

**Interessados:** Clube de Investimento dos Empregados da Vale  
BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A  
BNY Mellon ARX Investimentos Ltda.  
Studio Investimentos Administradora de Recursos Ltda.

**Assunto:** Consulta acerca da aplicação da Instrução CVM 494/2011

### Voto

#### I. Breve resumo dos fatos

1. Trata-se de consulta formulada pela BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A. (“Mellon” ou “Administrador”), na qualidade de administrador do Clube de Investimento dos Empregados da Vale (“Investvale” ou “Clube”), acerca de determinadas dúvidas que surgiram ao longo do processo de adaptação do Clube à Instrução CVM nº 494, de 20 de abril de 2011 (“Instrução CVM 494”) e ao Regulamento de Clube de Investimento editado pela BM&FBOVESPA (“Bolsa”) em 21 de maio de 2012 (“Regulamento de Clubes”).
2. Referidos normativos promoveram uma ampla atualização do regime jurídico aplicável aos clubes de investimento. Tais medidas tiveram, dentre outros, o objetivo de evitar a utilização de clubes como instrumento de “arbitragem regulatória”, o que vinha ocorrendo uma vez que estes se sujeitam a menos controles do que os fundos de investimento. Nesse sentido, a fim de resgatar o papel dos clubes de investimento de instrumento de aprendizado e introdução dos investidores ao mercado de capitais, dentre as mudanças que foram introduzidas, destaca-se a limitação do número de cotistas, a extinção da figura do representante de cotistas e a ampliação das obrigações do administrador de prestar informações.
3. O problema enfrentado neste processo decorre do fato de que o Investvale possui características que o tornam um clube de investimento totalmente atípico. Constituído para viabilizar a participação dos empregados e aposentados da então Companhia Vale do Rio Doce (“Vale”) no processo de privatização daquela companhia, o Clube originalmente possuía cerca de 35.000 cotistas. Embora não tenha hoje a mesma dimensão do passado, o Investvale atualmente possui (i) um patrimônio líquido aproximadamente R\$ 530 milhões (substancialmente superior à média dos clubes de investimento); (ii) aproximadamente 2.500 cotistas, com expressiva dispersão geográfica; e (iii) estrutura de cogestão. Além disso, até 04.09.12 possuía diretoria e conselho de administração que atuavam como representantes dos cotistas.
4. O principal ponto de dúvida refere-se à gestão da carteira do Investvale, que vem sendo feita por dois gestores: BNY Mellon ARX Investimentos Ltda. (“ARX” [1]) e Studio Investimentos Administradora de Recursos Ltda. (“Studio”). A Mellon, na qualidade de administradora do Investvale, firmou convicção de que as novas regras não mais admitiam a cogestão em clubes de investimento, e, ainda, de que possuía competência para destituir a Studio e concentrar a gestão da carteira do Clube na ARX, pessoa jurídica a ela ligada.

Não obstante, com o objetivo de confirmar o seu entendimento, a Mellon foi à Bolsa, que confirmou a impossibilidade de cogestão, mas determinou que a escolha do gestor fosse submetida à assembleia geral de cotistas (“Assembleia”). Discordando dessa decisão, a Mellon apresentou consulta à CVM, solicitando o posicionamento desta autarquia com relação a duas questões: (1) admissibilidade da estrutura de cogestão em clubes de investimento e (2) a quem compete, no caso concreto, contratar e destituir o gestor do Clube.

#### II. Cogestão em clubes de investimento

5. Com relação à cogestão, em especial no que diz respeito à decisão da Bolsa sobre o assunto, gostaria de destacar que, a despeito da acertada decisão à época da edição da Instrução CVM 494 de valorizar as atividades de regulamentação da Bolsa [2], entendo que a CVM reteve sua competência para apreciar essa matéria específica.
6. A Instrução CVM 494 é bastante precisa ao indicar as matérias que deverão ser regulamentadas pela Bolsa. Neste sentido, faço referência aos artigos 11 (parágrafo único) [3], 17 [4], 33 [5], 37 [6] e 38 [7], de referida Instrução. Além disso, a Instrução CVM 494 também exige, em seu art. 39, parágrafo único [8], que tais regulamentos sejam previamente aprovados pela CVM. Ou seja, me parece bem claro que a CVM não delegou à Bolsa poderes regulamentares amplos e irrestritos, mas atribuições claramente delimitadas pela Instrução CVM 494.
7. Todavia, essa limitação não impede a Bolsa de, em sua atividade reguladora, interpretar regras editadas pela CVM. Nesse sentido, o item 17.2 do Regulamento de Clubes aprovado nesta CVM, prevê expressamente que a Bolsa tem competência para resolver casos omissos [9].
8. Por outro lado, é importante assinalar que a CVM sempre pode rever o entendimento da Bolsa no que diz respeito aos clubes de investimento, especialmente quando se tratar de interpretação de norma desta autarquia.
9. No presente caso, a verificação da admissibilidade da cogestão em clubes de investimento depende da interpretação do art. 19 da Instrução CVM 494, que assim dispõe:

