

Assunto: Consulta do Banco Brascan S/A sobre a possibilidade de dissolução de clube de investimento – Processo CVM nº RJ-2012-1635

Senhor Superintendente Geral,

Referimo-nos à consulta, efetuada pelo Banco Brascan S/A em 6/2/2012, sobre a possibilidade de dissolução do Clube de Investimentos dos Empregados da Light - Investlight ("Clube Investlight") na forma descrita a seguir.

1. Da Consulta

O Investlight foi constituído em 1995 para viabilizar a participação dos funcionários da Light – Serviços de Eletricidade S.A. ("light"), no processo de privatização da sociedade. O clube atualmente possui em sua carteira apenas ações da Light, e contava com 7.571 cotistas na data de 31/12/2011, dos quais 3.909 com participação inferior a uma cota.

O administrador informa que não existe mais interesse econômico a justificar a existência do clube, que vem sendo consumido por despesas representadas, somente no último ano, por um valor total de mais de R\$ 148 mil. De igual forma, as assembleias realizadas nos últimos 6 anos nunca contaram com a presença de mais de 14 cotistas.

Em 2008, no âmbito do Processo CVM nº RJ-2008-5399, o requerente solicitou autorização para proceder ao resgate compulsório de cotas dos investidores que apresentassem montantes muito pequenos de participação (frações de cotas), "*mediante o depósito do valor correspondente em conta corrente à disposição dos detentores de tais frações*".

O Colegiado, ao analisar o pedido na reunião de 19/1/2010, deliberou que o resgate seria possível, desde que o estatuto do clube passasse a prever tal possibilidade, como segue transcrito a seguir:

Trata-se de apreciação de recurso interposto por Clube de Investimento dos Empregados da Light - Investlight contra decisão da Superintendência de Relações com Investidores Institucionais – SIN que negou autorização para o resgate compulsório das cotas de participantes do Investlight e o respectivo depósito desse montante em conta corrente do Clube.

O Recorrente alegou que quase metade dos participantes possui menos de uma cota e que, apesar de representarem menos de 0,01% do patrimônio do Clube, são responsáveis por quase metade de suas despesas. Ademais, tais participantes não atualizam seus cadastros há mais de 10 anos, impossibilitando sua localização.

Em razão dessas características, a assembleia geral do Investlight deliberou o resgate das frações de cotas, mediante depósito do valor correspondente em conta corrente à disposição dos detentores de tais frações.

Consultada, a Procuradoria Federal Especializada – PFE manifestou-se no sentido de que não haveria, em tese, óbice jurídico ao resgate compulsório de cotas, desde que tal faculdade esteja prevista no estatuto, o que não ocorreu no caso do Investlight.

Na mesma linha, a SIN manifestou-se no sentido de ser ilegal um resgate compulsório jamais previsto no estatuto e que seria deliberado na própria assembleia que fixou o parâmetro de exclusão de determinados participantes do clube.

O Relator Marcos Pinto apresentou voto em sentido análogo à posição da SIN e da PFE, considerando inviável o resgate sem previsão estatutária. No entanto, não vê óbice legal ou regulamentar para que o estatuto do Investlight seja alterado para prever expressamente o resgate compulsório das frações.

O Relator destacou, em sua decisão, que não se verifica, no presente caso, que a iniciativa da Investlight de proceder ao resgate compulsório seja abusiva. O Relator ressaltou, contudo, que seria recomendável a adoção de procedimentos próprios destinados a reduzir as chances de prejuízo aos cotistas. Dentre esses procedimentos, destacou a adoção de medidas especiais de publicidade e de um período mínimo para resgate voluntário antes do resgate compulsório.

Dadas as características particulares do caso, o Colegiado deliberou o deferimento parcial do recurso apresentado pelo Clube de Investimento dos Empregados da Light - Investlight, nos termos do voto apresentado pelo Relator Marcos Pinto, no sentido de que o Investlight poderá realizar o resgate das frações de cotas se o seu estatuto passar a incluir previsão nesse sentido.

Entretanto, como a alteração do Estatuto Social do clube exigia um quorum qualificado de 2/3 das cotas emitidas, nos termos do artigo 49 do Estatuto Social abaixo transcrito, a decisão apresentada não pôde ser implementada pela falta do quórum mínimo qualificado ali previsto, como segue:

Art. 49 – A dissolução do INVESTLIGHT far-se-á nos casos em que a lei determinar, ou, ainda, por deliberação dos cotistas que representem mais de 2/3 (dois terços) das cotas existentes, em Assembleia Geral especialmente convocada para essa finalidade.

