

Assunto: Consulta sobre Dispositivo da Instrução CVM nº 472/08 – Taxa de Performance

Senhor Superintendente,

Trata-se de consulta, provocada pela PREVIC no âmbito do convênio exttente entrea as duas entidades, acerca da melhor interpretação acerca da regulação que incide sobre a cobrança de taxa de desempenho (performance) no âmbito das operações dos FII. Tendo em vista o disposto no art. 36 da Instrução CVM nº 472/08, resta dúvida quanto à eventual aplicação dos arts. 62 e 119-A, ambos da Instrução CVM nº 409/04, todos dispositivos abaixo transcritos:

Art. 36 da ICVM 472 - A remuneração pelos serviços prestados pelo administrador constará expressamente do regulamento do fundo e poderá incluir uma parcela variável calculada em função do desempenho do fundo ou de indicador relevante para o mercado imobiliário, que com o fundo possa ser razoavelmente comparado.

Art. 119-A da ICVM 409 - Aplica-se a todo e qualquer fundo de investimento registrado junto à CVM, no que não contrariar as disposições das normas específicas aplicáveis a estes fundos.

Art. 62 da ICVM 409 - O regulamento poderá estabelecer a cobrança da taxa de performance, ressalvada a vedação de que tratam os arts. 93, 94 e 95.

§1º A cobrança da taxa de performance deve atender aos seguintes critérios:

I – vinculação a um parâmetro de referência compatível com a política de investimento do fundo e com os títulos que efetivamente a componham;

II – vedação da vinculação da taxa de performance a percentuais inferiores a 100% do parâmetro de referência;

III – cobrança por período, no mínimo, semestral; e

IV – cobrança após a dedução de todas as despesas, inclusive da taxa de administração.

§2º Ressalvado o disposto no parágrafo 4º deste artigo, é vedada a cobrança de taxa de performance quando o valor da cota do fundo for inferior ao seu valor por ocasião da última cobrança efetuada.

§3º É permitida a cobrança de ajuste sobre a performance individual do cotista que aplicar recursos no fundo posteriormente à data da última cobrança, exclusivamente nos casos em que o valor da cota adquirida for inferior ao valor da mesma na data da última cobrança de performance efetuada.

§4º Os fundos destinados exclusivamente a investidores qualificados podem cobrar taxa de performance de acordo com o que dispuser o seu regulamento, estando dispensados de observar o disposto neste artigo.

Histórico

Em uma análise sistemática da regulação incidente sobre a cobrança de taxa de performance por parte do gestor de FII, existem duas formas razoáveis de interpretação dos comandos normativos, a saber:

1. Tendo em vista que o art. 36 da Instrução CVM nº 472/08 regula a matéria, restaria afastada a incidência do art. 62 da Instrução CVM nº 409/04; ou
2. Tendo em vista que o art. 119-A da Instrução CVM nº 409/04 afasta somente a incidência de seus dispositivos que contrariam " *as disposições das normas específicas aplicáveis*", existe a necessidade de definir quais parágrafos e incisos seriam aplicáveis aos FII.

Tendo em vista que o entendimento desta CVM sobre a matéria pautará a postura da autarquia no âmbito do convênio com a PREVIC – interessada na matéria por conta dos investimentos dos fundos de pensão –, esta gerência solicitou a manifestação da PFE sobre a melhor interpretação das normas incidentes sobre a matéria.

Vale notar que, nos termos do disposto no art. 51, inciso V, da Resolução CMN nº 3792/09, a aplicação de Entidades Fechadas de Previdência Complementar em fundos ou carteiras administradas cujos regulamentos ou contratos contenham cláusulas que tratem de taxa de performance está condicionada à conformidade com as regras aplicáveis pela CVM "a investidores que não sejam considerados qualificados".

Parecer da PFE

Quando o caso em questão chegou na D. Procuradoria, três foram os pareceres emitidos sobre o tema.