*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.*

10. Referido artigo foi bem claro ao permitir a cogestão em se tratando de cotistas, mas de fato deixa dúvidas no que se refere a tal possibilidade quando se trata de gestor profissional. Por um lado, o inciso II do art. 19 tem redação similar ao dispositivo análogo da Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004, conforme alterada (“Instrução CVM 409”), que já foi analisado pelo Colegiado da CVM como admitindo a cogestão nos fundos de investimento<sup>[10]</sup>. Por outro lado, o inciso III do mesmo art. 19 foi redigido de modo distinto e não deixa dúvidas sobre a possibilidade de cogestão por cotistas do clube. A comparação entre a linguagem utilizada nos incisos II e III do art. 19 poderia, assim, indicar que a CVM foi explícita quando quis admitir a cogestão, que, nessa perspectiva, seria admitida apenas por clubes cuja carteira fosse administrada pelos próprios cotistas.
11. Diante desse fato, me parece que um exercício de exegese literal não é suficiente para solucionar a questão. Para que se alcance uma interpretação adequada do artigo em questão, entendo ser necessário distinguir os dois tipos de clubes hoje existentes: (i) aqueles clubes típicos que a Instrução CVM 494 pretendeu regular, e que constituem ampla maioria, e (ii) alguns poucos clubes atípicos, com características bem específicas que os diferenciam dos tradicionais clubes de investimento.
12. Isso porque, mesmo com a reforma do regime jurídico aplicável aos clubes de investimento, alguns clubes mais antigos continuam existindo, com complexas estruturas de governança, número expressivo de cotistas, carteiras de investimentos também bem expressivas, e enfrentando dificuldades para de adaptar ao novo regime jurídico aplicável aos clubes – sendo o Investvale um deles. Sensível a essa realidade, a Instrução CVM 494 expressamente permitiu que clubes constituídos antes da sua entrada em vigor mantivessem mais do que 50 cotistas (limite que passou a ser imposto com a nova norma), sendo vedada a entrada de novos cotistas.
13. Por isso, entendo que o artigo 19 deve ser interpretado à luz dessa realidade específica, pois de fato o referido dispositivo não autoriza nem proíbe expressamente a cogestão em clubes de investimento.
14. Concordo que a cogestão profissional não parece fazer sentido em típicos clubes de investimento, que em essência são menores e mais simples. Mas essa realidade é diferente em se tratando de clubes atípicos, como é o caso do Investvale, em que a estrutura possui claro propósito econômico: serve de parâmetro de comparação dos gestores.
15. Entendo, no entanto, que assim como a CVM vem exigindo dos fundos de investimento, devem ser tomados determinados cuidados específicos para assegurar o bom funcionamento da estrutura de cogestão do Investvale. Neste sentido, entendo que o Clube deve possuir políticas escritas, a serem aprovadas pela Assembleia Geral e implementadas pelo Administrador, em que se defina de forma bem clara os procedimentos a serem observados: (i) no atendimento a pedidos de resgate que possam vir a ser formulados por seus cotistas, em especial no que se refere à eventual necessidade de venda de ativos; (ii) no reenquadramento do Clube em caso de descumprimento dos limites de concentração e diversificação de carteira e concentração de risco definido no estatuto e regulamentação vigente; e (iii) relativos a qualquer outra matéria que a Mellon entenda necessária para assegurar o funcionamento adequado do Investvale.
16. Além disso, a Mellon deve ainda assegurar que cada gestor do Investvale faça a gestão de parcela específica do patrimônio do Clube que lhe compete de forma independente e em conta totalmente segregada. Isso porque o propósito da estrutura de cogestão do Investvale é incentivar uma competição saudável entre os dois gestores a partir da comparação da performance das carteiras geridas por cada um – e não permitir que os dois tomem decisões de investimento em conjunto sobre o mesmo grupo de ativos<sup>[11]</sup>.
17. Em suma, entendo que via de regra a cogestão não é permitida em clubes de investimento, mas que tal estrutura pode ser excepcionalmente autorizada pela CVM quando se tratar de clube atípico em que tal estrutura possua propósito econômico que a justifique.
18. Outra questão levantada no âmbito deste processo refere-se à admissibilidade da estrutura de cogestão existente no Investvale para fundos de investimento<sup>[12]</sup>.
19. Essa questão surge incidentalmente, pois a estrutura de cogestão admitida no Processo RJ 2008/12466, em que o Colegiado desta autarquia reconheceu a admissibilidade da cogestão em fundos de investimento (desde que observados certos requisitos<sup>[13]</sup>), era distinta da cogestão feita por ARX e Studio. Naquele precedente, os gestores atuavam em segmentos distintos, enquanto no caso do Investvale tanto a Studio quanto à ARX atuam no segmento de ações.
20. Em primeiro lugar, acho importante destacar que a decisão da CVM no Processo RJ 2008/12466 não impôs como condição à admissibilidade de cogestão, que os gestores atuassem em segmentos distintos. A CVM tem, inclusive, admitido a cogestão em fundos de investimento em participações<sup>[14]</sup>, o que demonstra ser possível a atuação de dois gestores em um único segmento. O que o referido precedente faz ao admitir a cogestão é condicioná-la à adoção de cuidados específicos, cuidados esses que devem ser interpretados à luz das particularidades de cada estrutura de cogestão.