Em consequência, o Banco Brascan S/A vem encaminhar solicitação alternativa à CVM para encerrar as atividades do clube. Para tanto, defende ser aplicável por analogia ao caso o disposto no artigo 122, inciso I, da Lei nº 6.404/1976, que outorga poderes à assembleia geral para alterar o Estatuto Social de sociedades anônimas quando o interesse social exigir, também a seguir transcrito:

Art. 122. Compete privativamente à assembleia geral:

I - reformar o estatuto social...

No pedido o consulente fez tamanha equiparação em razão do entendimento do Colegiado manifestado na decisão de 14/4/2009 (depois complementada por outra, tomada em 23/6/2009), que tratou de minuta de parecer de orientação que trata das disposições estatutárias que impõem ônus a acionistas que votarem favoravelmente à supressão de cláusula de proteção à dispersão acionária (as denominadas *poison pills*). Seguem abaixo os trechos mais relevantes dessa decisão:

Os Diretores Marcos Pinto e Otavio Yazbek submeteram à discussão do Colegiado um memorando e uma minuta de

parecer de orientação acerca de disposições estatutárias acessórias às cláusulas de proteção à dispersão acionária que se tornaram comuns nos estatutos sociais das companhias brasileiras nos últimos anos.

Segundo os Diretores Marcos Pinto e Otavio Yazbek, essas disposições acessórias pouco contribuem para a efetividade das cláusulas de proteção acionária. Por outro lado, elas exacerbam os custos de agência normalmente associados a essas cláusulas.

...

Analisando a questão, os membros do Colegiado constataram que vem se consolidando no mercado, nos últimos anos, o entendimento de que essas disposições acessórias não se compatibilizam com alguns princípios e normas da legislação societária em vigor, o que justificaria a edição de um parecer de orientação acerca do assunto.

Na opinião inicial do Colegiado, a ser confirmada após audiência pública, essas chamadas cláusulas pétreas podem apresentar os seguintes problemas jurídicos:

1. Ao impor um ônus significativo aos acionistas que aprovarem a supressão da cláusula de proteção à dispersão acionária, as disposições acessórias podem limitar a soberania da assembleia geral, contrariamente ao que dispõe art. 121 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.

2. Se o objetivo das disposições acessórias for tornar as cláusulas de proteção à dispersão acionária praticamente imutáveis, elas irão de encontro ao disposto no art. 122, I, da Lei nº 6.404, de 1976, que outorga poderes à assembleia geral para alterar o estatuto sempre que o interesse social assim o exigir.

3. O efeito prático das disposições acessórias é exigir unanimidade, ou quase unanimidade, para que a cláusula de proteção à dispersão acionária possa ser suprimida. Indiretamente, as disposições acessórias podem aumentar o quorum previsto em lei para essa deliberação social, o que é vedado pelo art. 129, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976.

4. No limite, as disposições acessórias podem conduzir à violação do art. 115 da Lei nº 6.404, de 1976. Com efeito, o ônus econômico por elas estabelecido pode, na prática, impedir o acionista de exercer seu direito de voto no interesse da companhia, conforme manda a lei.

Como se sabe, inclusive, tais decisões ensejaram a publicação, por parte da CVM, do Parecer de Orientação CVM nº 36, de 23 de junho de 2009 (fl. 26).

Dessa forma, seria convocada assembleia com a finalidade específica de alterar o estatuto do clube, com fundamento no "interesse social" previsto na mencionada decisão de Colegiado, especificamente o disposto no artigo 49 do Estatuto Social (fls. 47/56), com a substituição do quórum ali previsto para encerramento do clube de 2/3 das cotas existentes para 2/3 das cotas presentes ao conclave.

A partir de então, contando com a nova redação aprovada para esse dispositivo no Estatuto Social do clube, "a proposta de extinção do clube será [seria] então submetida à assembleia".

