



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

www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº SEI 19957.006012/2016-42 Reg. Col. 0619/17

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

VOTO

I. INTRODUÇÃO

1. O presente processo foi instaurado pela SIN¹, em face de João Paulo do Amaral Braga (“Acusado”), para apurar eventual responsabilidade do Acusado pela administração irregular da carteira de valores mobiliários (“VMs”) do Clube de Investimento dos Ferroviários Associados da Sudfer (“Clube Sudfer”), em infração ao disposto no art. 23² da Lei nº 6.385, de 07.12.1976, e no art. 3º³ da Instrução CVM (“ICVM”) nº 306, de 05.05.1999⁴.
2. Conforme descrito no Relatório, a Acusação considerou que a atuação do Acusado à frente do Clube Sudfer configurou administração irregular de carteira de VMs, diante da ausência de prévia autorização da CVM para que o Acusado exercesse tal atividade. Destaque-se, desde já, que a Acusação se remete tanto a atos típicos de administração quanto a atos de gestão.
3. Ao analisar a atuação do Acusado, a SIN reputou presentes os elementos aptos a configurar a administração de carteira de VMs, consoante definição erigida pelo art. 2º⁵ da ICVM 306/1999, em vigor à época dos fatos objeto da imputação feita pela Acusação. Para tanto, valeu-se da abordagem adotada no voto do ilustre Diretor Relator Pedro Oliva Marcílio de Sousa, no âmbito do PAS CVM nº RJ2006/4778, julgado em 17.10.2006, consagrada pelo

¹ Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste Voto que não estiverem nele definidos têm o significado que lhes foi atribuído no relatório que o antecede (“Relatório”).

² Art. 23. O exercício profissional da administração de carteiras de valores mobiliários de outras pessoas está sujeito à autorização prévia da Comissão.

³ Art. 3º A administração profissional de carteira de valores mobiliários só pode ser exercida por pessoa natural ou jurídica autorizada pela CVM.

⁴ A ICVM nº 306/1999 foi revogada pela ICVM nº 558, de 26.03.2015, que entrou em vigor em 04.01.2016.

⁵ Art. 2º A administração de carteira de valores mobiliários consiste na gestão profissional de recursos ou valores mobiliários, sujeitos à fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários, entregues ao administrador, com autorização para que este compre ou venda títulos e valores mobiliários por conta do investidor.



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

www.cvm.gov.br

Colegiado, como se vê em diversos casos julgados desde então⁶.

4. A questão que se coloca neste PAS apresenta certas particularidades em razão de envolver a administração de carteira de VMs de um clube de investimento, o que nos remete à análise não apenas da regulamentação pertinente à atividade de administração de carteira de VMs, mas também das normas da CVM que disciplinam os clubes de investimento.

5. Após o exame da preliminar suscitada pelo Acusado, descrevo sucintamente os principais atributos da administração e da gestão de clubes de investimento e certas características específicas do Clube Sudfer no que tange à matéria, como subsídio para o exame de mérito.

II. PRELIMINAR

6. Primeiramente, em sua defesa, o Acusado discorreu sobre os princípios e garantias constitucionais limitadores do exercício do poder punitivo pela Administração Pública e arguiu ofensa aos princípios da presunção de inocência e do devido processo legal. Em específico, alega a nulidade deste PAS por não lhe ter sido dada a oportunidade de se manifestar previamente sobre o Relatório de Inspeção da SFI (“REI”)⁷, em que “apenas” foi tomado seu depoimento, e o qual, a seu ver, teria sido feito de forma inquisitorial visando a condená-lo e a anistiar a Instituição Administradora, e que teria sido selecionado como “bode expiatório e responsável por tudo”.

7. Tratarei dos aspectos relativos à culpabilidade em conjunto com o exame de mérito sobre materialidade e autoria. Quanto à observância dos princípios e garantias constitucionais na condução deste processo, entendo que foram plenamente atendidos, não cabendo qualquer reparo.

8. De plano, ressalto que a Acusação delimitou os fatos analisados e as condutas do Acusado, embasando, de maneira suficientemente coerente e fundamentada, a infração apontada. A peça acusatória preencheu satisfatoriamente os requisitos previstos no art. 6º⁸ da Deliberação CVM nº 538, de 05.03.2008⁹, então vigente, como também manifestou-se a Procuradoria Federal

⁶ v., p.ex., PAS CVM nº RJ2008/10181, j. em 31.03.2009; PAS CVM nº RJ2009/10246, j. em 09.11.2010; PAS CVM nº RJ2011/940, j. em 10.07.2012; PAS CVM nº RJ2012/9490, j. em 10.03.2015; PAS CVM nº RJ2014/11558, j. em 11.08.2015; PAS CVM nº RJ2014/8297, j. em 08.09.2015; PAS CVM nº SP2014/014, j. em 12.09.2017; e PAS CVM nº 17/2013, j. em 25.06.2019.

⁷ Relatório de Inspeção CVM/SFI/GFE-4/Nº2/2015 (Doc. SEI 0157350).

⁸ Art. 6º (...) do qual deverão constar: I – nome e qualificação dos acusados; II – narrativa dos fatos investigados que demonstre a materialidade das infrações apuradas; III – análise de autoria das infrações apuradas (...); IV – os dispositivos legais ou regulamentares infringidos; e V – proposta de comunicação a que se refere o art. 10, se for o caso (redação em vigor quando apresentado o Termo de Acusação).

⁹ Em 01.09.2019, a Deliberação CVM nº 538/2008 foi revogada, em 01.09.2019, pela ICVM nº 607, de 17.06.2019.



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

www.cvm.gov.br

Especializada junto à CVM (“PFE”)¹⁰, de modo que o Acusado teve amplo espaço para o exercício de seu direito ao contraditório.

9. Note-se que o Acusado teve a oportunidade de apresentar sua versão sobre os fatos em depoimento tomado pela SFI¹¹, bem como já havia sido oficiado anteriormente pela SIN para se manifestar sobre sua atuação em funções típicas da administração: (i) a realização de operações com VMs, sem a ciência da instituição administradora; (ii) a distribuição de valores aos cotistas a título de pagamento de dividendos e juros sobre capital próprio; e (iii) a veiculação de propaganda no site do Clube Sudfer, ofertando cotas do Clube, não tendo apresentado resposta, como consignou o item 32 do Termo de Acusação;

10. De todo modo, conforme entendimento consolidado do Colegiado da CVM, mesmo a falta de manifestação do investigado na fase anterior à apresentação do Termo de Acusação não teria tido o condão de macular o processo sancionador, observando-se que o disposto no art. 11 da Deliberação CVM nº 538/2008 não conferia direito subjetivo ao investigado nem pode ser confundido com previsão de uma defesa prévia¹².

11. Ademais, após a instauração do processo sancionador e a intimação para apresentação da defesa, o Acusado teve acesso integral aos autos deste processo¹³ e a oportunidade de exercer seu direito de defesa de forma plena.

