



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM SEI Nº 19957.006012/2016-42

Reg. Col. 0619/2017

Acusado: João Paulo do Amaral Braga

Assunto: Apurar eventual responsabilidade pela administração irregular de carteira de valores mobiliários de clube de investimento.

Diretora Relatora: Flávia Perlingeiro

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

1. Gostaria de tecer breves considerações a respeito de alguns pontos tratados ao longo do bem fundamentado voto da Diretora Relatora Flávia Perlingeiro¹.
2. Inicialmente, ressalto não restar dúvidas quanto à irregularidade da conduta de João Paulo do Amaral Braga (“Acusado” ou “João Paulo”) no que diz respeito aos negócios do Clube Sudfer. No entanto, a meu ver, tal irregularidade não decorre de sua atuação na gestão da carteira do referido clube, mas sim do fato de que o Acusado extrapolou os meros atos de gestão e desempenhou atribuições próprias do administrador do clube, posição privativa de sociedades corretora e distribuidora, banco de investimento ou banco múltiplo², nos termos do art. 18 da ICVM nº 494/2011.
3. Não foi essa, contudo, a infração imputada a João Paulo, acusado no presente processo por ter exercido a atividade de administração de carteira de valores mobiliários sem prévia autorização da CVM, em inobservância ao art. 23 da Lei nº 6.385/1976³ e ao art. 3º da ICVM nº 306/1999⁴.

¹ Os termos iniciados em letra maiúscula referenciados na presente manifestação de voto e que não estiverem nele definidos têm o significado que lhes foi atribuído no voto da Diretora Relatora Flávia Perlingeiro.

² A autorização para que bancos múltiplos desempenhassem a função de administradores de clubes de investimento foi incluída na ICVM nº 494/2011. Ao tempo da vigência da ICVM nº 40/84, a administração dos clubes se restringia às sociedades corretoras e distribuidoras e aos bancos de investimentos, nos termos do seu art. 13, §2º.

³ Art. 23. O exercício profissional da administração de carteiras de valores mobiliários de outras pessoas está sujeito à autorização prévia da Comissão. § 1º - O disposto neste artigo se aplica à gestão profissional



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

4. Em relação a esta acusação, divirjo das conclusões alcançadas pela Diretora Relatora.

5. Como muito bem exposto em seu voto, a regulamentação desta autarquia acerca dos clubes de investimento estabeleceu regime diferenciado para a administração e a gestão de sua carteira, justamente por atribuir a essa modalidade de investimento coletivo papel diferenciado no desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil.

6. A esse respeito, o edital da audiência pública nº 01/10, que culminou na edição da ICVM nº 494/2011, ressalta que:

“Tradicionalmente, no Brasil e em outros países, os clubes de investimento são considerados uma forma de introdução do pequeno investidor ao mercado de capitais. Por permitirem uma participação maior do cotista, os clubes de investimento possibilitam o aprendizado acerca de técnicas de gestão de carteira e da dinâmica do mercado.” (g.n.)

7. Não à toa autorizou-se, mesmo à época da ICVM nº 40/1984, o exercício da atividade de gestão por pessoa sem prévio registro junto à CVM. Nos termos do art. 15 da referida instrução⁵, a atividade de administração de carteira de clubes poderia ser exercida por (i) entidade integrante do sistema de distribuição de títulos e valores mobiliários; (ii) pessoas físicas ou jurídicas contratadas pelo clube; ou (iii) representante dos cotistas, exigindo-se a prévia autorização desta autarquia apenas caso houvesse a previsão de remuneração ao gestor.

8. Já sob a égide da ICVM nº 494/2011, a gestão da carteira do clube pode ser exercida pelo próprio administrador ou por pessoas naturais ou jurídicas contratadas

e recursos ou valores mobiliários entregues ao administrador, com autorização para que este compre ou venda valores mobiliários por conta do comitente. § 2º - Compete à Comissão estabelecer as normas a serem observadas pelos administradores na gestão de carteiras e sua remuneração, observado o disposto no Art. 8º inciso IV.

⁴ Art. 3º. A administração profissional de carteira de valores mobiliários só pode ser exercida por pessoa natural ou jurídica autorizada pela CVM. Parágrafo único. A CVM não se responsabiliza pelos procedimentos e orientações dos administradores de carteiras de valores mobiliários.

⁵ Art. 15. A Administração da carteira do Clube de Investimento poderá ser exercida, isoladamente ou em conjunto, por: I - entidade integrante do sistema de distribuição de títulos e valores mobiliários; II - pessoas físicas ou jurídicas, contratadas pelo Clube; III - representante dos condôminos. (...) §2º No caso de administração de carteira remunerada, o administrador deverá estar previamente autorizado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) para o exercício dessa atividade.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

pelo administrador, desde que ambos estejam previamente autorizados pela CVM a exercer a atividade de administração de carteira de valores mobiliários.

