

Assunto: Aplicação da Instrução CVM nº 494/11 – Processo CVM nº RJ-2012-10374

Senhor Superintendente,

O referido processo inicialmente trata de consulta formulada pela BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A. ("Mellon"), na qualidade de instituição administradora do Clube de Investimento dos Empregados da Vale ("InvestVale"), acerca da possibilidade de existência de cogestão da carteira de ativos do clube de investimentos e, caso positivo, sobre como tal cogestão deveria ser implementada.

Por considerar oportuno, a Mellon também se manifesta sobre "*o alcance da autorregulação dos clubes de investimento*", requerendo uma posição desta CVM sobre a matéria e, caso a posição da bolsa seja revista, requer "*que se explicitem em que medida, para futuros casos, podem os administradores... seguir as orientações do autorregulador*".

Dentre as consultas, a Mellon requer também uma confirmação de que a extinção do conselho de administração, do conselho fiscal e da diretoria do clube deve ser realizada pelo administrador, com base no art. 14 da Instrução CVM nº 494/11 ("ICVM 494").

Posteriormente, um dos atuais gestores do clube – Studio Investimentos Administradora de Recursos Ltda. ("Studio") – requereu desta Comissão, além de um posicionamento sobre as questões formuladas pela Mellon, manifestação acerca da possibilidade de a transformação do clube em um fundo de investimentos ocorrer por quórum simples de cotistas.

Adicionalmente, a Studio requereu que esta CVM reconheça que o art. 34 do atual Estatuto Social do InvestVale representa uma afronta ao disposto nos itens 6.5.1 e 6.5.3 do Regulamento de clubes de investimento, conforme publicado pelo autorregulador.

Tanto a Mellon como a Studio apresentaram manifestações bastante consistentes e pormenorizadas, defendendo conclusões divergentes. As íntegras de tais manifestações constituem os Anexos I, II (Mellon) e III (Studio) do presente Memorando.

Na estruturação do presente trabalho, inicialmente (i) apresentamos o InvestVale e suas muitas peculiaridades, na sequência (ii) abordamos cada questão principal em separado, especialmente as matérias relacionadas à cogestão, (iii) tecemos considerações sobre as demais questões trazidas à nossa apreciação, como o alcance da autorregulação transformação do clube em fundo, e (iv) concluímos com uma proposta de encaminhamento para o Colegiado desta Comissão.

O INVESTVALE

O InvestVale é um clube de investimentos atípico, com características muito peculiares, que o afastam dos clubes idealizados pela ICVM 494.

O clube foi constituído em 28.12.94, sob a forma de condomínio fechado, no âmbito do processo de privatização da (então) Companhia Vale do Rio Doce ("Vale"), com o objetivo de "*assegurar que a vontade de seus cotistas se expresse nos destinos da Companhia Vale do Rio Doce, através de uma representação permanente na sua administração e da aquisição de ações da companhia*" (art. 2º do estatuto social original). Suas operações foram iniciadas em 20.05.97.

Originalmente, o Investvale contava com cerca de 35.000 cotistas. Podiam ser cotistas os empregados e aposentados da Vale, de suas empresas controladas e coligadas, da Fundação Vale do Rio Doce de Seguridade Social e da Fundação Habitacional Vale do Rio Doce. À data-base de 14.2.13 o clube possuía 2.433 cotistas^[1] e um patrimônio líquido de cerca de R\$ 531 milhões.

Em 2003, em sede de reforma estatutária, a assembleia geral de cotistas do clube aprovou o fim da obrigação de manutenção da participação acionária detida na Valepar S.A. (SPE criada para segregar as ações de controle da Vale no processo de privatização). O estatuto, contudo, continuou prevendo o funcionamento de órgãos de representação dos cotistas, como o conselho de administração^[2], conselho fiscal e diretoria.

Na reforma estatutária de 2003 a assembleia geral de cotistas foi realizada por meio eletrônico, com 103 dias de duração. A assembleia contou também com a CAC (Central de Atendimento aos Cotistas), através da qual ocorreu votação via telefone, com ligação gratuita, disponível 24 horas por dia e com auditoria dos resultados^[3].

Em junho de 2006, a Mellon assumiu a administração e a controladoria do Investvale, quando a assembleia geral de cotistas realizada em maio daquele ano deliberou a substituição da Máxima S.A. DTVM, então instituição administradora do clube. À ocasião, a (então) ARX Capital Management Ltda^[4], já realizava a gestão da carteira do Investvale desde 2001.

Em junho de 2010, a diretoria do Investvale segmentou a gestão dos recursos do clube em carteiras administradas por dois gestores distintos, tendo-se contratado, em 24.06.10, a Studio.

Assim, o clube passou a investir em duas carteiras geridas por instituições distintas: o BNY Mellon ARX Ltda. ("ARX"), gestor

da (parte da) carteira denominada "Cartinvest", e a Studio, gestora da "Cartstudio".

Ou seja, o clube possui duas carteiras (Cartinvest e Cartstudio), que estão distribuídas atualmente em seis contas de custódia distintas (contas com saldo). Não é possível identificar quais contas pertencem a cada uma das carteiras.