A procuradora que inicialmente analisou o caso proferiu seu parecer no sentido de que o art. 36 da Instrução CVM nº 472/08 afastaria a incidência do art. 62 da Instrução CVM nº 409/04. Fundamentou seu entendimento no fato de que a regra específica prevalece sobre o regramento geral. Arguiu, ainda, inexistir razão para cindir os dispositivos do art. 62 que seriam aplicáveis ao caso, uma vez que o art. 36 da esgota a matéria, por ser o único dispositivo da Seção IV – Remuneração do Administrador – da Instrução CVM nº 472/08.

Sob este prisma, os parâmetros aos quais o cálculo da taxa deverá se submeter estariam previstos no dispositivo específico, previsto na norma que regula os FII, o que demonstra a intenção do legislador em regulamentar o tema, inexistindo razão, portanto, para o aplicador da norma socorrer-se do previsto no comando geral.

A GJU-1 entendeu em sentido diverso, por reputar que, por expressa disposição regulamentar, a Instrução CVM nº 409/04 deve ser aplicada a todo e qualquer fundo de investimentos registrado junto à CVM, no que não contrariar as disposições das normas específicas aplicáveis a estes fundos. Alegou, ainda, que o art. 36 da Instrução CVM 472/08 não regulou a matéria de modo exaustivo e por isso não há contrariedade na aplicação supletiva do art. 62 da Instrução CVM 409/04, entendendo, assim, que o art. 36 da Instrução CVM nº 472/08 deve ser interpretado e aplicado de modo conjugado com o art. 62 da Instrução CVM nº 409/04.

A PFE, por seu turno, entendeu que a regra específica deve prevalecer sobre a regra geral, aduzindo para tanto que o silêncio do art. 36 da Instrução CVM nº 472/08 quanto aos demais critérios para a cobrança da taxa de performance é um silêncio eloquente e não uma lacuna, de forma que a norma de fundos imobiliários não estabeleceu outros critérios para a cobrança da taxa de performance porque o legislador assim não o quis. Finalizou asseverando que para garantir um mínimo de segurança jurídica não se deve atribuir aos administradores de FII a obrigatoriedade de fazer algo que a regra não comanda.

Nossas Considerações

Considerando que a Instrução CVM nº 472 é de 31/10/2008, sendo, portanto, posterior ao art. 119-A da Instrução CVM nº 409/04, que é de 22/6/2007, bem como tendo em vista que o art. 36 da Instrução CVM nº 472/08 estabelece parâmetro para a taxa de performance em FII – cálculo em função do desempenho do fundo ou de indicador relevante para o mercado imobiliário –, parece-nos descabida a aplicação do inciso I do §1º do art. 62 da Instrução CVM nº 409/04 aos FII.

Note-se, por oportuno, que a Instrução CVM nº 472/08 relaciona a cobrança da taxa de performance ao desempenho do fundo ou a índice imobiliário, ao passo que a Instrução CVM nº 409/04 a relaciona a "*parâmetro de referência compatível com a política de investimento do fundo e com os títulos que efetivamente a componham*".

Não estamos diante de uma simples questão terminológica. Tanto a característica de renda fixa quanto o fato de os FIIs se destinarem a ativos de menor liquidez podem ser usados como justificativa para esta maior liberdade que o Legislador deu para a fixação do parâmetro de cálculo da parcela variável de remuneração do administrador de FII.

Por isso mesmo, entendemos que a opção do Regulador ao disciplinar a questão para os FII foi claramente distinta daquela que fez no âmbito dos fundos regulados pela Instrução CVM nº 409/04,

Deste modo, é nossa opinião que, na linguagem do art. 119-A, da Instrução CVM nº 409/04, o dispositivo em tela (inciso I, do § 1º, do art 62, da Instrução CVM nº 409/04) contraria o disposto no art. 36, da Instrução CVM nº 409/04, e, portanto, não pode ser aplicado aos FII, nem mesmo de forma subsidiária.