12. Pelo exposto, não merecem acolhida as alegações acerca de nulidade deste PAS.

III. CLUBES DE INVESTIMENTO E SUA ADMINISTRAÇÃO E GESTÃO

13. Antes de examinar as características específicas do Clube Sudfer e a atuação do Acusado no que tange à administração da carteira de VMs do Clube, cabe tecer breves comentários acerca do regime normativo da CVM aplicável aos clubes de investimento quanto aos aspectos relevantes para o julgamento deste PAS. Relevante pontuar, desde já, que tal regime normativo está inserido no campo de incidência do comando legal disposto no **art. 23 da Lei nº**

¹⁰ Docs. SEI 0173164, 0173165 e 0173167.

¹¹ Doc. SEI 0157511.

¹² Ainda durante a vigência do art. 6º-B, da Deliberação CVM nº 457/2002, o Colegiado firmou seu posicionamento no sentido de que a prévia manifestação do investigado “*não confere um direito subjetivo aos indiciados nem se consubstancia em uma defesa prévia, sendo medida única e exclusiva de eficiência administrativa, com o objetivo de evitar acusações descabidas e melhorar o nível probatório dos processos administrativos, buscando, ao final, a instauração apenas de processos sancionadores justificados e que sejam instruídos com qualidade*” (PAS CVM nº RJ2006/4665, relator diretor Pedro Marcílio, j. em 09.01.2007). Este entendimento se manteve com a entrada em vigor da Deliberação CVM nº 538/2008, que revogou a citada Deliberação CVM nº 457/2002. Nesse sentido, v. PAS CVM nº RJ2006/8572, relator diretor Otavio Yazbek, julgado em 16.03.2010, o PAS CVM nº RJ2012/10069, relator diretor Pablo Renteria, j. em 31.03.2015 e o PAS CVM nº RJ2013/13355, relator diretor Henrique Machado, j. em 24.11.2016.

¹³ Docs. SEI 0185584 e 0185585.



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

www.cvm.gov.br

6.385/1976, o qual dispõe que o exercício profissional da administração de carteiras de VMs está sujeito à autorização prévia da CVM. Referido dispositivo legal abrange tanto as atividades de administração propriamente dita quanto de gestão de carteira de VMs, havendo, no caso dos clubes de investimento, especificidades com relação à atividade de gestão, como detalhado mais adiante.

14. Sob a égide da ICVM nº 40, de 07.11.1984, que dispunha sobre a constituição de clubes de investimento quando o Clube Sudfer foi criado, o clube de investimento era definido como “condomínio constituído por pessoas físicas para aplicação de recursos comuns em títulos e valores mobiliários, sujeitando-se às normas desta Instrução quando vinculado a sociedade corretora, banco de investimento ou sociedade distribuidora” (art. 1º), observada, ainda, a necessidade de registro perante Bolsa de Valores, com o arquivamento de seu estatuto (art. 3º)¹⁴.

15. Sem alterar a natureza do veículo coletivo de investimento, a ICVM nº 494, de 20.04.2011, norma que revogou a ICVM nº 40/1984 e que até hoje disciplina a administração e o funcionamento dos clubes de investimento, passou a defini-los como “condomínio aberto constituído por no mínimo 3 (três) e no máximo 50 (cinquenta) pessoas naturais, para aplicação de recursos em títulos e valores mobiliários” (art. 1º), cujo funcionamento depende de registro em entidade administradora de mercado organizado (art. 3º). A ICVM nº 494/2011 fixou prazos para adaptação às mudanças que trouxe e, com relação aos clubes já existentes, preservou a possibilidade de excederem o limite do número de cotistas¹⁵, vedado o ingresso de novos cotistas.

16. No que tange à administração dos clubes de investimento, a ICVM nº 40/1984 previa as figuras (A) do “administrador” do clube (art. 13, II), dispondo que esse deveria ser, necessariamente, uma sociedade corretora, uma sociedade distribuidora ou um banco de investimento (art. 13, §2º); e (B) do “administrador da carteira” de VMs do clube (art. 13, III), o qual poderia ser: (i) entidade integrante do sistema de distribuição de títulos e VMs; (ii) pessoa física ou jurídica contratada pelo clube; ou (iii) representante dos condôminos, observando-se que, no caso de administração de carteira remunerada, o administrador da carteira deveria estar previamente autorizado pela CVM para o exercício da atividade (art. 15, I a III, e §2º).

¹⁴ A ICVM nº 40/1984 limitava o número máximo de condôminos por clube de investimento a 150 pessoas, deixando-se de aplicar tal limite no caso de clube integrado por (i) servidores ou empregados de uma entidade, empresa ou grupo de sociedades de fato ou de direito; e (ii) condôminos ligados por vínculos associativos de modo a formarem uma coletividade determinada, desde que previamente autorizado pela CVM (art. 9º).

¹⁵ Art. 45. As entidades administradoras de mercado organizado têm 90 (noventa) dias, (...), para encaminhar à CVM, os regulamentos (...). § 1º Os Clubes em funcionamento têm prazo de 120 (cento e vinte) dias, (...), para se adaptarem (...). (...) § 4º **O Clube cujo número de cotistas exceda, à data da publicação desta Instrução, o limite previsto no art. 1º, pode permanecer nessa situação, vedado o ingresso de novos cotistas** (grifei).



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
www.cvm.gov.br

17. Note-se que a denominação “administrador da carteira” era utilizada pela ICVM nº 40/1984 em referência apenas a atribuições de gestão, explicitando-se que, quando o administrador da carteira não fosse também o administrador do clube¹⁶, caberia àquele “decidir quanto à aplicação dos recursos”, “transmitindo suas decisões ao administrador do Clube”, a quem competia “implementá-las” (art. 15, §1º). Além disso, a ICVM nº 40/1984 dispunha sobre os deveres do administrador do clube quanto a elaboração e guarda de registros administrativos contábeis e operacionais e obrigações informacionais perante os condôminos, entre outras (art. 14).

18. Com relação à administração do clube e da carteira de VMs, a ICVM nº 494/2011 seguiu, em essência, no mesmo sentido, tendo passado, porém, a valer-se das denominações “administrador do clube” (art. 12, I) e “gestor da carteira” (art. 12, II), explicitando que o estatuto deve dispor sobre as obrigações e responsabilidades do administrador e do gestor (art. 12, XIII).

19. Foi **mantida a obrigatoriedade** de que o clube seja **administrado** por sociedade corretora, sociedade distribuidora ou banco de investimento, acrescentando à lista os bancos múltiplos com carteira de investimento, sendo o administrador do clube responsável “pelo conjunto de atividades e de serviços relacionados direta e indiretamente ao seu funcionamento e manutenção” (art. 18). Quanto à gestão da carteira, a ICVM nº 494/2011 dispõe que pode ser exercida por cotistas, desde que eleitos em assembleia geral, sendo-lhes vedado o recebimento de qualquer espécie de remuneração ou benefício, direto ou indireto, pelos serviços prestados¹⁷.