É possível que uma carteira seja contraparte da outra. Nestes casos, a BSM analisa se o negócio ocorreu de forma regular ou se houve criação de condições artificiais de preço, oferta ou demanda.

A contratação da Studio se deu "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".

Na reunião realizada em 31.10.11 a diretoria do clube voltou a deliberar sobre o assunto. A decisão foi a de aumentar o volume de recursos da Cartstudio, cujo teor foi levado ao conhecimento do conselho de administração do clube, na reunião realizada em 26.04.12.

Note-se que a cogestão no InvestVale não se fundamenta na especialidade dos gestores em diferentes mercados, como ocorre nos fundos de investimento que adotam a mesma prática. Ambos os gestores – ARX e Studio – administram recursos no segmento de renda variável, ficando cada qual responsável por determinados ativos integrantes da carteira do clube.

Em 22.05.12, a BM&FBOVESPA publicou o Ofício Circular nº 028/2012-DP, dispondo sobre o regulamento previsto no art. 39 da ICVM 494 ("Regulamento da BM&FBOVESPA"), que foi aprovado pelo COL em 08.05.12. De acordo com o art. 45 da Instrução, os administradores dos clubes de investimento em funcionamento deveriam promover as alterações necessárias à adaptação dos clubes à Instrução até o dia 05.09.12.

O item 17.2 do Regulamento da BM&FBOVESPA prevê que os casos omissos devem ser resolvidos pelo autorregulador. Tanto a ICVM 494 como o Regulamento da BM&FBOVESPA não contém disposição alguma sobre a possibilidade de cogestão.

No âmbito da adaptação às novas regras, a governança do InvestVale foi redefinida pela Mellon, haja vista que o conselho de administração, o conselho fiscal e a diretoria deixaram de existir.

Em 31.08.12, esta SIN se manifestou sobre a cogestão do InvestVale, nos termos do OFÍCIO/CVM/SIN/GIF/Nº 2787 (fl. 48), no sentido de que, por força do disposto no parágrafo único do art. 3º da ICVM 494, deve prosperar a posição manifestada pelo autorregulador (no caso, pela impossibilidade de cogestão no clube de investimento).

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.

Em 08.10.12, no âmbito da adaptação dos clubes de investimento aos ditames da ICVM 494, a BM&FBOVESPA expediu o Ofício nº 1804/2012-DO-GCD-CPCO, (i) informando que a gestão da carteira do InvestVale deve ser exercida por um único gestor (fls. 64); e (ii) determinando que a escolha do gestor se dê em assembleia geral de cotistas.

No mesmo expediente o autorregulador (a) determinou que a assembleia geral de cotistas necessária à finalização da adaptação do clube à ICVM 494 fosse convocada em até 8 dias úteis; (b) recomendou sua realização "por meio remoto de comunicação"; e (c) sugeriu que fosse submetida à assembleia a possibilidade de transformação do InvestVale em um fundo de investimento, veículo que seria mais apropriado à estrutura e peculiaridades do clube.

Em 19.10.12, a Mellon efetuou pedido de reconsideração da posição manifestada no ofício acima referido. Em resposta, a BM&FBOVESPA, por meio do Ofício nº 2459-2012 DO-GCD-CPCO, reiterou a necessidade de realização de assembleia geral de cotistas para definir quem deve ser o gestor da carteira de ativos do clube.

Em 21.12.12, esta área técnica respondeu a consulta da Mellon acerca da determinação do autorregulador para que até aquela data fosse convocada assembleia geral de cotistas do InvestVale para deliberar sobre qual gestor permaneceria prestando serviços ao clube. Em vista da inexistência de jurisprudência e considerando a posição externada pela BM&FBOVESPA, informamos que analisaríamos a matéria e a encaminharíamos à apreciação do Colegiado, bem como sugerimos à Mellon que se abstivesse de convocar a assembleia requerida pela bolsa, até uma decisão do Colegiado a respeito.

Finalmente, cabe destacar que segundo a BM&FBOVESPA o InvestVale permanece ativo, porém, em desacordo com a regulamentação vigente, tendo em vista que não foi realizada a assembleia geral de cotistas necessária para concluir a adaptação do clube à nova regulamentação.

Questão 1 - CLUBES DE INVESTIMENTO PODEM CONTAR COM COGESTÃO?

A primeira questão apresentada é genérica e conceitual, e não diz respeito exclusivamente ao caso do InvestVale. Seguem abaixo segregadas as diferentes manifestações sobre a matéria:

BM&FBOVESPA

O autorregulador manifestou-se pela impossibilidade de existir gestão compartilhada da carteira dos clubes de investimento (fl. 64).

Mellon

A inexistência de dispositivo que vede a cogestão não deve ser interpretada como uma permissão para a adoção dessa prática. A gestão de clubes de investimento é hoje uma atividade regulada e, portanto, deve ser exercida de acordo com as normas aplicáveis.

Assim, no entendimento da Mellon, a regulação optou por afastar os clubes dos fundos de investimento, com a explícita intenção de acabar com a arbitragem regulatória entre clubes e fundos, dado que muitos potenciais fundos de investimento poderiam ser constituídos como clubes para se beneficiar de seu regime mais simples, menos custoso e sujeito a controles menos rígidos que os dos fundos^[5].