### **III. Competência para destituir ou substituir gestores do Investvale**

21. O terceiro ponto de controvérsia que gostaria de enfrentar refere-se à competência para destituir ou substituir os gestores do Investvale. A Mellon entende que possui essa competência, na qualidade de administrador do Clube, enquanto a Bolsa entende que tal decisão caberia à Assembleia.
22. Com a reforma do arcabouço legal aplicável aos clubes de investimento, uma das adaptações necessárias foi a

extinção da diretoria e conselho de administração, o que conferiu ainda mais complexidade ao caso em questão, pois em função da enorme pulverização de cotas, tais órgãos na prática atuavam como representantes dos cotistas.

23. A divergência existe uma vez que a Instrução CVM 494 previu como se daria a destituição de gestor eleito por assembleia e do gestor contratado diretamente pelo administrador, mas não tratou especificamente da hipótese do presente caso: gestor eleito e contratado por conselho de administração e diretoria.
24. Diante desta lacuna regulamentar, Mellon e Studio apresentaram argumentos muito consistentes e pormenorizados defendendo opiniões divergentes a respeito da melhor forma de conduzir o processo de adaptação do Clube. Ainda que a princípio seja razoável admitir que o Administrador possua competência para contratar e destituir o gestor do clube que administra, na ausência de uma resposta clara na regulação, entendo que a solução mais adequada é aquela que melhor reproduz a situação anterior. Por essa razão, concordo com a Bolsa que tal decisão deve ser tomada pela Assembleia, pois são os cotistas, em última análise, os “donos” dos recursos geridos e que devem decidir os rumos do Investvale.
25. Essa me parece ser a melhor solução para o caso concreto. Em primeiro lugar, porque a estrutura de governança original do Investvale parece ter sido criada para permitir a representação dos cotistas do clube nas principais decisões do Clube. Considerando as características do Investvale (em especial, o fato de possuir um elevado número de cotistas dispersos geograficamente), optou-se no regime anterior por estabelecer mecanismos de representação (diretoria e conselho de administração) que conferissem aos representantes dos cotistas a capacidade de decidirem sobre a forma de condução do Clube.
26. A esse respeito, inclusive, concordo com a posição da área técnica a respeito da possibilidade do Administrador extinguir os órgãos de administração do Investvale. Como bem pontuado pela SIN, a nova regulamentação aplicável aos clubes previu somente a assembleia geral como órgão de representação de cotistas, de sorte que o administrador estava autorizado, no âmbito do processo de adaptação do Investvale, proceder à extinção de tais órgãos, com fundamento no art. 14, II, da Instrução CVM 494<sup>[15]</sup>.
27. Nessa perspectiva, entendo que a interpretação do novo regulamento do Investvale – adaptado às exigências da Instrução CVM 494 – que melhor preserva o espírito original de governança é aquela que transfere aos cotistas as decisões que originalmente competiam à diretoria e/ou ao conselho de administração e que não foram expressamente transferidas para o administrador do Clube.
28. Uma segunda razão pela qual entendo que compete à Assembleia destituir ou substituir os gestores do Investvale reside no fato de que tal decisão me parece proporcionar uma melhor governança.
29. É importante reconhecer que a operacionalização dessa decisão – isto é, a realização da Assembleia – é em certa medida desafiadora. O Investvale possui uma difícil governabilidade, decorrente, principalmente, da precária situação cadastral dos cotistas do Investvale. O próprio Administrador reconhece só possuir fichas cadastrais de 986 cotistas do Investvale, sendo que destas fichas somente 148 foram consideradas “aproveitáveis” pelo seu setor de cadastro, o que representa aproximadamente 6% dos cotistas do Investvale. Tais dificuldades operacionais não podem, contudo, ser determinantes para a decisão da questão, devendo o Administrador atuar de modo diligente para viabilizar a realização do conclave.