20. A ICVM nº 494/2011 estabeleceu, ainda, um rol mais detalhado de obrigações e deveres do administrador (art. 20) e do gestor (art. 21) dos clubes de investimento, sobre o que voltarei a tratar mais adiante. Por ora, cabe apenas repisar que a possibilidade de atuação por cotista não remunerado cingia-se apenas à **gestão** da carteira de VMs do clube, para o que não era (e continua não sendo) necessário que esse estivesse autorizado pela CVM, com bem o destaca, em doutrina, Mário Tavernard Martins de Carvalho:

Os clubes de investimento, assim como os fundos, são mecanismos de investimento coletivo, que de fato muito se parecem com estes. (...)

No que tange à **gestão** dos clubes, nota-se uma **peculiaridade** interessante. Enquanto a administração deve ser exercida por sociedade corretora, sociedade distribuidora, banco de investimento ou banco múltiplo com carteira de investimento, a **gestão** dos clubes pode ser realizada pelo próprio administrador

¹⁶ A ICVM nº 40/1984 previa expressamente que tais funções podiam ser exercidas cumulativamente pelo administrador do clube (art. 13, §1º), mas não necessariamente.

¹⁷ Art. 19. A gestão da carteira do Clube pode ser exercida: (...) III – por um ou mais cotistas, eleitos pela assembleia geral, observado o disposto no § 2º. (...) § 2º Em caso de gestão por cotista, é vedado a este: (...) II – receber qualquer espécie de remuneração ou benefício, direto ou indireto, pelos serviços prestados ao Clube.



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

www.cvm.gov.br

ou por terceiro contratado, sendo que em ambos os casos faz-se necessária autorização prévia da CVM para a atividade de administração de carteira, ou por um ou mais cotistas eleitos pela assembleia geral. Estes cotistas **não** precisam ser autorizados a exercer atividade de administração de carteiras.¹⁸ (Grifei)

IV. O CLUBE SUDFER E SUA ADMINISTRAÇÃO E GESTÃO

21. Uma parte substancial dos fatos referidos neste PAS, tanto pela Acusação quanto pela defesa, diz respeito a um grande imbróglgio derivado, em larga medida, de um erro na origem: o Clube Sudfer ter sido constituído, em 1997, com previsão, em seu estatuto, de estruturas de administração e governança interna que, já à época da constituição e do registro do estatuto pela Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (“BVRJ”), eram dissonantes com o previsto na ICVM n° 40/1984. Ademais, ao que consta nos autos, o estatuto não sofreu alterações posteriores, restando desalinhado também com o regramento trazido pela ICVM n° 494/2011 e com a própria disposição estatutária que prevê que devem ser feitas adaptações para refletir mudanças normativas¹⁹.

22. Nos termos do seu estatuto social²⁰, o Clube Sudfer foi constituído sob a forma de condomínio fechado²¹, tendo por objeto a aplicação de recursos de seus cotistas em títulos e VMs representativos do capital das concessionárias relativas às malhas ferroviárias em que dividida a operação da Rede Ferroviária Federal S.A. (“RFFSA”)²², em decorrência de seu processo de desestatização. Ainda consoante o estatuto, para a consecução de seus objetivos, o Clube Sudfer buscava participar em acordos de acionistas, nos conselhos de administração e diretorias executivas e outros órgãos de representação de acionistas das empresas em questão (art. 2º).

23. A participação no Clube foi restringida a empregados, ex-empregados e aposentados da RFFSA e AGEF (art. 3º), prevendo o estatuto que todos os cotistas devem estar cadastrados na “Instituição Administradora” (art. 6º), a qual “***será, conforme regulamento da Comissão de Valores Mobiliários - CVM, uma sociedade corretora / distribuidora ou um banco de investimento contratado especialmente para esse fim***” (art. 38º - grifei).

¹⁸ *Regime Jurídico dos Fundos de Investimento*, São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 2016-208.

¹⁹ Consoante o art. 39º do estatuto social do Clube, caso fossem alteradas as normas legais ou regulamentares que disciplinam a constituição e o funcionamento do clube de investimento, o estatuto deveria ser adaptado.

²⁰ Doc. SEI 0157516.

²¹ Note-se que, apesar de expressamente definido como “condomínio fechado” (art. 1º), o estatuto do Clube faculta ao cotista o resgate de cotas livres (definidas como as livres de qualquer ônus, gravame ou bloqueio), respeitado o período de carência previsto no art. 15º, mediante solicitação do quotista à Instituição Administradora.

²² Podendo, ainda, em caráter excepcional, investir em ações ou debêntures de emissão de companhias abertas, respeitadas as disposições legais e regulamentares (art. 18º).



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
www.cvm.gov.br

24. Observe-se que, se por um lado, havia previsão estatutária do papel da Instituição Administradora, inclusive reproduzindo deveres e obrigações fixados na ICVM nº 40/1984, por outro lado, o estatuto criou uma estrutura de governança interna para o Clube Sudfer que praticamente replica a de uma sociedade, como se o Clube fosse pessoa jurídica.

25. Nesse sentido, previu-se expressamente que a “*Administração do CLUBE SUDFER, a gestão de suas atividades operacionais e a fiscalização serão exercidas, respectivamente, pelo Conselho de Administração e pela Diretoria*” (art. 27º) e que os membros do conselho de administração (“CA”) ou fiscal e os diretores “*não serão remunerados pelo exercício de suas funções ou cargos*” (art. 27º, parágrafo segundo), sendo que o presidente do CA acumula o cargo de Diretor-Presidente do Clube (art. 28º, parágrafo primeiro), posição essa ocupada pelo Acusado desde a criação do Clube.

26. Além disso, entre outras competências do CA, foram previstas as de “*estabelecer as políticas para aplicação de recursos financeiros em disponibilidade*”; “*aprovar a escolha e a destituição da Instituição Administradora do Clube*” (grifei); e “*aprovar, por proposta da Diretoria, os planos e programas de investimento*” (art. 31º).

27. À Diretoria foram atribuídos “*poderes de gestão interna e de representação*”, observadas as demais disposições estatutárias (art. 33º). O âmbito de competência fixado para a Diretoria abrange, inclusive, deliberação sobre “*o pagamento, reaplicação, repasse ou distribuição de novas cotas aos quotistas em razão dos rendimentos em dinheiro gerados pela Carteira de Títulos e Valores Mobiliários*” e “*a negociação de quaisquer ativos ou a utilização de rendimentos gerados pela carteira de títulos e valores mobiliários para pagamento de despesas administrativas ou a liquidação/amortização de empréstimos*” (art. 27º, alíneas “e” e “m”).