9. Autorizou-se, ainda, o exercício de tal atividade por um ou mais cotistas eleitos em assembleia geral, sendo-lhes vedado, no entanto, a gestão de mais de um clube de investimento e o recebimento de qualquer espécie de remuneração ou benefício, direto ou indireto, pelos serviços prestados (art. 19, §2º, da ICVM 494/2011).

10. Conforme elucidado no relatório de análise que examinou as manifestações de participantes do mercado no âmbito da audiência pública nº 01/2010:

“No caso de gestão de Clubes por cotistas não se exige, do gestor, autorização prévia para a administração de carteiras, na forma da regulamentação em vigor. Isso porque, originariamente, os Clubes tendem a ser geridos pelos próprios cotistas. Quando um cotista começa a gerir a carteira de mais de um Clube, tornam-se maiores os riscos de desenvolvimento de tais atividades em caráter profissional, para o que seria necessário obter os correspondentes registros. Por este motivo, foi mantida a vedação. A CVM entende, ainda, que no caso desse cotista, que exerce as atividades dentro dos limites estabelecidos pela norma, ou seja, em um único Clube e sem perceber remuneração, não há necessidade de comprovação de qualificação.” (g.n.)

11. A meu ver, os esclarecimentos prestados quando da edição da ICVM nº 494/2011 reforçam a conclusão de que se buscou estabelecer, em sede de regulação, um regime diferenciado para os clubes de investimento, com o objetivo de estimular a participação dos cotistas, inclusive no que concerne à gestão de carteira.

12. Nesse sentido, reconhece-se que a atuação do cotista em relação a apenas um único clube de investimento e sem previsão de remuneração ou outro benefício pelos serviços prestados prescindiria do caráter profissional que, por força da Lei nº 6.385/1976, impõe a prévia autorização deste regulador.

13. Por sua vez, no que concerne ao administrador do clube, a quem caberiam as atividades relativas, direta ou indiretamente, ao seu funcionamento e manutenção, a opção regulatória foi restringir a assunção de tais atribuições a sociedades corretora e distribuidora, banco de investimento ou banco múltiplo, que atuariam como *gatekeepers* dessa estrutura de investimento coletivo, independentemente de prévia autorização desta autarquia.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

14. Reitero, portanto, o meu entendimento de que a irregularidade cometida pelo Acusado consiste em praticar atos próprios da administração do clube de investimento, atividade que, em vista do regramento da ICVM nº 494/2011, é privativa a determinados participantes de mercado.

15. Diante dessas especificidades, não vejo como responsabilizar àquele que desempenha as atividades de administração de clube de investimento ou de gestão de sua carteira pela não obtenção de prévio registro junto à CVM – o qual, vale ressaltar, não seria exigível pelas regras de clube de investimento.

16. Ademais, ainda que afastada a incidência da ICVM nº 306/99 pela Diretora Relatora, também não consigo acompanhar a sua conclusão de que a conduta de João Paulo importaria violação ao art. 23 da Lei nº 6.385/76. À luz da definição constante do referido dispositivo, entendo estar ausente no presente caso um dos requisitos necessários à caracterização da atividade de administração de carteira de valores mobiliários: o seu caráter profissional.

17. Neste ponto, não posso concordar com a Relatora quando afirma que *“pode se caracterizar como profissional, mesmo se não remunerada, a atividade de administração de carteira de VMs de clube de investimento exercida com compromisso de dedicação integral, permanente prestação de contas e habitualidade, como ocorreu neste caso”*. A meu ver, a habitualidade e o fato de o Acusado reportar os resultados dos investimentos realizados aos demais cotistas do clube de investimento, por si só, não seriam suficientes para demonstrar o caráter profissional de sua atuação.

18. Esse parece ser, inclusive, o entendimento há muito consolidado pelo Colegiado em precedentes sobre o tema. Em diversas oportunidades⁶, apontou-se a remuneração pelos serviços prestados como elemento essencial à caracterização da administração