#### **IV. Quorum qualificado previsto no estatuto do Investvale**

30. As dificuldades em realizar a Assembleia são ainda agravadas pelo fato de que o estatuto social do Investvale prevê que deliberações que tenham por objeto alterações estatutárias devem ser aprovadas por quorum qualificado de maioria das cotas emitidas<sup>[16]</sup>.
31. Segundo o item 6.5.3 do Regulamento de Clubes, o estabelecimento de quoruns de deliberação superiores a 75% das cotas dos cotistas presentes ou manifestantes deve ser submetido à prévia análise da Bolsa, acompanhado da respectiva justificativa<sup>[17]</sup>.
32. A adequação do quorum estabelecido no art. 34 do estatuto social do Investvale ao item 6.5.3 do Regulamento de Clubes é motivo de controvérsia entre Mellon e Studio. A disputa decorre do fato de que os quoruns em questão são calculados sobre bases diferentes: enquanto o quorum de maioria previsto no estatuto do Investvale é verificado sobre as cotas emitidas, o Regulamento da Bolsa determina que quoruns superiores a 75% das cotas presentes ou manifestantes devem ser por ela previamente analisados.
33. Em um típico clube de investimentos, provavelmente não haveria dificuldade alguma em se obter o quorum de maioria das cotas emitidas. Ocorre que, como já mencionado, o Investvale está muito longe de ser um clube típico. Segundo informado pela Mellon, desde a constituição do Investvale tal quorum só foi atingido uma vez, em 2003, quando foi realizada Assembleia por meio eletrônico. Não obstante, importante destacar que ainda segundo a Mellon não seria possível realizar assembleia por meio eletrônico nos dias de hoje, uma vez que a mesma não possui dados suficientes para certificar a identidade dos cotistas.
34. Por isso, considerando o histórico do Investvale e o ínfimo número de fichas cadastrais completas detidas pela Mellon, me parece que o quorum de maioria das quotas emitidas é mais difícil de se atingir do que o quorum de 75% das cotas presentes. Não obstante, entendo que compete a Bolsa avaliar a questão. Entendo, ainda, que a Bolsa deve rever o seu Regulamento de Clubes no que se refere aos quoruns de deliberação, de forma a assegurar a representatividade e viabilidade das deliberações assembleares dos clubes de investimento.