No caso de aprovação da matéria por cotistas que representem mais de 2/3 dos presentes, mas ainda assim menos que 1/3 do total de cotas emitidas (fl. 4), o administrador propõe a suspensão da decisão de encerramento por 90 dias e concomitante publicação de aviso – nos meios de divulgação convencionais do clube e em pelo menos um grande veículo de comunicação com as seguintes informações:

- a. Comunicação da aprovação da extinção do clube.
- b. Concessão de prazo de 90 dias para apresentação de contestação fundamentada contra a decisão de extinção.
- c. Informação de que, em caso de ausência de contestação, o saldo estará disponível para resgate em espécie ou, caso suficiente, em ações da Light, a partir do fim do período de suspensão.
- d. Informação de que as cotas não resgatadas até o 100º dia após o aviso serão resgatadas em ações, que por sua vez serão custodiadas em nome do cotista junto ao Banco Bradesco S.A., com eventual resíduo depositado em espécie à disposição do cotista.

Se, nessa hipótese, o total de contestações superar 1/3 das cotas existentes, o administrador então revogaria automaticamente a deliberação da assembleia geral pela extinção do clube.

Entretanto, caso o Colegiado da CVM não aprove o pedido na forma apresentada, o requerente solicita, alternativamente, que seja adotado o entendimento já manifestado no âmbito das decisões de Colegiado dos Processos CVM nº RJ-2006-4535 e RJ-2011-8089, considerando, entretanto, a alteração na forma de resgate, que não seria realizada em espécie, mas em ações da Light, ou seja:

- a. Convocação de nova assembleia geral, com prazo mínimo de 15 dias, para a apresentação de renúncia e escolha de seu substituto.
- b. Envio de correspondência a todos os cotistas dando conta dessa convocação e dos passos seguintes.
- c. Envidar os melhores esforços no sentido de contatar todos os cotistas do clube administrado.
- d. Após o transcurso de 30 dias contados a partir da data da assembleia geral, sem que outro administrador o substitua, promover a liquidação do Clube e o pagamento dos cotistas identificados.

Assim, nos casos em que o cotista não resgatar seus recursos, o administrador propõe o procedimento descrito na hipótese anterior, qual seja, o pagamento em ações de emissão da Light S/A custodiadas no Banco Bradesco S/A sempre que possível, com eventuais resíduos depositados em espécie em instituição financeira no Brasil à disposição do cotista.

Para tanto, o consultante encaminhou também carta do próprio Banco Bradesco S/A, na condição de escriturador das ações de emissão da Light S/A, na qual assume a viabilidade da transferência da posição dessas ações do clube para seus cotistas, declarando "estar apto a operacionalizar no Sistema Bradesco de Escrituração de Ativos" tamanha transferência.

2. Manifestação da Área Técnica

Inicialmente, entendemos que a interpretação do Banco Brascan S/A da decisão de Colegiado de 14/4/2009 e 23/6/2009, que resultaram na edição da Deliberação CVM nº 36/2009 (fl. 26), parece não indicar a melhor alternativa para solucionar o impasse vivenciado pelo administrador do clube.

Isso porque, na avaliação desta área técnica, estender a veículos de investimento coletivo – como são os clubes ou fundos de investimento – conceitos aplicáveis às companhias abertas registradas na CVM e com ações admitidas à negociação em mercado secundário é um exercício que sempre deve ser feito com cautela e cuidado, dado que tratamos aqui de veículos de investimento com fundamentos, objetivos e estruturas (seja sob o aspecto regulatório, societário ou de mercado) sempre distintos e particulares.

Ainda mais em um caso como o presente, onde se procura estender aos clubes de investimento uma discussão muito particular aplicável à lógica das companhias abertas e a sua estrutura de controle societário, como é o caso das disposições estatutárias que impõem ônus a acionistas que votarem favoravelmente à supressão de cláusula de proteção à dispersão acionária (*poison pills*).

Ninguém discute que o estabelecimento de um quórum qualificado de 2/3 do total de cotas existentes parece ser, no caso específico, excessivo o que, se já é verdade em fundos e clubes de investimentos abertos de uma forma geral, fica ainda mais evidente no caso do clube em consulta, que conta com uma grande dispersão de cotistas com uma baixa participação individual média.

Da mesma forma, não custa lembrar o já citado no precedente do Processo CVM nº RJ-2008-5399, no qual o Dir. Rel. Marcos Pinto, ainda no contexto do pedido de resgate compulsório de cotas, com muita propriedade ressaltou que:

não se verifica...que a iniciativa da Investlight de proceder ao resgate compulsório seja abusiva. O Relator ressaltou, contudo, que seria recomendável a adoção de procedimentos próprios destinados a reduzir as chances de prejuízo aos cotistas. Dentre esses procedimentos, destacou a adoção de medidas especiais de publicidade e de um período mínimo para resgate voluntário antes do resgate compulsório.