Seguindo no raciocínio, defende que da mesma forma que a ICVM 494 menciona expressamente a aplicação subsidiária da ICVM 409 para os casos previstos em seus arts. 37 e 38, se fosse do interesse do regulador poderia ter havido referência expressa à possibilidade de aplicação subsidiária da ICVM 409 aos artigos da ICVM 494 referentes à gestão da carteira de ativos, o que, entretanto, não ocorreu.

O Regulamento da BM&FBOVESPA define o gestor como sendo a "*pessoa natural ou jurídica autorizada pela CVM a prestar serviços de administração profissional de carteira de valores mobiliários ou Cotista(s) responsável(is) pelo exercício da atividade de administração da carteira de Clube de Investimento*", dessa forma demonstrando ser possível a gestão por mais de um cotista, mas não por mais de um prestador de serviços de administração de carteira.

Studio

Segundo a gestora, não existe na regulamentação qualquer impeditivo para a cogestão em clubes de investimento. Ao contrário, a única previsão a respeito do tema, o art. 19, II, da ICVM 494, dispõe que a gestão da carteira do clube pode ser exercida "*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*". Assim, o próprio uso daqueles termos em plural sugeriria implicitamente essa possibilidade.

Assim, entende que a vedação ao exercício da cogestão deve ser fundamentada em elementos substanciais, indicativos de que o exercício de tal atividade seria nocivo ou perigoso o suficiente para afetar a segurança dos investidores ou do mercado.

Área Técnica

Consideramos procedentes os argumentos trazidos pela Mellon, de modo que corroboramos a manifestação desse administrador no sentido de ser inadmissível, frente à regulação vigente, que a carteira de ativos de um clube de investimentos conte com gestão compartilhada, à exceção da hipótese expressamente estabelecida no art. 19, III, da ICVM 494.

A nosso juízo, a contratação de mais de um gestor profissional pode ser justificada em fundos de investimento que adotem políticas de investimento que exigem grande nível de sofisticação e especialização, inadequada ao perfil dos investidores de varejo que compõem o público-alvo dos clubes.

Os fundos de investimento nos quais a cogestão é adequada possuem uma estrutura distante do formato de um clube de investimento, tendo em vista que esses últimos foram planejados pela ICVM 494 como veículos de investimento coletivo mais simples, cujo propósito é a introdução de pequenos investidores no mercado de capitais.

Cabe lembrar que, conforme previsto no art. 19, III, da ICVM 494, as carteiras dos clubes de investimento podem ser administradas por um ou mais cotistas (sem remuneração ou qualquer espécie de benefício), os quais não carecem de registro nesta CVM como prestadores de serviços de administração de carteira para fazê-lo.

É nossa opinião que tal dispositivo, além de claramente reforçar a distinção entre fundos e clubes, dado que carteiras de fundos devem ser administradas por instituições registradas nesta CVM, as quais estão sujeitas à extensa gama de normas de conduta e *disclosure*, sinaliza que a cogestão de um clube de investimento pode ser boa prática, desde que os gestores sejam cotistas eleitos pela assembleia geral de cotistas, sendo assim legitimados pelos seus pares como aptos ao exercício da função.

Em suma, parece-nos que uma gestão compartilhada entre cotistas eleitos pela assembleia geral estaria completamente aderente ao espírito da ICVM 494, ao contrário da gestão compartilhada por gestores profissionais contratados.

Reportando-nos aos argumentos no sentido contrário, trazidos pela Studio, somos da opinião de que o fato de o art. 19, II, da ICVM 494 versar sobre "gestores", no plural, nada significa, até mesmo porque o § 3º do mesmo artigo utiliza o singular "gestor".

No que tange à argumentação de que a vedação à cogestão careceria de materialidade indicativa de que tal arranjo poderia ser "*nocivo ou perigoso o suficiente para afetar a segurança dos investidores ou do mercado*", parece-nos que o Colegiado, ao editar uma norma que, a nosso juízo, veda a cogestão, já considerou que a prática não é adequada para os clubes.

Questão 2 - O INVESTVALE PODE CONTAR COM COGESTÃO?

A Questão 2 se assemelha, mas não exatamente se confunde, com a Questão 1, haja vista que eventualmente as peculiaridades do InvestVale podem justificar que o mesmo seja tratado de uma forma diferente dos clubes de investimento tradicionais.

BM&FBOVESPA

Como já mencionado, o autorregulador se manifestou pela impossibilidade da gestão compartilhada para a carteira de clubes de investimento (fls. 64), manifestação essa dada no decorrer da adaptação do InvestVale à ICVM 494.

Mellon

No entendimento da Mellon, mesmo que a cogestão da carteira de um clube seja admitida, não poderia ser realizada nos moldes existentes no InvestVale, ainda que o clube fosse transformado em um fundo de investimento, haja vista que, conforme já orientado pela SIN em Ofício-Circular[6], os gestores devem atuar em mercados específicos, ao passo que "*tanto a Cartstudio quanto a Cartinvest investem de forma bastante semelhante e no mesmo segmento de mercado*".