Entretanto, o mesmo não se pode depreender da análise dos demais comandos contidos no art. 62, da Instrução CVM nº 409/04. Como mostramos a seguir:

1. Inciso II do §1º – Esse dispositivo visa evitar que o cálculo da taxa de performance seja realizado em função de um percentual do *benchmark inferior a 100%*. A nosso juízo, tal comando é saudável para a regulação de produtos destinados ao varejo e não colide com o art. 36 da Instrução CVM nº 472/08;
2. Inciso III do §1º – Esse dispositivo estabelece uma periodicidade semestral mínima para a cobrança da taxa, o que, a nosso juízo, é saudável para a regulação de produtos destinados ao varejo – diminui o apetite dos gestores por tomar riscos elevados no curtíssimo prazo em busca de remuneração – e não colide com o art. 36 da Instrução CVM nº 472/08;
3. Inciso IV do §1º – Esse dispositivo dispõe que as despesas do fundo devem ser descontadas da base de cálculo da taxa de performance, o que, mais que razoável, parece-nos ser a melhor prática em termos contábeis e econômicos e, por não confrontar o art. 36 da Instrução CVM nº 472/08, deve ser aplicável também aos FII de varejo;
4. §2º – Esse dispositivo estabelece a regra da "linha d'água", ou seja, a impossibilidade de o gestor ser remunerado sem que o desempenho realizado seja superior àquele quando do último pagamento de performance (e que, portanto, já tinha sido remunerado), o que, a nosso juízo, é saudável para a regulação de produtos destinados ao varejo e não colide com o art. 36 da Instrução CVM nº 472/08;
5. §3º – Esse dispositivo admite a cobrança de individualizada de performance (do cotista e não do fundo) somente para os casos onde o investidor entrou no fundo a um valor da cota inferior ao critério da "linha d'água". Entendemos que tal permissão faz sentido em termos econômicos e protege os demais investidores do fundo de varejo de transferência indevida de riqueza entre os cotistas, uma vez que nesses casos a cobrança de performance é feita individualmente e diretamente ao cotista. Mais uma vez, não vislumbramos colisão com o disposto no art. 36 da Instrução CVM nº 472/08;
6. §4º – Já em relação a esse dispositivo, é nosso entendimento que, para efeito desta análise deve ser interpretado como regra que estabelece que os comandos acima devem ser aplicados, de forma compulsória, somente aos fundos não destinados exclusivamente a investidores qualificados, ou seja, investidores de varejo. É nossa opinião que, com esta interpretação, o dispositivo não é contrário ao disposto na Instrução CVM nº 472/08 e deve ser aplicado subsidiariamente aos FII, por força do disposto no art. 119-A, da Instrução CVM nº 409/04.

Conclusão

Diante de todo o acima exposto, entendemos que (i) os incisos II, III e IV do §1º e os §§ 2º e 3º, bem como o § 4º com o alcance descrito acima, do art. 62 da Instrução CVM nº 409/04 são aplicáveis também ao cálculo e cobrança de taxa de performance dos FII destinados ao público investidor de varejo; (ii) o art. 62, § 1º, inciso I, da Instrução CVM nº 409/04 não é aplicável aos FII,

Entretanto, tendo em vista a natureza controversa da matéria e a necessidade de definição de parâmetros para a cobrança da taxa de performance por parte dos FII, propomos encaminhar a matéria à apreciação do Colegiado, na qualidade de intérprete autêntico das normas emanadas desta CVM, de modo a obter a orientação acerca da melhor aplicação da norma. Por fim, colocamo-nos à disposição para relatar a matéria, caso o Colegiado entenda conveniente.

Atenciosamente,

Claudio Gonçalves Maes

Gerência de Acompanhamento de Fundos Estruturados

De acordo com a manifestação e proposta da GIE,

Francisco José Bastos Santos

Superintendente de Relações com Investidores Institucionais