Assim, de um lado se reconhece que o impasse pelo qual passa o clube em questão sugere admitir medidas excepcionais, mas de outro, não pode ser deixada de lado a preocupação de que todas as medidas possíveis para encontrar os cotistas sejam adotadas para minimizar a possibilidade de prejuízos aos envolvidos.

Conforme mencionado pelo requerente, o Colegiado da CVM de fato analisou, recentemente, o pedido de dissolução do Clube de Investimentos dos Ferroviários da SUDFER, no âmbito do Processo CVM nº RJ-2006-4535.

Na verdade, também no âmbito do Processo CVM nº RJ-2010-12741, situação semelhante foi tratada na dissolução do Clube de Participação Acionária e Investimento dos empregados e Aposentados da Telerj (CITEL).

Em ambos os casos analisados, os administradores dos clubes haviam renunciado à administração do clube, mas também, como ocorre aqui, não se conseguia instalar assembleia geral com o quórum necessário para tratar de sua substituição ou mesmo o encerramento do clube.

Como tanto a Instrução CVM nº 40/84, que regulava os clubes de investimento na época, quanto a autorregulação da bolsa (no caso, a Resolução BOVESPA nº 303/2005-CA) não previam solução para o impasse, solicitavam esses administradores que fosse aplicado subsidiariamente o disposto no artigo 67, § 1º, da Instrução CVM nº 409/04, que prevê um prazo máximo de permanência de 30 dias para o administrador de um fundo de investimento a contar de sua renúncia, conforme segue:

Art. 67. ...

§1º No caso de renúncia, o administrador deverá permanecer no exercício de suas funções até sua efetiva substituição, que deverá ocorrer no prazo máximo de 30 (trinta) dias, sob pena de liquidação do fundo pelo administrador.

Nas duas decisões e em resposta às consultas desses participantes de mercado, o Colegiado a princípio reconheceu a propriedade de se admitir a aplicação do artigo 67, § 1º, da Instrução CVM nº 409/04. Na decisão do Processo CVM nº RJ-2006-4535, por exemplo, foi citado que:

Para o Relator Aleksandro Broedel, em vista da ausência de regra específica para a solução do caso, parece adequada a adoção dos dispositivos da Instrução CVM 409/04, que trata da constituição, administração, funcionamento e divulgação de informações dos fundos de investimento, os quais, à semelhança dos clubes de investimentos, envolvem a comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio, que são destinados à aplicação em ativos financeiros.

Ainda, com o objetivo de "reduzir as chances de prejuízo aos cotistas", como mencionado na decisão do Processo CVM nº RJ-2008-5399, o Colegiado aprovou também a adoção do seguinte procedimento mínimo para a dissolução daqueles clubes:

- a. Convocação de nova assembleia geral, com prazo mínimo de 15 dias, para a apresentação de renúncia e escolha de seu substituto.
- b. Envio de correspondência a todos os cotistas dando conta dessa convocação e dos passos seguintes.
- c. Envidar os melhores esforços no sentido de contatar todos os cotistas do clube administrado.
- d. Após o transcurso de 30 dias contados a partir da data da assembleia geral, sem que outro administrador o substitua, promover a liquidação do Clube e o pagamento aos cotistas identificados.
- e. Manutenção dos recursos remanescentes, atualizados por índice oficial de inflação, à disposição dos cotistas que não comparecerem para o recebimento na primeira oportunidade. Caso, por falta de quorum, não seja realizada a assembleia geral aqui referida, o prazo para que se possa proceder à liquidação do Clube deve ser contado da data prevista, na convocação, para a realização da assembleia.

No novo Regulamento de Clubes de Investimento da BM&FBOVESPA, aprovado pelo Colegiado na reunião de 27/3/2012, o item 9.1 já prevê a possibilidade de liquidação do clube como consequência do ato de renúncia do administrador à função exercida, conforme segue:

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 (hipótese em que o indicado deverá ter prévia e expressamente concordado com a indicação) ou proceder à liquidação e dissolução do Clube de Investimento, informando de imediato aos Cotistas e à Bolsa de sua decisão.