28. O imbróglio que se estabeleceu com relação à administração da carteira de VMs do Clube Sudfer está relacionado ao fato de que, há mais de uma década, essa passou a ser administrada, de fato, pelo Acusado (e aqui não me refiro aos atos de gestão, mas sim aos atos típicos de administração *stricto sensu*), e não mais pela Instituição Administradora, em inobservância do disposto na regulamentação da CVM e no próprio estatuto social do Clube.

29. Na origem, como relatado, quando da constituição do Clube Sudfer, o Banco Bandeirantes de Investimentos S.A. foi contratado pelo Clube para atuar como Instituição Administradora por um período de 5 anos. Em 2001, portanto antes de expirado tal prazo, o Banco Bandeirantes foi extinto por cisão total e uma das parcelas cindidas foi incorporada ao Unibanco – União de Bancos Brasileiros S.A, que assumiu tal administração por sucessão, posição que, desde 2009, passou a ser ocupada pelo Itaú Unibanco S.A., novamente por



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
www.cvm.gov.br

sucessão.

30. Em que pese o prazo de vigência do contrato celebrado entre o Clube e o Banco Bandeirantes ter se encerrado em 2002, sem que tivesse havido expressa prorrogação pelas partes, fato é que, ao longo dos anos subsequentes, em função de sérias divergências tidas entre o Clube e o Unibanco, não houve êxito na contratação de nova Instituição Administradora para o Clube. Diante do impasse, o Acusado passou a exercer, de fato, as atividades que deveriam ser desempenhadas pela Instituição Administradora, ainda que o Itaú Unibanco não tivesse se desvinculado formalmente da função, uma vez que essa não foi assumida por nenhuma outra instituição autorizada a desempenhá-la, conforme exigido pela regulamentação.

31. Sem entrar no mérito a respeito das razões pelas quais não se efetivou a contratação de nova Instituição Administradora, o que não é objeto deste PAS, não se pode deixar de reconhecer que as características atípicas da governança interna do Clube Sudfer, previstas em seu estatuto, ampliaram o espaço para uma série de dúvidas e discussões, que se estendem desde então, quanto aos poderes e responsabilidades das partes envolvidas com a “administração” *stricto sensu* da carteira de VMs do Clube, especialmente tendo em vista a previsão de órgãos internos de administração, em estatuto aprovado em assembleia geral de constituição e registrado pela BVRJ, com atribuições que versam sobre matérias correlacionadas com a administração e a gestão de recursos do Clube.

32. À luz dessas feições especiais do Clube Sudfer, sustenta o Acusado tratar-se de clube de investimento “*sui generis*”, dando a entender que seria merecedor de disciplina diferenciada.

33. A meu ver, entretanto, o julgamento deste caso não requer nem abrange a apreciação das diversas inconsistências da estrutura de governança interna do Clube com o regramento aplicável aos clubes de investimento em geral, tampouco o exame das responsabilidades pela aprovação de seu estatuto social e pela não contratação de nova Instituição Administradora.

34. Discute-se, no âmbito deste PAS, tão somente a imputação feita pela SIN de que o Acusado teria realizado a administração irregular da carteira de VMs do Clube, em ofensa ao disposto no art. 23 da Lei nº 6.385/1976 e no art. 3º da ICVM nº 306/1999, o que teria ocorrido ao menos desde em que a Instituição Administradora deixou de exercer, de fato, suas atribuições.

35. Note-se que embora, a meu ver, a SIN também pudesse ter imputado infração ao disposto no art. 18 da ICVM nº 494/2011 (que exigia que atuasse como Instituição Administradora sociedade corretora, distribuidora ou banco de investimento etc.), tendo a acusação se amparado no descumprimento do disposto no art. 23 da Lei nº 6.385/1976 e no art. 3º da ICVM nº 306/1999, tratarei de tais dispositivos ao discorrer sobre a conduta do Acusado.



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

www.cvm.gov.br

36. Entendo também que, à luz do objeto deste PAS, cabe limitar a presente análise às questões pertinentes à atuação do Acusado no âmbito da atividade de administração da carteira de VMs do Clube, regida pelos normativos da CVM, observando-se que a administração *stricto sensu* não poderia ser realizada por pessoa não autorizada a exercê-la, independentemente da ocorrência, ou não, de outras irregularidades que fogem ao escopo deste PAS.

V. A ADMINISTRAÇÃO IRREGULAR DA CARTEIRA DE VMs DO CLUBE SUDFER

37. Passo então ao exame de mérito quanto à ocorrência da infração, com a análise acerca dos elementos referentes a materialidade e autoria.

38. Não há dúvida de que, sob a égide da legislação e da regulamentação que disciplinam o funcionamento do mercado de valores mobiliários brasileiro, o exercício profissional da atividade de administração de carteira de VMs, que abarca tanto as atividades de gestão como as de administração fiduciária, não pode ser realizado por pessoa não autorizada previamente pela CVM. É o que dispõe o art. 23, caput e § 1º, da Lei nº 6.385/1976, *in verbis*:

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 e recursos ou valores mobiliários entregues ao administrador, com autorização para que este compre ou venda valores mobiliários por conta do comitente.

39. À época dos fatos a que se remete a Acusação, tal comando legal refletia-se também no disposto nos arts. 2º e 3º da ICVM nº 306/1999, referidos pela SIN e a seguir transcritos:

Art. 2º A administração de carteira de valores mobiliários consiste na gestão profissional de recursos ou valores mobiliários, sujeitos à fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários, entregues ao administrador, com autorização para que este compre ou venda títulos e valores mobiliários por conta do investidor.

Art. 3º A administração profissional de carteira de valores mobiliários só pode ser exercida por pessoa natural ou jurídica autorizada pela CVM²³.

40. Em que pese algumas inovações posteriores, como a criação das categorias de administrador fiduciário e gestor de recursos, os elementos conceituais acima referidos e a vedação de exercício por pessoa não autorizada pela CVM foram reproduzidas, em essência, no

²³ Note-se que o credenciamento como administrador de carteiras, quando sob a vigência da ICVM nº 306/1999, contemplava indistintamente gestores e administradores fiduciários.



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
www.cvm.gov.br

caput dos arts. 1º e 2º da ICVM nº 558/2015, que revogou a ICVM nº 306/1999 em 2016²⁴, passando a dispor sobre o exercício profissional de administração de carteiras de VMs, nos seguintes termos:

Art. 1º A administração de carteiras de valores mobiliários é o exercício profissional de atividades relacionadas, direta ou indiretamente, ao funcionamento, à manutenção e à gestão de uma carteira de valores mobiliários, incluindo a aplicação de recursos financeiros no mercado de valores mobiliários por conta do investidor.

Art. 2º A administração de carteiras de valores mobiliários é atividade privativa de pessoa autorizada pela CVM.