A atuação de dois gestores no mesmo segmento de renda variável traz também complicações de ordem prática para o clube, não tratadas na regulação, tais como (i) observância de limites de exposição a ativos; (ii) gestão de liquidez; (iii) alinhamento no tocante à participação em assembleias de companhias investidas; e (iv) aumento de custos com sistemas e procedimentos de controle.

Studio

Já segundo a Studio, o InvestVale possui características específicas que o distanciam sensivelmente dos clubes que a regulamentação pretende tratar. Assim, uma adaptação estatutária excessivamente adstrita aos requisitos da nova norma pode representar expressivo dano aos cotistas do clube, ao transformar referido veículo de investimento em algo distinto do que originalmente se pretendeu.

Segundo alegado, em observância às suas inegáveis peculiaridades, a manutenção da cogestão no InvestVale merece ser objeto de cuidadosa análise pela CVM, levando-se em consideração o melhor interesse dos cotistas, a inexistência de prejuízo ao mercado e a manutenção do *status quo* de uma estrutura que já funciona que não apresentaria qualquer tipo de problema.

Assim, entende que caberia a CVM analisar, com relação a esse ponto, os motivos pelos quais o InvestVale deve ou não poder manter sua atual estrutura, ainda que de forma excepcional em relação aos demais clubes. Dessa forma, defendem que:

A melhor performance histórica da Cartstudio em relação à carteira gerida pelo gestor ligado à Mellon, bem como o fato de a taxa cobrada pela Studio ser inferior à cobrada pela ARX, somente vieram a corroborar as vantagens na diversificação dos veículos de investimento e na criação de critérios objetivos de comparação, em claro benefício do clube e de seus cotistas.

Ou seja, no caso do InvestVale a cogestão não só vem funcionando perfeitamente, como representa diretamente o melhor interesse dos cotistas.

As complicações de ordem prática trazidas pela cogestão não são insuperáveis, tanto assim que não se tem informações de problemas operacionais relevantes, ao contrário, a cogestão tem se mostrado uma experiência vitoriosa no InvestVale.

Área Técnica

A nosso juízo, as peculiaridades do InvestVale, que são muitas, de fato o afastam dos demais clubes de investimento, mas não justificam um tratamento excepcional por parte do regulador, haja vista que a solução para os casos extraordinários já resta prevista na própria ICVM 494, quais sejam (i) a incorporação, fusão, cisão ou transformação do clube (art. 37); ou (ii) o cancelamento de seu registro pelo autorregulador, caso o clube não consiga se adequar às novas regras (art. 45, § 3º).

Note-se que uma das particularidades – a existência de milhares de cotistas – já foi prevista no § 4º do art. 45 da ICVM 494, que permite que clubes que possuam mais de 50 cotistas continuem em funcionamento, vedada a entrada de novos cotistas. Diante disso, parece-nos que o Colegiado pontuou a peculiaridade que considera aceitável, de forma que o fato de o InvestVale ser muito peculiar nesse particular aspecto não pode justificar a cogestão de sua carteira de ativos.

É oportuno lembrar que o Colegiado já se manifestou quanto à cogestão da carteira de fundos de investimento, na reunião realizada em 06.05.08 (Reg. COL nº 5.998/08), estabelecendo os requisitos necessários à cogestão, os quais não se fazem presentes no caso do InvestVale. À ocasião, o Colegiado admitiu a cogestão, tendo em vista que a regulamentação vigente

não a veda, desde que sejam observados os seguintes requisitos:

- I. contrato celebrado nos termos do artigo 56, § 1º, I, da Instrução CVM nº 409/04, que (1) assegure a responsabilidade solidária dos gestores pelos atos de gestão; (2) restrinja a autorização para ordens de compra e venda ao custodiante do fundo à área específica de atuação de cada gestor, em atenção ao art. 59, parágrafo único, I, da Instrução; e (3) autorize o administrador a intervir em caso de eventuais conflitos nas decisões de investimento^[7];
- II. alerta aos investidores, através do regulamento e do 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. 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.

Questão 3 - COMO DEFINIR O GESTOR?

Caso entenda-se que a cogestão da carteira do InvestVale não é possível, remanesce a dúvida acerca da competência para definir o gestor remanescente.

BMF&BOVESPA

A BM&FBovespa em manifestação de 14.12.12, defende que "*não obstante a Instrução CVM nº 494/2011 preveja no artigo 14 que independem de assembleia geral as alterações do estatuto social que decorram exclusivamente de adequação a normas legais ou regulamentares, tal dispositivo se aplica exclusivamente a alterações objetivas, não transferindo ao administrador o poder decisório sobre temas que competem privativamente aos cotistas*".

Com base nesse entendimento, o autorregulador determinou à Mellon que realize uma assembleia de cotistas para definir quem deve ser o gestor do fundo, preferencialmente utilizando meios remotos de comunicação.

Mellon

O administrador entende que possui competência para contratar, substituir ou destituir o gestor da carteira de ativos do clube, de modo que a ele cabe a decisão sobre quem deve permanecer à frente da gestão do InvestVale.

O art. 15, II, da ICVM 494, abaixo transcrito, trata da substituição do gestor, e dispõe que compete à assembleia geral de cotistas substituir o gestor que tiver sido eleito também em assembleia.