Nesse contexto, a própria instituição administradora reconhece na sua consulta que "o exercício da atividade de administração do Clube tornou-se inviável", em razão da "impossibilidade de localizar a grande maioria dos cotistas", da "falta de presença dos cotistas às assembleias" e da impossibilidade de "realização do objetivo social do Clube".

Assim posto, de fato nos parece que a situação do clube em consulta em muito se assemelha à que foi tratada nos precedentes dos Processos CVM nº RJ-2006-4535 e RJ-2010-12741, embora aqui o consultante ainda não tenha renunciado à administração do clube.^[1]

A maior evidência disso é o próprio tratamento proposto pelo Banco Brascan como tentativa de encontrar os cotistas do clube, bastante similar à vista nos precedentes da CVM, e que a nosso ver efetivamente direcionam a preocupação, prevista na decisão de Colegiado do Processo CVM nº RJ-2008-5399, de "reduzir as chances de prejuízo aos cotistas".

Aqui, a única distinção da proposta do Banco Brascan S/A em relação à aprovada pelo Colegiado nos citados precedentes é a previsão para pagamento aos cotistas com ações de emissão da Light S/A sempre que possível, com o pagamento de eventuais resíduos em espécie.

Entendemos, entretanto, que tal alternativa não deveria ser admitida, pois é certo que o resgate na forma pretendida – para uma base de investidores tão dispersa e com participações tão pequenas – implicaria inevitáveis dificuldades operacionais para sua eficaz implementação.

Essa circunstância nos parece ainda mais agravada pelo fato de que tamanha excepcionalidade não parece se justificar no caso, posto que as ações de emissão da Light S/A apresentam suficiente liquidez em mercado secundário que viabilizam a liquidação de posições e o posterior pagamento dos resgates sem problemas em sua forma convencional.

Isso tudo sem contar com o fato de que tal pagamento significa medida excepcional (pois não encontra previsão nos precedentes da CVM, que exigiram em todos os casos a manutenção dos recursos mantidos em espécie à disposição dos cotistas) que apenas poderia ser concedido mediante qualquer justificativa razoável e fundamentada que, entretanto, não foi apresentada na consulta.

Não custa lembrar também que o clube é representado por participantes que a ele aderiram no âmbito do programa de privatização da Light S/A, ou seja, em regra funcionários e empregados da própria emissora. Assim, ao ver da SIN, há também o risco – assumido em caso de aprovação do pagamento do resgate na forma proposta – de que tais investidores não compreendam a maior complexidade associada à manutenção de posições em ações mantidas na CBLC em seu nome, ao invés de recursos mantidos a sua disposição em uma indicada instituição financeira.

Assim, nesse ponto entendemos que o tratamento conferido para o pagamento dos resgates deveria seguir por essas razões o procedimento descrito nos precedentes da CVM sobre o tema, como contidos, a saber, nas decisões de Colegiado dos Processos CVM nº RJ-2006-4535 e RJ-2010-12741.

3. Conclusão

Diante do exposto, encaminhamos a consulta do Banco Brascan S/A para apreciação do Colegiado, com proposta de que a sua relatoria seja sorteada entre um de seus diretores, e com proposta de aprovação da segunda proposta (subsidiária) apresentada, conforme a seguir transcrita:

- a. Convocação de nova assembleia geral, com prazo mínimo de 15 dias, para a apresentação de renúncia e escolha de seu substituto.
- b. Envio de correspondência a todos os cotistas dando conta dessa convocação e dos passos seguintes.
- c. Envidar os melhores esforços no sentido de contatar todos os cotistas do clube administrado.
- d. Após o transcurso de 30 dias contados a partir da data da assembleia geral, sem que outro administrador o substitua, promover a liquidação do Clube e o pagamento dos cotistas identificados, com a manutenção dos recursos remanescentes não resgatados à disposição dos cotistas em instituição financeira, atualizados por índice oficial de inflação.

Atenciosamente,

FRANCISCO JOSÉ BASTOS SANTOS
Superintendente de Relações com Investidores Institucionais

^[1]Vale mencionar que, embora o Banco Brascan não tenha renunciado à administração do clube, consta proposta subsidiária, caso a principal não seja aprovada pela CVM, de que o consultante renuncie à administração do clube para viabilizar, se for o caso, a aplicação daqueles precedentes.