41. Como regra geral, a autorização prévia a que se refere o *caput* do art. 23 da Lei 6.385/1976 deveria ser obtida, à época dos fatos, por meio de um processo de autorização individualizado, previsto nos arts. 5º (pessoas físicas) e 8º (pessoas jurídicas) da ICVM nº 306/1999, em que os requerentes deveriam demonstrar o atendimento aos requisitos constantes dos arts. 4º e 7º, respectivamente, da mesma Instrução.

42. Para os clubes de investimento, a opção regulatória foi diversa. Inexistia então, como até hoje não há, um processo de autorização específico para administrador ou para gestor de clubes de investimento. A autorização prévia de que trata o art. 23 da Lei nº 6.384/1976 era concedida, via de regra, diretamente pela ICVM nº 40/1984 e, posteriormente, pela ICVM nº 494/2011.

43. A autorização para **administrar** clubes de investimento era disciplinada no art. 13, §2º, da ICVM nº 40/1984 e, posteriormente, no art. 18 da ICVM nº 494/2011 transcritos abaixo.

ICVM nº 40/1984

Art. 13. O Clube de Investimento deverá ter:

I - representante;

II - **administrador**²⁵;

III - **administrador da carteira**²⁶.

§1º As funções a que se refere este artigo podem ser exercidas, cumulativamente, pelo administrador do Clube.

§2º **O administrador do Clube deverá ser, necessariamente, uma Sociedade Corretora, uma Sociedade Distribuidora ou um Banco de Investimento.** (Grifei)

²⁴ Embora a Acusação não se remeta a fatos ocorridos após a revogação da ICVM nº 306/1999, faz-se aqui também o paralelo com as disposições da Instrução revogadora (ICVM nº 558/2015), demonstrando que não houve revogação da exigência de autorização prévia da CVM para o exercício da atividade de que trata este PAS.

²⁵ Leia-se, no caso, Instituição Administradora.

²⁶ Leia-se gestor da carteira.



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

www.cvm.gov.br

ICVM n° 494/2011

Art. 18. O **Clube deve ser administrado por sociedade corretora, sociedade distribuidora, banco de investimento ou banco múltiplo com carteira de investimento**, que é responsável pelo conjunto de atividades e de serviços relacionados direta e indiretamente ao seu funcionamento e manutenção.

Parágrafo único. A atividade de administração de Clubes deve ficar sob a supervisão e responsabilidade direta de um diretor estatutário do administrador, que a pode cumular com outras obrigações e responsabilidades, desde que não haja conflito entre as atividades. (Grifei)

44. Note-se que as instituições listadas acima estão previamente autorizadas a administrar clubes de investimento por expressa previsão normativa, independentemente da obtenção da autorização prevista na ICVM n° 306/1999. Ainda que, na prática, a grande maioria dos administradores de clubes de investimento tivesse registro como administrador de carteiras nos termos da ICVM n° 306/1999 e, atualmente, ao amparo do previsto pela ICVM 558/2015, inexistente tal obrigatoriedade.

45. A autorização para **gerir** clubes de investimento era disciplinada pela CVM no art. 15 da ICVM n° 40/1984 e, posteriormente, no art. 19 da ICVM n° 494/2011, transcritos abaixo.

ICVM n° 40/1984

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.

§1º Quando o **administrador da carteira** não for o administrador do Clube, caber-lhe-á decidir quanto à aplicação dos recursos deste, **transmitindo suas decisões ao administrador do Clube**²⁷, a quem competirá **implementá-las**.

§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. (Grifei)

ICVM n° 494/2011

Art. 19. A **gestão da carteira** do Clube pode ser exercida:

²⁷ Ou seja, à Instituição Administradora, nos termos da própria ICVM n° 40/1984 (art. 13, §2º).



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

www.cvm.gov.br

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.

.....
§ 2º Em caso de **gestão por cotista**, é **vedado** a este:

I – ter mais de um Clube sob a sua gestão; e

II – **receber qualquer espécie de remuneração ou benefício, direto ou indireto, pelos serviços prestados ao Clube**. (...) (Grifei)

46. Para a gestão da carteira dos clubes de investimento, há a possibilidade de atuação de gestores autorizados sob o amparo da ICVM nº 306/1999, na hipótese de ser o próprio administrador ou de contratação de um terceiro que não seja cotista do clube. No entanto, nas duas instruções acima transcritas, quando a gestão é exercida por um cotista do clube, inexistente a exigência de autorização específica, desde que não haja remuneração ou benefício, direto ou indireto, ou acúmulo de clubes sobre sua gestão.

47. No caso concreto, há elementos que respaldam a atuação do Acusado como representante do Clube e cotista eleito e não restaram comprovados benefícios ou remuneração, tampouco a cumulação de gestão de outro clube. Assim, não lhe seria exigível a autorização de que trata o art. 3º da ICVM nº 306/1999 para que atuasse como **gestor** da carteira do Clube Sudfer.

48. No mesmo sentido, não era a ausência da autorização individualizada que impedia o Acusado de exercer as funções de Instituição Administradora do Clube Sudfer, mas sim o fato de não estar incluído no rol taxativo das entidades autorizadas a fazê-lo, conforme o disposto no art. 13, §2º, da ICVM nº 40/1984 e, posteriormente, no art. 18 da ICVM nº 494/2011.

49. Pelo exposto, considero improcedente a capitulação da infração quanto ao art. 3º da ICVM nº 306/1999, já que nem mesmo seria possível ao Acusado obter autorização ao amparo da ICVM nº 306/1999 a fim de atuar regularmente na administração stricto sensu da carteira de VMs.

50. Todavia, entendo que a atuação irregular do Acusado como “Instituição Administradora” de fato do Clube Sudfer configurou descumprimento do disposto no art. 23 da Lei nº 6.385/1976, pois tal dispositivo legal aplica-se tanto à atuação de administradores quanto a de gestores de carteira de VMs.



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

www.cvm.gov.br

51. Caso o Acusado tivesse se mantido adstrito às funções de **gestor** da carteira do Clube Sudfer, encontraria respaldo na autorização conferida pelo art. 15 da ICVM nº 40/1984 e, posteriormente, pelo art. 19 da ICVM nº 494/2011. Entretanto, por ter passado a, cumulativamente, atuar como Instituição Administradora do Clube Sudfer, o Acusado extrapolou os limites da autorização dada pela norma, invadindo atribuições de administração cujo exercício é autorizado pela CVM apenas a um rol de instituições do qual ele não fazia parte, e nenhum dos argumentos trazidos pela defesa me convenceu do contrário.

52. Veja-se que, no mérito, a principal alegação do Acusado foi a de que sua atuação estava respaldada pela expressa previsão da ICVM nº 494/2011 de que os clubes de investimento podem ser geridos por um de seus cotistas, independentemente de registro na CVM, e que os poderes atribuídos ao Diretor-Presidente pelo Estatuto do Clube Sudfer fazem com que tal cargo esteja em posição “análoga” à de gestor.