⁶ PAS RJ2006/4778, Rel. Dir. Pedro Marcilio, julg. em 17.10.2006; PAS RJ2008/10181, Rel. Dir. Eli Loria, julg. em 31.3.2009; PAS RJ2009/10246, Rel. Dir. Alexsandro Broedel, julg. em 9.11.2010; PAS RJ2011/940, Rel. Dir. Luciana Dias, julg. em 10.7.2012; PAS RJ2014/8297, Rel. Dir. Pablo Renteria, julg. em 8.9.2015; PAS RJ2014/2797, Rel. Dir. Pablo Renteria, julg. em 27.9.2016; PAS RJ2014/6515, Rel. Dir. Henrique Machado, julg. em 8.11.2016; PAS SP2014/014, Rel. Dir. Pablo Renteria, julg. em 12.9.2017; PAS 22/2013, Rel. Dir. Gustavo Gonzalez, julg. em 18.9.2018; PAS RJ2016/7963, Rel. Dir. Henrique Machado, julg. em 9.10.2018; PAS SP2014/0382, Rel. Dir. Henrique Machado, julg. em 9.10.2018; PAS SP2014/0465, Rel. Dir. Henrique Machado, julg. em 6.11.2018; PAS 04/2014, Rel. Dir. Pablo Renteria, julg. em 26.12.2018; PAS SP2014/0465, Rel. Dir. Henrique Machado, julg. em 6.11.2018.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

profissional de carteira de valores mobiliários e, por conseguinte, à sujeição do agente à exigência de prévia autorização desta CVM.

19. Nesse sentido, convém destacar o trecho do voto proferido pelo Diretor Relator Pedro Marcílio no julgamento do PAS CVM nº RJ2006/4778, realizado em 17.10.2006, oportunidade em que o Diretor decompôs todos os elementos necessários à caracterização da atividade de administração de carteira, entre os quais o caráter profissional da gestão:

“(ii) Gestão Profissional. Por gestão profissional, deve-se entender aquela que se faz por ofício, por profissão e não por simples laço de amizade ou parentesco. (...) Assim, além de o Indiciado ter reconhecido o caráter contratual e remuneratório de sua relação com a Cliente, comprovou-se que ela teve caráter continuado, que são os três elementos necessários e suficientes para configurar a gestão era profissional” (g.n.).

20. Em igual sentido manifestou-se mais recentemente o Colegiado da CVM. Apenas a título de exemplo, faço referência ao voto do Diretor Gustavo Gonzalez no âmbito do PAS 22/2013, julgado em 18.9.2018, nos termos do qual a gestão quando “*realizada em caráter profissional, como aquela que se faz por ofício, por profissão e não por simples laço de amizade ou parentesco, tendo caráter contratual, remuneratório e continuado*” estaria sujeita a prévio registro junto à CVM.

21. Ressalto que, além de não estar aderente à regulamentação dos clubes de investimento, conforme já exposto, a adoção de novo entendimento pode gerar insegurança jurídica quanto à interpretação desta autarquia a respeito do exercício profissional da atividade de administração de recursos de terceiros.

22. Apenas a título ilustrativo, convém mencionar a experiência norte-americana sobre o tema. Nesse sentido, destaque-se que, ao definir a atividade desempenhada pelo *investment advisor*, o *Investment Advisers Act* de 1940 faz referência expressa à remuneração como elemento necessário à sua configuração. Ademais, ao interpretar a referida definição, a *Securities and Exchange Commission (SEC)* esclarece que a remuneração pode ser entendida como qualquer benefício econômico devido ao prestador do serviço⁷.

⁷“Subject to certain limited exclusions discussed below, Section 202(a)(11) of the Advisers Act generally defines an “investment adviser” as any person or firm that: (1) for compensation; (2) is engaged in the



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

23. Por estas razões, concluo não estarem presentes todos os requisitos necessários a demonstrar o exercício profissional da atividade de administração de carteira de valores mobiliários por João Paulo do Amaral Braga, motivo pelo qual voto pela sua **absolvição** da acusação de descumprimento ao art. 23 da Lei nº 6.385/1976 c/c art. 3º da ICVM nº 306/99.

24. Esclareço, mais uma vez, que a minha conclusão pela absolvição do Acusado não importa reconhecer a regularidade de sua atuação à frente do Clube Sudfer. Pelo contrário, conforme destacado no início desta manifestação, entendo que João Paulo extrapolou as atribuições que lhe são permitidas exercer segundo as disposições da ICVM nº 494/2011 e ao fazê-lo não observou o comando do art. 18 da referida instrução. No entanto, vale repisar, não foi esta a acusação formulada em face do Acusado.

É como voto.

Rio de Janeiro, 19 de novembro de 2019.

Carlos Alberto Rebello Sobrinho

DIRETOR

business of; (3) providing advice, making recommendations, issuing reports, or furnishing analyses on securities, either directly or through publications. A person or firm must satisfy all three elements to be regulated under the Advisers Act. The Division construes these elements broadly. For example, with respect to "compensation," the receipt of any economic benefit suffices. To be deemed compensation, a fee need not be separate from other fees charged, it need not be designated as an advisory fee, and it need not be received directly from a client". Disponível em <https://www.sec.gov/divisions/investment/iaregulation/memoia.htm>. Acesso em 30.10.2019