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;

Já o art. 25, III, da ICVM 494 dispõe que o "*administrador e o gestor da carteira do clube devem ser substituídos nas hipóteses de destituição, por deliberação da assembleia geral ou, no caso de gestor contratado, por ato do administrador*".

Segundo a Mellon, depreende-se claramente que o entendimento da CVM é no sentido de deixar a cargo daquele que escolheu o gestor também a decisão sobre a sua substituição/destituição. Ou seja, caso seja eleito pela assembleia geral de cotistas, o gestor deve ser por ela substituído/destituído; se contratado pelo administrador, deve ser por ele substituído/destituído.

Assim, a interpretação manifestada pelo regulador sobre o tema seria no sentido de que a competência para a substituição do gestor somente será privativa da assembleia geral de cotistas apenas se o gestor houver sido eleito pela própria assembleia.

O art. 18 da ICVM 494 prevê que o administrador de um clube é responsável por todo o "*conjunto de atividades e de serviços relacionados, direta e indiretamente, ao seu funcionamento e manutenção*". Inclui-se, dentre essas atividades e serviços, a gestão da carteira do clube.

Nesse contexto, alega que a escolha dos gestores das carteiras de investimento do Investvale sempre seguiu o mesmo processo de deliberação tal qual previsto nas disposições estatutárias vigentes até 04.09.12, qual seja, por deliberação do conselho de administração do clube.

Às vésperas do encerramento do prazo previsto no artigo 45 da ICVM 494^[8], foi realizada uma reunião extraordinária do conselho de administração para deliberação final sobre o estatuto social, o qual decidiu que "*em sendo mantida a posição quanto à impossibilidade de cogestão, permaneceria válida a deliberação já tomada no sentido de se manter o BNY Mellon ARX como único gestor do clube*", mantida temporariamente a cogestão, até que existisse um posicionamento final da bolsa sobre a matéria.

Dessa forma, defende que não seria razoável que a decisão do conselho de administração do Investvale, então em regular

funcionamento, deixasse de ser considerada em razão de uma terceira análise feita pela mesma BM&FBOVESPA, realizada após o decurso do prazo previsto no artigo 45 da ICVM 494, e que, como não poderia deixar de ser, chegou mais uma vez à conclusão que já havia manifestado em duas oportunidades anteriores[9].

Mesmo que se pudesse sustentar que a decisão tomada pelo conselho de administração do Investvale merecesse ser desconsiderada, a única hipótese de competência privativa da assembleia geral de cotistas para escolha do gestor, conforme demonstrado, diz respeito exclusivamente aos casos em que os próprios cotistas fizeram essa escolha, o que não corresponde à presente hipótese.

Studio

Na interpretação dessa gestora, a melhor interpretação de voto da Diretora Luciana Dias – em especial no que diz respeito ao alcance do art. 15 da Instrução CVM 494 –, proferido no âmbito de processo que aprovou o Regulamento dos Clubes[10], é no sentido de *"deixar a cargo daquele que o escolheu também a decisão sobre sua modificação (...) se eleito pela assembleia geral de cotistas, o gestor deve ser por ela substituído e, se contratado pelo administrador, deve ser por ele destituído"*.

Entretanto, ressalta que no referido voto não foi afirmado 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.

Tal afirmação seria importante pois, no caso específico do Investvale, o gestor foi nomeado pelo conselho de administração do clube, e não pela assembleia ou pelo administrador.

Considerando que a regulamentação atualmente apresentaria somente duas hipóteses de nomeação do gestor (pela assembleia ou pelo administrador), da mesma forma que se pode afirmar que *"a competência para destituição será da assembleia geral somente quando esta tiver nomeado o gestor"* – como o fez a Diretora no item 21 do voto –, pode-se afirmar que *"a competência para a destituição somente será do administrador nos casos em que este tiver nomeado o gestor"*.

O que não está claro é o fundamento pelo qual pode ser entendido que, ante a existência de tal lacuna, deve-se optar por conferir a relevante escolha do gestor ao administrador (mero prestador de serviços do clube); e não à assembleia geral, órgão de representação dos cotistas, sobre o qual foi conferido amplo destaque no âmbito da reforma da regulamentação dos clubes de investimento.

Assim, entende que a delegação de poderes ao administrador para atuar em nome do clube é específica e deve ser interpretada restritivamente, sempre em observância ao melhor interesse dos cotistas. A regulamentação conferiu o poder para que o administrador pudesse realizar alterações estatutárias de *"adequação a normas legais ou regulamentares"* (item 4.3 do Regulamento de Clubes) somente em caráter excepcional. No entanto, a escolha de um gestor não é uma mera adequação a normas legais ou regulamentares, mas sim uma decisão extremamente relevante sobre a administração do clube, que não pode fugir da apreciação por parte daqueles que são por ela diretamente afetados: os cotistas.

Nesse contexto defende que a tese de que a escolha do gestor não deve ser levada à assembleia geral é fundamentada em uma decisão do conselho de administração tomada às pressas, às escuras, graças a um alegado esforço da Mellon junto aos órgãos de administração e que contou ainda com a análise de uma proposta comercial inexistente da Studio.