53. Nesse aspecto, entendo que, como já dito, o Acusado tem razão, apenas em parte, no que destaca não ser proibida a atuação de um ou mais cotistas na gestão da carteira de VMs do Clube, observada a regulamentação da CVM. Equivoca-se, entretanto, a meu ver, ao sustentar que, em situação “análoga” a de “gestor” da carteira, poderia exercer, de fato, as atribuições que deveriam ser desempenhadas pela Instituição Administradora, diante do que o Acusado sustenta ter sido um “abandono” de administração de forma irregular pelo Unibanco.

54. Como já exposto, tanto sob a égide da ICVM nº 40/1984 quanto da ICVM nº 494/2011, a “gestão” por cotista não autorizado como administrador de carteira pela CVM estava restrita a atos de gestão, cabendo ao gestor interagir com a Instituição Administradora do clube a fim de que essa implementasse os atos de gestão, como as decisões de investimento e desinvestimento.

55. À Instituição Administradora cabia, assim, o papel de *gatekeeper*, zelando pela observância das regras aplicáveis e higidez dos controles e registros pertinentes. Nesse sentido, o próprio estatuto social do Clube (art. 39²⁸) prevê expressamente ser de competência da Instituição Administradora (i) elaborar e manter os registros administrativos, contábeis e operacionais e comprovação de cumprimento das obrigações tributárias; (ii) providenciar a

²⁸ Art. 39º - Compete à Instituição Administradora do Clube: (a) elaborar e manter sob sua guarda os registros Administrativos, contábeis e operacionais do CLUBE SUDFER, bem como providenciar os documentos necessários à comprovação das obrigações tributárias; (b) providenciar, se for o caso, a custódia, em Bolsa de Valores, dos títulos e valores mobiliários integrantes da carteira do CLUBE SUDFER; (C) calcular diariamente o valor do patrimônio do CLUBE SUDFER e colocar à disposição da Diretoria, mensalmente, informações referentes ao desempenho do CLUBE SUDFER, posição do semestre anterior, à composição da carteira, à posição patrimonial do CLUBE SUDFER e à posição de cada cotista particular; (d) colocar à disposição dos quotistas, sempre que solicitado, todas as informações e esclarecimentos sobre as operações realizadas por conta do CLUBE SUDFER.



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
www.cvm.gov.br

custódia em Bolsa de Valores dos títulos e VMs integrantes da carteira do Clube; e (iii) cálculo de patrimônio e disponibilização de informações aos cotistas. O disposto no art. 38 do estatuto social do Clube alinhava-se, nesse aspecto, à então vigente ICVM nº 40/1984, ao prever quem poderia atuar como Instituição Administradora, em textual:

XII - DA INSTITUIÇÃO ADMINISTRADORA DO CLUBE

ARTIGO 38º - A Instituição Administradora do Clube será, conforme regulamento da Comissão de Valores Mobiliários - CVM, uma sociedade corretora/distribuidora ou um banco de investimento especialmente contratado para esse fim.

56. Tendo em vista a clareza dessa disposição estatutária, constata-se uma das principais inconsistências da defesa do Acusado, que sustenta ter agido, a todo tempo, dentro dos limites e poderes previsto no estatuto do Clube. Entretanto, ao exercer de fato as funções da Instituição Administradora, passou a descumprir referida disposição estatutária.

57. Ademais, para além da ofensa ao disposto no estatuto, foram inobservadas a legislação e a regulamentação aplicáveis, como já detalhado, e isso independentemente das boas intenções que o Acusado sustenta ter tido em prol da preservação dos interesses dos cotistas, diante do imbróglie gerado pelo afastamento de fato da Instituição Administradora e da dificuldade de contratação de outra para substituí-la.

58. A meu ver, ao “calçar os sapatos” da Instituição Administradora, passando inclusive a atuar não apenas na gestão (como cotista e Diretor Presidente do Clube), mas em todos os aspectos da administração da carteira de VMs do Clube, abrangendo, como admite em sua defesa, a manutenção dos registros contábeis e financeiros, a emissão de informativos periódicos, o controle do cadastro de cotistas etc.²⁹, o Acusado afrontou o disposto no art. 23 da Lei 6.385/1976, uma vez que não é pessoa autorizada pela CVM a atuar como tal. Além disso, seus atos de gestão deixaram de ser acompanhados pelo *gatekeeper* relevante, conforme exigido pela regulamentação.

59. Neste caso, além de comprovados os elementos que, consoante a jurisprudência desta Autarquia, configuram a administração de carteira de VMs³⁰, sobre os quais discorrerei adiante, restou evidenciado que o Acusado exorbitou atividades de mera *gestão*, em sentido estrito, e exerceu atribuições típicas de administração fiduciária (à época referida apenas como administração), em lugar de instituição devidamente autorizada, o que lhe era vedado pela

²⁹ Doc SEI 0191493, fls. 17.

³⁰ Como já dito: (i) a gestão; (ii) em caráter profissional; (iii) de recursos entregues ao administrador; e (iv) com autorização para compra e venda de VMs por conta do investidor (v. nota de rodapé nº 6).



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

www.cvm.gov.br

regulamentação da CVM, como demonstrou a Acusação³¹. Mais uma vez, vale repisar que as atividades de administração fiduciária estão incluídas na administração de carteiras mencionada no art. 23 da Lei nº 6.385/1976.

60. Ressalte-se que a narrativa do Acusado sequer se manteve coerente. Num primeiro momento, após expirado o prazo do contrato celebrado com o Banco Bandeirantes para que esse atuasse como Instituição Administradora, o Acusado alegava não mais reconhecer o Unibanco como administrador e que por isso assumiu a administração de fato. Formalmente, o Unibanco não teve êxito em implementar a rescisão da prestação de serviços, permanecendo obrigado a prestá-lo, diante da inexistência de substituto autorizado para exercer a função. Entretanto, conforme detalhado no Relatório, após a formalização da renúncia do Itaú Unibanco, o Acusado passou a tentar responsabilizá-lo pelo não exercício da administração e pelo impasse gerado.

61. Relevante destacar também que referida assembleia de cotistas foi convocada em consonância com orientação dada pelo Colegiado da CVM³² para que, entre outras providências, o Itaú Unibanco apresentasse sua renúncia como Instituição Administradora e os cotistas escolhessem instituição para substituí-lo, ou que, após o transcurso de 30 dias sem a substituição, promovesse a liquidação do Clube e o pagamento dos cotistas identificados, mantendo os recursos remanescentes à disposição dos cotistas que não comparecessem para recebimento.

62. Retornando à questão da administração irregular, a demonstrar a atuação do Acusado como administrador de fato do Clube, a SIN apontou que, em 04.09.2006, o Acusado abriu uma conta bancária de titularidade do Clube Sudfer, como cliente pessoa jurídica, por meio da qual passou a implementar decisões relativas à carteira do Clube, sem o consentimento e nem sequer o conhecimento do Unibanco, como Instituição Administradora. O “Contrato de abertura de conta corrente, conta investimento e conta poupança”³³ indicava o Acusado como procurador do Clube Sudfer, demonstrando seu acesso aos recursos do Clube.

