasil e em outros países, os clubes de investimento são considerados uma forma de introdução do pequeno investidor ao mercado de capitais. Por permitirem uma participação maior do cotista, os clubes de investimento possibilitam o aprendizado acerca de técnicas de gestão de carteira e da dinâmica do mercado."

[18] "Art. 47. Compete privativamente à assembleia geral de cotistas deliberar sobre:

(...)

II – a substituição do administrador, do gestor ou do custodiante do fundo;"

[19] "Art. 15. Compete privativamente à assembleia geral de cotistas deliberar sobre:

(...)

II – a substituição do administrador ou, em caso de eleição pela assembleia, do gestor;"

[20] "Art. 19. A gestão da carteira do Clube pode ser exercida:

I – pelo administrador, desde que previamente autorizado a exercer a atividade de administrador de carteira de valores mobiliários pela CVM e eleito pela assembleia geral;

II – por pessoas naturais ou jurídicas contratadas pelo administrador, desde que previamente autorizadas a exercer a atividade de administrador de carteira de valores mobiliários pela CVM; ou

III – por um ou mais cotistas, eleitos pela assembleia geral, observado o disposto no § 2º."

[21] "Art. 25. O administrador e o gestor da carteira do Clube devem ser substituídos nas hipóteses de:

I – suspensão, cassação ou cancelamento da autorização para o exercício da atividade de administração de carteira, no caso de gestão exercida pelas pessoas referidas no art. 19, incisos I e II;

II – renúncia; ou

III – destituição, por deliberação da assembleia geral ou, no caso de gestor contratado, por ato do administrador."

[22] "Art. 20. O administrador deve exercer suas atividades com boa fé, transparência, diligência e lealdade em relação ao Clube e aos cotistas.

(...)

§ 2º Sem prejuízo do disposto no estatuto e nas demais normas aplicáveis, são deveres do administrador do Clube:

I – diligenciar para que sejam mantidos, às suas expensas, atualizados e em perfeita ordem, na forma estabelecida pela entidade administradora de mercado organizado:

a) os documentos e registros, administrativos e financeiros, referentes ao cadastro e à identificação de cotistas, às assembleias gerais, às operações e ao patrimônio do Clube e aos contratos celebrados;

b) a comprovação do envio de comunicações e documentos à entidade administradora de mercado organizado e de comunicações e extratos aos cotistas; e

c) a documentação necessária à comprovação do cumprimento das obrigações tributárias;"

[23] "Art. 30. O administrador deve fornecer à entidade administradora de mercado organizado em que o Clube estiver registrado, na forma e na periodicidade por esta determinada, as seguintes informações sobre o Clube, sem prejuízo de outras que tal entidade exigir:

I – número de participantes;

II – valor do patrimônio líquido e da cota;

III – rentabilidade do período;

IV – demonstrativo da composição e diversificação da carteira; e

V – dados referentes às reclamações de cotistas."