A chance de concorrer em iguais condições pela gestão dos recursos do InvestVale é justamente o principal pleito da Studio em toda essa discussão. A escolha do conselho de administração pela ARX, tida às pressas e com base na inusitada interpretação da Mellon sobre o julgamento do Processo CVM nº RJ-2011-9150, não foi procedida de livre concorrência, não tendo sido dada à Studio a oportunidade de concorrer em iguais condições com a ARX.

Mesmo que a questão da escolha do gestor estivesse adstrita à interpretação das regras internas (estatutárias) de governança do Clube – o que não se admite, uma vez que se aplicam sobre a questão outras normas decorrentes diretamente da regulamentação – a competência para substituição do gestor não pertencia ao conselho de administração, dado que não há no rol de competências do conselho de administração do antigo Estatuto Social do InvestVale qualquer menção que possa conduzir a essa conclusão.

Informa ainda que a contratação da Studio se deu por ato da diretoria[11], sendo indiferente que tal contratação tenha sido posteriormente informada ao conselho de administração. Assim, o conselho de administração não teria poderes para interferir em decisão tomada pela diretoria, quando esta se dá dentro dos limites de sua competência, menos ainda para extinguir relações jurídicas formalizadas pelos diretores, na qualidade de representantes legais do clube.

Além da incompetência do conselho de administração para examinar a matéria, ataca o argumento da Mellon de que prevaleça o entendimento da BM&FBovespa como decisão final. Para tanto, alega que não há de se falar em produção de efeitos de uma deliberação (que além de inválida) não teve atendida uma condição estabelecida nela própria, qual seja, a decisão definitiva a respeito da cogestão no caso do Investvale.

Área Técnica

A partir de uma interpretação conjunta dos arts. 15, II, 19 e 25, III, todos da ICVM 494 e abaixo transcritos, entendemos que

a competência para contratar e destituir o gestor da carteira de um clube de investimento pertence ao administrador do clube, observado, ainda, que a nosso juízo as peculiaridades do InvestVale não justificam afastá-lo do alcance dos referidos normativos.

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;

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.

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

(...)

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

Note-se que há três diferentes tipos de gestores de carteiras de clubes de investimento, como fica claro pelo art. 19 da ICVM 494:

1. inciso I – administrador que presta também os serviços de gestão da carteira ("adm-gestor");
2. inciso II – gestor contratado pelo administrador ("gestor-contratado"); e
3. inciso III – cotista(s) eleito(s) pela assembleia geral ("gestor-cotista").

Desse modo, quando o art. 15, II, da ICVM 494 estabelece que compete privativamente à assembleia geral de cotistas deliberar sobre a substituição do gestor que foi eleito em assembleia, o dispositivo está se referindo ao gestor-cotista, haja vista que a contratação do gestor-contratado é decisão do administrador^[12], não da assembleia geral de cotistas.

Da mesma forma, reforçando o entendimento supra, o art. 25, III, da ICVM 494, tratando da substituição do gestor, dispõe que o administrador-gestor e o gestor-cotista devem ser destituídos por deliberação da assembleia geral de cotistas, já o gestor-contratado deve ser destituído por ato do administrador.

Diante do acima exposto, no que tange ao caso concreto, entendemos que a definição sobre qual gestor-contratado – ARX ou Studio – deve remanescer à frente do InvestVale pertence à Mellon, na qualidade de administrador do clube.

Lembramos, por oportuno, que os cotistas, caso insatisfeitos com a escolha do administrador, podem destituí-lo, sob o amparo do art. 15, II, da ICVM 494.

Finalizando nossas considerações no que se referem à competência para destituir o gestor, alertamos que o fato de a competência para afastar o gestor contratado pertencer ao administrador do clube em nada diminui a necessidade de que tal decisão seja tomada no melhor interesse dos cotistas.

No caso concreto, portanto, a Mellon, especialmente por ser parte relacionada a um dos gestores, a ARX, deve agir de forma a demonstrar claramente toda a diligência e dever de fidúcia que devem se fazer presentes ao tomar esse tipo de decisão.

Questão 4 - A EXTINÇÃO DOS ÓRGÃOS DE REPRESENTAÇÃO DOS COTISTAS DO INVESTVALE PODE SER REALIZADA UNILATERALMENTE PELO ADMINISTRADOR DO CLUBE?

Na governança dos clubes de investimento, conforme estipulada na ICVM 494, o órgão de representação dos cotistas é a assembleia geral, sem que exista conselho de administração, diretoria ou conselho fiscal.

Isto posto, em nossa opinião a extinção dos referidos órgão do InvestVale no âmbito da adaptação do clube à nova regulamentação vigente é medida que, sim, podia ser tomada pelo administrador, com fundamento no art. 14, II, da ICVM 494, por força do qual o "*estatuto pode ser alterado, independentemente da assembleia geral, sempre que tal alteração decorrer exclusivamente de adequação a normas legais ou regulamentares*".

Questão 5 - QUAL O ALCANCE DA AUTORREGULAÇÃO?