63. Com efeito, restou comprovado que referida conta corrente foi utilizada para realizar operações com ações, quotas de fundos de investimentos, certificados de depósito bancário e até mesmo aplicação em títulos de capitalização. Por meio de informações obtidas, no curso do procedimento de inspeção, com o custodiante de VMs do Clube (i.e. BB Banco de Investimentos

³¹ Entre as práticas do Acusado que deveriam ter sido realizadas pela Instituição Administradora do Clube merecem destaque também a admissão de novos cotistas, com a verificação de atendimento aos requisitos aplicáveis (REI, item 40), e realização de cadastro dos cotistas e respectivas atualizações (REI, item 42).

³² v. Decisão do Colegiado de 25.10.2011, acerca da consulta sobre renúncia pelo Itaú Unibanco em relação à administração do Clube Sudfer (Processo CVM nº RJ2006/4535).

³³ Doc. SEI 0157545.



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

www.cvm.gov.br

S.A.)³⁴ e a BM&FBovespa³⁵ apurou-se que os seguintes VMs foram transacionados pelo Clube Sudfer em Bolsa (tabela abaixo), sem o conhecimento da Instituição Administradora, observando-se que os respectivos dividendos e juros sobre capital próprio transitavam pela referida conta movimentada pelo Acusado em nome do Clube:

Data	Tipo de Operação	Ativo	Quantidade	Volume Financeiro (R\$)
05.07.2010	Compra	BBAS3	7.290	179.698,50
19.07.2010	Venda	BBAS3	7.290	205.505,10
03.05.2011	Compra	MGLU3	964	15.424,00
30.04.2013	Compra	BBSE3	1.280	21.760,00

64. Com relação a isso, o próprio Acusado, no depoimento de 08.10.2014, admitiu que as operações foram decididas e ordenadas por ele, “após terem sido oferecidas como possibilidade de investimento para o Clube Sudfer pelo gerente da agência bancária onde é mantida a conta corrente do Clube”³⁶ e que uma das razões para a realização das operações teria sido a de colaborar com o cumprimento das metas mensais por parte do referido gerente.

65. O Acusado também reconheceu ter tomado pra si a responsabilidade pela administração dos recursos do Clube, para além da decisão de distribuição dos dividendos recebidos pelo Clube e das decisões dos investimentos e desinvestimento realizadas³⁷. O Acusado tinha, portanto, acesso aos recursos, poder de decidir sobre a compra e a venda de VMs e de implementar a destinação dos recursos financeiros que eram dos cotistas do Clube.

66. Quanto ao aspecto da atuação profissional, a SIN entendeu que as despesas de alimentação e transporte arcadas pelo Clube (listadas no REI) com relação aos membros da Diretoria, de que fazia parte o Acusado, configuraram uma forma de remuneração indireta, ainda que houvesse vedação estatutária a que os diretores do Clube fossem remunerados pelo exercício de suas funções (art. 27, § 2º, do Estatuto do Clube). Esse aspecto, somado à habitualidade em que passou a ser exercida a atividade de administração da carteira de VMs, executada pelo Acusado ininterruptamente pelo menos desde 04.09.2006³⁸, demonstraria o caráter profissional da atuação.

67. Nesse ponto, a meu ver, não restou claramente evidenciada a configuração de

³⁴ Doc. SEI 0157866.

³⁵ Doc. SEI 0157874.

³⁶ Doc. SEI 0157515, Item 15

³⁷ Doc. SEI 0157515, Itens 6 e 13.

³⁸ Data de abertura pelo Acusado de conta corrente do Clube perante o Banco do Brasil.



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
www.cvm.gov.br

remuneração indireta. Primeiro porque, de acordo com o item 23 do REI, não foi possível especificar os beneficiários das despesas realizadas pelo Clube, ainda que o Acusado seja o seu componente principal. E, mais do que isso, não houve indicação das circunstâncias em que incorridas tais despesas (se ordinárias ou excepcionais) nem foi demonstrada periodicidade de pagamentos de alimentação e transporte que as caracterize como parcelas remuneratórias e não apenas ressarcimentos eventuais de despesas.

68. De toda forma, entendo ter restado caracterizado o caráter profissional da atuação do Acusado, tendo em vista as peculiaridades do caso concreto, ainda que a atividade possa ter se dado sem remuneração e que o Acusado possa não ter auferido qualquer benefício financeiro ou vantagem indevidos, como alega, e o que sequer é objeto da acusação neste PAS³⁹.

69. Em regra, a remuneração é tida como elemento essencial a revelar o caráter profissional da administração de carteira de VMs. Entretanto, não é o único nem tampouco, sob todas as hipóteses, indispensável no âmbito da administração de carteira de VMs de um clube de investimento, a depender do contexto em que exercida a atividade, considerando-se se foi ou não extrapolada a mera gestão. Nesse sentido, não configura administração profissional aquela realizada em razão de vínculo de amizade ou parentesco ou, ainda, apenas por diletantismo. Porém, pode se caracterizar como profissional, mesmo se não remunerada⁴⁰, 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 caso⁴¹.

70. Mais uma vez, o Acusado reconhece que assim agia. Em sua defesa, apontou que “dedica seu tempo exclusivamente ao Clube Sudfer” e que na “gestão” do clube busca “atualizar seu cadastro, mantendo regulares seus registros contábeis e financeiros, emitindo informativos periódicos contendo assuntos relevantes aos seus cotistas, publicando o nome dos cotistas com cadastros desatualizados, solicitando ajuda dos demais cotistas no intuito de localizá-los e, ainda, informando a situação dos processos (...) em que o clube figura como parte”⁴². Veja-se que há, inclusive, cotistas que não são sequer conhecidos pelo Acusado, o que também reforça o caráter profissional de sua atuação à frente da administração da carteira de VMs do Clube.

³⁹ O Acusado fez juntar aos autos suas declarações de imposto de renda dos anos de 2014 a 2017 (Docs. SEI 0279752, 0279753, 0279755, 0279760, 0279764, 0279766, 0279772 e 0279773) para comprovar que não obteve rendimentos nem ganho patrimonial decorrente de sua atuação como Diretor-Presidente do Clube, o que, entretanto, não é objeto de questionamento neste PAS tampouco elemento que integre o ilícito administrativo em questão.

⁴⁰ Note-se, inclusive, que o tipo penal correspondente ao ilícito administrativo de administração irregular de carteira de VMs refere-se expressamente a atuação realizada “ainda que a título gratuito” (art. 27-E da Lei nº 6.385/1976).