#### **V. Conclusão**

35. Em resumo, entendo que pelas razões acima expostas:

- i. a CVM tem competência para rever o entendimento da Bolsa no que diz respeito à admissibilidade de cogestão em clubes de investimento, pois não foram delegados poderes amplos e irrestritos à Bolsa e a resolução da questão envolve interpretação da Instrução CVM 494;
  - ii. não se admite a cogestão para os clubes em geral, mas tal possibilidade pode ser excepcionalmente autorizada pela CVM quando se tratar de clube atípico em que tal estrutura se justifique, como é o caso do Investvale;
  - iii. diante das singularidades do caso concreto, compete à Assembleia deliberar se mantém ou não a atual estrutura de cogestão;
  - iv. caso a Assembleia delibere não manter a atual estrutura de cogestão, caberá também a Assembleia escolher o prestador de serviços que passará a ser seu único gestor, podendo tanto destituir um dos atuais gestores, ou mesmo substituir ambos por um novo prestador de serviços;
  - v. caso a Assembleia delibere manter a atual estrutura de cogestão, a Assembleia deverá aprovar também as políticas referidas no parágrafo 15 deste voto;
  - vi. embora o quorum qualificado para aprovação de deliberações que tenham por objeto alterações estatutárias previsto no art. 34 do estatuto do Investvale não esteja formalmente em conflito com o Regulamento de Clubes, tal dispositivo, na prática, inviabiliza a realização de assembleias do Clube;
  - vii. compete à Bolsa avaliar essa questão e alterar a sua regra que trata de quoruns de deliberação, a fim de assegurar a representatividade e viabilidade das deliberações assembleares dos clubes.
36. Por fim, noto que o Administrador deve continuar envidando seus melhores esforços para concluir a atualização do cadastro dos cotistas do Investvale e assegurar que o processo de escolha da estrutura de gestão (e, eventualmente de gestor) em assembleia seja conduzido de forma transparente e democrática, sob pena de quebra de dever fiduciário e consequente violação do art. 20 da Instrução CVM 494<sup>[18]</sup>.

Rio de Janeiro, 27 de agosto de 2013

**Leonardo P. Gomes Pereira**  
**Presidente**

---

<sup>[1]</sup> A ARX é reponsável pela gestão da carteira do Investvale desde 2001, e foi adquirida pelo BNY Mellon em janeiro de 2008.

<sup>[2]</sup> O Edital de Audiência Pública nº 01/10, que submeteu a minuta da Instrução CVM 494 ao mercado é explícita nesse sentido.

<sup>[3]</sup> **Art. 11.** (...)

**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.

<sup>[4]</sup> **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.

<sup>[5]</sup> **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.

<sup>[6]</sup> **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.

<sup>[7]</sup> **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.

<sup>[8]</sup> **Art. 39.** (...)

**Parágrafo único.** Os regulamentos a serem promulgados, bem como suas eventuais alterações, devem ser previamente aprovados pela CVM, observado o procedimento descrito no art. 117 da Instrução CVM nº 461, de 23 de outubro de 2007.

<sup>[9]</sup> 17.2. Os casos omissos serão resolvidos pela Bolsa.

<sup>[10]</sup> Processo RJ 2008/12466, julgado em 06.05.08. Analisarei o precedente em maiores detalhes na próxima parte deste voto.

<sup>[11]</sup> Neste sentido, verifica-se que conforme Item “a” dos consideranda do contrato celebrado entre o Investvale e a Studio, esta gestora foi contratada “em linha com uma diretriz de diversificação dos veículos de investimento e com o objetivo de possuir um parâmetro de comparação de desempenhos, buscando maximização de resultados com qualidade e segurança para os cotistas”. Além disso, em reunião realizada no dia 31.08.10, o conselho de administração do Clube referendou referida contratação, realizada pela Diretoria, e solicitou que nos próximos relatórios mensais fosse discriminado o acompanhamento da carteira do Clube de forma segregada, por veículo de investimento.

<sup>[12]</sup> O tema surgiu uma vez que a transformação do Investvale em fundo foi cogitada, dentre outros motivos, para permitir a manutenção da atual estrutura de cogestão caso se reconhecesse a impossibilidade de tal estrutura em clube de investimento. A Bolsa chegou, inclusive, a sugerir que o Investvale submetesse a decisão de transformar-se em fundo à

assembleia. Especificamente com relação a essa sugestão, concordo com a posição da área técnica de que cabe à assembleia avaliar a matéria, pois uma sugestão do regulador poderia representar uma interferência indevida na decisão soberana dos cotistas do clube.

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

[14] Conforme consta do item 1.14 do OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SIN/Nº 4/2012

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

II - de adequação a normas legais ou regulamentares;

[16] Artigo 34 - As deliberações da Assembleia Geral, presenciais ou por meio remoto de comunicação, serão tomadas pelo critério da maioria de cotas dos cotistas presentes, com exceção das deliberações que tenham por objetivo alterar o Estatuto, para as quais o quorum é qualificado, de cotistas que representem, no mínimo, a maioria de cotas emitidas.

[17] 6.5.3. Caso o Estatuto do Clube de Investimento estabeleça quorum de deliberação superior a 75% (setenta e cinco por cento) das Cotas dos Cotistas presentes ou manifestantes, tal critério deverá ser submetido à prévia análise da Bolsa, acompanhado da respectiva justificativa.

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