A nosso juízo a competência delegada ao autorregulador jamais será prejudicada pela aplicação da norma a casos

concretos. Em outras palavras, a possibilidade de uma decisão do autorregulador vir a ser reformada pelo Colegiado desta Comissão não significa que os agentes de mercado podem ignorar suas decisões.

Naturalmente, ao efetuar a referida delegação esta Comissão não se isentou de sua competência legal. Desse modo, as decisões do autorregulador sempre estarão sujeitas a reformas pelo Colegiado desta autarquia, sempre e quando entender que sejam cabíveis.

Por conclusão, em resposta à solicitação da Mellon, para que "*se explicita em que medida, para futuros casos, podem os administradores seguir as orientações do autorregulador*", esta área técnica entende que os administradores de clubes de investimento devem sempre seguir as decisões do autorregulador, eventualmente sujeitas a revisão pelo Colegiado desta Comissão no âmbito de sua competência.

Questão 6 - O INVESTVALE DEVERIA SE TRANSFORMAR EM UM FUNDO DE INVESTIMENTO?

A BM&FBOVESPA sugeriu que fosse submetida à assembleia geral de cotistas do InvestVale a possibilidade de transformação do clube em um fundo de investimento, veículo que seria mais apropriado à estrutura e peculiaridades do clube.

Concordamos integralmente com a análise do autorregulador no sentido de que a estrutura e peculiaridades do InvestVale fazem com que a forma de fundo de investimento lhe seja mais apropriada.

Entretanto, não nos sentimos confortáveis para corroborar sua sugestão, haja vista que qualquer sugestão oriunda desta Comissão poderia ser interpretada pelos cotistas como uma espécie de recomendação sobre como eles deveriam proceder, o que representaria uma interferência na decisão soberana dos cotistas do clube^[13].

Questão 7 - REFORMAS ESTATUTÁRIAS DE CLUBES PODEM PREVER QUORUM QUALIFICADO?

Quoruns de deliberação em assembleia geral de cotistas de clubes de investimento não foi matéria disciplinada pela ICVM 494, de modo que o autorregulador está livre para discipliná-la e, portanto, para disciplinar sua aplicação, conforme incumbência expressamente prevista no art. 19, III, da ICVM 494:

Art. 17. Incumbe à entidade administradora de mercado organizado regulamentar:

(...)

III - as regras de instalação, organização e deliberação das assembleias, **inclusive aquelas relativas a quorum**, bem como as regras quanto à formalização das deliberações; (grifamos)

Destaque-se que mesmo diante das "*permanentes dificuldades operacionais enfrentadas pelo Investvale*" relativas "*ao atingimento do quórum qualificado necessário para que se aprovem alterações ao estatuto*", a previsão de necessidade de quórum qualificado^[14] para promover alterações estatutárias foi mantida no (novo) estatuto do clube (art. 34), observado que, no caso específico do InvestVale, ora inexistente o conselho de administração do clube, que fazia às vezes de órgão de representação dos cotistas.

Não nos compete discutir o mérito ou a motivação em se manter vigente um dispositivo estatutário que dificulta a efetivação de alterações estatutárias no InvestVale, nem tampouco analisarmos a conduta da BMF&BOVESPA frente à matéria, haja vista que o autorregulador age amparado pela competência a ele fornecida na ICVM 494.

Ademais, quando consideramos que o quorum qualificado para promover alterações estatutárias já se fazia presente no antigo estatuto do InvestVale, parece-nos que qualquer manifestação do regulador disciplinando os quoruns aplicáveis à assembleia geral de cotistas do clube representaria uma interferência indevida em um contrato estabelecido entre as partes - o Estatuto Social do clube.

Não há como concluirmos nossa análise sobre a presente questão - em última análise, sobre os pleitos trazidos a nossa apreciação - sem abordarmos a dificuldade operacional em se atingir o quorum qualificado em uma assembleia geral de cotistas.

A propósito, parece-nos claro que promover alterações estatutárias no InvestVale pode ser difícil, mas não é impossível, afinal, em 2003 foi feito. Ademais, transcorridos quase 10 anos, é razoável imaginar que as ferramentas tecnológicas hoje disponíveis para a realização de deliberações virtuais, em plataformas eletrônicas, são muito mais seguras e amigáveis (para o usuário leigo) e contam com mais possibilidades que aquelas utilizadas quando da reforma do estatuto do InvestVale em 2003.

Também é razoável supor que hoje seria menos custoso realizar uma assembleia geral de cotistas remotamente do que o foi faz 10 anos atrás.

Desse modo, aproveitamos a oportunidade para lembrar que na hipótese de ficar caracterizado que a matéria é do interesse dos cotistas - o que deve ser apurado e fundamentado pelo administrador do clube -, os gastos com a realização de uma assembleia geral de cotistas do InvestVale destinada à concluir a adaptação do clube à ICVM 494 seriam encargos do clube, nos termos do art. 36, III, da Instrução, ainda que a assembleia seja realizada por meio remoto de comunicação,

conforme recomendado pelo autorregulador.