⁴¹ Outro elemento indicativo do caráter de profissionalismo pertinente à atuação do Acusado foi a veiculação de publicidade que conduziu com o objetivo de captar novos cotistas para Clube Sudfer (Doc. SEI 0157350, Item 77).

⁴² Doc. SEI 0191493, pág. 17.



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

www.cvm.gov.br

71. Por fim, cabe também rechaçar a arguição de inexigibilidade de conduta diversa, feita pelo Acusado, na tentativa de afastar sua culpabilidade, pelo que reputa ter sido inevitável.

72. Segundo o Acusado, o impasse envolvendo a administração do Clube não lhe teria dado alternativa que não a de executar as funções reservadas à Instituição Administradora, o que teria passado a fazer com dedicação exclusiva e de forma gratuita, para que “o Clube não fosse obrigado a fechar as portas”, tendo, porém, atuado, “a partir de uma interpretação jurídica razoável, obedecendo os princípios de boa-fé, transparência, diligência e lealdade”.

73. Ocorre, entretanto, que, como inclusive já havia sido apontado em decisão do Colegiado desta Autarquia, a ação lícita prevista para o caso de não substituição da Instituição Administradora é a necessária liquidação do Clube, e não sua perpetuação em funcionamento irregular, à margem do que dispõe a lei, a regulamentação da CVM e o próprio estatuto do Clube.

74. Cabe ressaltar, inclusive, que, após a já referida assembleia de cotistas realizada em 2012, o Acusado recorreu ao poder judiciário e, inicialmente, obteve tutela antecipada para impedir a dissolução do Clube⁴³. Entretanto, o próprio judiciário reverteu esse quadro já em decisão de primeira instância, em 30.09.2014, a qual extinguiu o feito por ausência de condições da ação, sob o seguinte fundamento:

“Compulsando-se os autos, podemos observar que a parte autora busca, com a presente ação, que seja realizada a anulação da assembleia na qual o banco réu renunciou da função de administrador do fundo de investimentos (fls. 260/262) com a consequente regularização da administração do fundo de investimento, cuja irregularidade reputa a referida assembleia. Entretanto, independentemente das questões apontadas no que tange à invalidade ou não da referida assembleia, fato é que, da forma em que os autos se encontram, podemos inferir que cabe à parte autora diligenciar no sentido de regularizar a administração do clube de investimento, independentemente da atuação da parte ré, tendo havido inclusive manifestação da Comissão de Valores Mobiliários neste sentido. Desta forma, vislumbro que não será a partir do presente pronunciamento judicial buscado, que a parte autora conseguirá atingir seu intento, qual seja, a regularização da administração do fundo de investimentos e sim quando ela mesma atender às exigências da CVM. Assim, impõe-se o acolhimento da preliminar de falta de interesse processual”.

75. Consoante informações públicas disponíveis sobre o referido processo, verifica-se que houve interposição de embargos de declaração, que não foram acolhidos e interposição de recurso de Apelação, sendo que, posteriormente, o processo foi extinto por desistência do autor e, em 08.04.2019, foi arquivado em definitivo.

⁴³ Proferida pelo Juízo da 5ª Vara Cível da Comarca de Juiz de Fora, no processo nº 0145.12.073403-6.



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

www.cvm.gov.br

76. Assim, em que pese toda a complexidade envolvida no processo de liquidação do veículo de investimento coletivo, resta clara a improcedência da argumentação trazida no sentido da inexigibilidade de conduta diversa por parte do Acusado, não cabendo, no caso, se falar em inevitabilidade da atuação que se estende, como já dito, por mais de uma década.

VI. CONCLUSÃO E DOSIMETRIA

77. Por todo o exposto, entendo que restaram comprovadas autoria e materialidade da infração pelo Acusado ao disposto no art. 23 da Lei nº 6.385/1999.

78. Tem-se, ainda, como agravante, o fato de que a infração se prolongou ao longo de muitos anos, não havendo nos autos sequer a indicação de que tenha cessado, mesmo diante da orientação dada pelo Colegiado da CVM, em 25.10.2011, quanto às possíveis soluções para o impasse na administração da carteira de VMs do Clube, à luz da legislação e regulamentação aplicáveis (i.e. substituição da Instituição Administradora ou liquidação do Clube).

79. Cabe sopesar, como atenuantes, (i) os bons antecedentes do Acusado; (ii) a inexistência de comprovação de prejuízos aos cotistas do Clube; e (iii) o fato de que se tratou de administração de um único clube de investimento, de características peculiares desde a sua acepção, no contexto de um imbróglgio cuja solução não depende de ações que possam ser implementadas apenas pelo Acusado e cuja “gestão” de carteira, não remunerada, poderia ser exercida por cotista não credenciado pela CVM, nos termos da regulamentação específica sobre clubes de investimento.

80. Assim, consideradas a agravante e as atenuantes acima elencadas, com fundamento no art. 11, inciso VIII, da Lei nº 6.385/1976 (na redação anterior à entrada em vigor da Lei nº 13.506, de 13.11.2017), voto por:

- i) condenar **João Paulo do Amaral Braga**, à pena de proibição temporária, pelo prazo de 24 (vinte e quatro) meses, de atuar, direta ou indiretamente, em qualquer modalidade de operação no mercado de valores mobiliários, por exercício irregular da atividade de administração de carteira de valores mobiliários, em infração ao art. 23 da Lei nº 6.385/1976; e
- ii) absolver João Paulo do Amaral Braga da acusação de infração ao art. 3º da então vigente Instrução CVM nº 306/1999.

81. Destaco, ainda, que o Colegiado da CVM vem aplicando, em casos de infração por administração irregular de carteira de VMs, tal penalidade de proibição temporária por períodos,



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

www.cvm.gov.br

em geral, superiores ao aplicado neste caso⁴⁴, sendo, a meu ver, aqui cabível a redução do referido prazo justamente em razão das atenuantes acima referidas.

82. Por fim, impende oficiar o Ministério Público Federal no Estado de Minas Gerais, para conhecimento do teor deste julgamento e análise das providências que julgar cabíveis no âmbito de sua competência, em complemento ao Ofício nº 174/2016/CVM/SGE, de 26.10.2016⁴⁵.

É como voto.

Rio de Janeiro, 19 de novembro de 2019.

Flávia Sant´Anna Perlingeiro

Diretora Relatora

⁴⁴ A título ilustrativo: PAS CVM nº 17/2013, j. em 25.06.2019; PAS CVM SP2014/014, j. em 12.09.2017; PAS CVM RJ2014/8149, j. em 15.12.2016; PAS CVM RJ2015/7239, j. em 29.11.2016; PAS CVM RJ2014/2797, j. em 27.09.2016; PAS CVM RJ2015/1034, j. em 23.08.2016; PAS CVM SP2012/374, j. em 19.07.2016; e PAS CVM RJ2014/11558, j. em 11.08.2015.

⁴⁵ Doc. SEI 0180418.