Finalmente, reportando-nos ao pedido da Studio para que esta CVM reconheça que o art. 34 do atual Estatuto Social do InvestVale representa uma afronta ao disposto nos itens 6.5.1 e 6.5.3 do Regulamento de Clubes editado pela BM&FBOVESPA, entendemos que melhor competiria à própria bolsa se manifestar e interpretar os comandos por ela emanados por meio de seu Regulamento, que, é necessário frisar, já foi devidamente aprovado pela autarquia.

Não se deixa de reconhecer que a CVM continua a ser o regulador de mercado, não tendo em nada prejudicada sua competência sobre os clubes de investimento, o que significa que, no que se refere à aplicação da ICVM 494, as decisões do autorregulador estão sujeitas à revisão por parte do Colegiado. Isso não significa, entretanto, que esta Comissão deve se manifestar sobre a interpretação do autorregulador sobre um regulamento que ele mesmo expediu e para o qual já obteve aprovação.

Em outras palavras, entendemos que cabe à própria BM&FBovespa analisar se dispositivos específicos de estatutos sociais de clubes sujeitos a sua supervisão estão aderentes ao Regulamento de Clubes de Investimento por ela elaborado e mantido, conforme já aprovado pelo Colegiado da CVM.

Conclusão

Diante de todo o acima exposto, concluímos apresentando nosso entendimento resumido sobre o caso trazido à apreciação desta CVM, a saber:

- A regulamentação vigente não admite a existência de gestão compartilhada da carteira dos clubes de investimento e as muitas peculiaridades do InvestVale não justificam que o mesmo receba tratamento diferenciado do regulador, haja vista que a ICVM 494 já contém as alternativas para o caso de a adaptação do clube à norma não ser possível. Desse modo, o administrador do clube deve promover imediatamente a finalização da adequação do estatuto do clube à ICVM 494, conforme determinado pela BM&FBOVESPA, observado, entretanto, que no tocante à escolha do gestor que remanescerá prestando serviços ao clube, somos da opinião que a decisão pertence à Mellon, não à assembleia geral de cotistas, a qual pode substituir o administrador caso não concorde com sua escolha.

Finalmente, propomos que a presente matéria seja encaminhada à apreciação do Colegiado, com relatoria desta SIN/GIF, caso se entenda conveniente.

Atenciosamente,

Claudio Gonçalves Maes
Gerente de Acompanhamento de Fundos

Ao SGE, de acordo com manifestação e encaminhamento propostos pela GIF.

Daniel Walter Maeda Bernardo
Superintendente de Relações com Investidores Institucionais
em exercício

[1] O Investvale é parte de diversas ações judiciais. Em agosto de 2012 possuía cerca de 180 ações judiciais ativas, tendo boa parcela delas origem nos fatos tratados no Processo Administrativo Sancionador CVM nº 7/2004.

[2] Em agosto de 2007, alguns dos então conselheiros e diretores do clube sofreram condenação da CVM (PAS supra), em razão de fatos havidos entre 2002 e 2003, relacionados ao uso de informações privilegiadas e à ausência de diligência na defesa dos interesses dos cotistas.

[3] O administrador argumenta que, em vista do elevado número de cotistas e de sua grande dispersão geográfica, é operacionalmente muito difícil atingir o quórum qualificado para alterações estatutárias.

[4] Adquirida pelo BNY Mellon em janeiro de 2008, veio a ser tornar o BNY Mellon ARX.

[5] No Edital de Audiência Pública nº 01/10 – que resultou na ICVM 494 – foi explicitado que àquela ocasião os clubes podem ter até 150 cotistas, “*havendo possibilidade de aumento desse número em alguns casos. A CVM entende que esse limite permite a criação de clubes completamente dissociados das finalidades desses veículos, facilitando a arbitragem regulatória e distanciando os cotistas*”.

[6] No caso, o item 1.14 do Ofício Circular CVM/SIN/nº 4/2012

[7] Como exemplos de intervenções possíveis pelo administrador, cita-se:

a) a definição do gestor obrigado a atender necessidade de venda de ativos em caso de resgates vultosos impostos ao fundo;

b) a definição do gestor a quem se facultaria a aplicação em ativos diante do ingresso de recursos em novas aplicações;

c) a definição do gestor responsável pelo reenquadramento do fundo em caso de descumprimento dos limites de concentração e diversificação de carteira e concentração de risco definidos no regulamento e na legislação vigente.

[8] Quando cessaria o funcionamento dos órgãos de representação dos cotistas que indicaram Mellon, ARX e Studio.

[9] NR: o gestor deve ser escolhido em assembleia geral.

[10] Processo CVM nº RJ-2011-9150.

[11] Conforme consta do item “a” dos *consideranda* do contrato celebrado pelo Investvale com a Studio, a decisão para a contratação da Studio foi ato da diretoria do Investvale. Deve-se considerar, ainda, que a formalização do contrato, deu-se,

igualmente, por membros da diretoria, sem qualquer tipo de ingerência ou intervenção do conselho de administração.

[12] Art. 20, §2º. X, ICVM 494: contratar o gestor é dever do administrador.

[13] Art. 15, III, da ICVM 494 - compete privativamente à assembleia geral de cotistas deliberar sobre a transformação do clube.

[14] Por “quorum qualificado”, no caso em tela, entenda-se “maioria das cotas emitidas”.