PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM Nº 19957.009753/2023-12

Reg. Col. nº 2947/23

Assunto: Recurso contra decisão da SSE acerca do cálculo das taxas devidas por FIDCs e FIIs voltados para o público em geral.

Recorrente: XP Investimentos Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A. ("Recorrente")

Voto: Diretor João Accioly

VOTO VISTA

1. Trata-se de recurso contra entendimento da Superintendência de Securitização e Agronegócio – SSE acerca da forma de cálculo das taxas a prestadores de serviços de Fundos de Investimento Imobiliários - FII e Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC, nos termos da Resolução CVM nº 175 ("R175") e seus Anexos II e III.

2. Em suma, a Recorrente pretende o reconhecimento de que fundos fechados para varejo podem fixar as taxas cobradas por prestações de serviços (administração, gestão, máxima de custódia e máxima de distribuição) *"com base em um percentual do total do capital subscrito pelos cotistas, e não necessariamente com base em um percentual anual do patrimônio líquido do fundo ou da classe de cotas".*

3. Antes do recurso, a Recorrente também consultara a Superintendência de Investidores Institucionais – SIN, que manifestou entendimento sobre a regularidade da cobrança na forma pretendida em relação aos fundos de investimento financeiros – FIFs (sob certas condições, como detalhado mais adiante). Há, portanto, entendimentos diversos de ambas as superintendências sobre as mesmas regras.

I. RECEBIMENTO DO RECURSO COMO CONSULTA

4. O recurso diz respeito a regras aplicáveis aos fundos de investimento em geral, quais sejam, as do art. 48, §2º, XI (c/c art. 3º, XXXVII) e XIX, da parte geral da R175. Trata-se de questão de interesse de todos os participantes do mercado, por não constituir dispensa de requisito normativo para situação excepcional e sim interpretação dos dispositivos acima mencionados. Por isso, entendo que o recurso deve ser conhecido sob a forma de consulta ao Colegiado, nos termos do art. 5º da Resolução CVM nº 46.

5. Com isso, propõe-se interpretação uniforme e aderente ao regime da R175 para cálculo das taxas de remuneração dos prestadores de serviços de fundos fechados e destinados ao público em geral, não sendo restrita ao pleito individual da Recorrente.

II. MÉRITO

II.I. A QUESTÃO: TAXA COM BASE EM CAPITAL SUBSCRITO VS. TAXA COM BASE EM PL

6. A discussão principal do recurso é sobre o aparente conflito entre, de um lado, a previsão regulatória de que as taxas devem ser expressas como percentual do patrimônio líquido e, de outro, o interesse de participantes de mercado de estabelecê-las em função do capital subscrito, em determinadas circunstâncias.

7. Diz a R175:

> Art. 48. O fundo de investimento é regido pelo regulamento (...).
>
> § 2º Os anexos descritivos de classes, cada qual relativo a uma classe em específico, devem dispor sobre:
>
> XI – a taxa máxima de distribuição [definida no art. 3º, XXXVII, como "taxa cobrada do fundo, representativa do montante total para remuneração dos distribuidores, expressa em percentual anual do patrimônio líquido (base 252 dias)"];
>
> XIX – taxas de administração e de gestão, que devem ser expressas em:
>
> a) um percentual anual fixo do patrimônio líquido (base 252 dias); ou
>
> b) um valor nominal em moeda corrente nacional, que pode variar em função de faixas de valores do patrimônio líquido.

8. Como se vê, o texto apenas fala expressamente em "percentual do patrimônio líquido" e "valor nominal", donde a dúvida sobre a regularidade da cobrança vinculada a percentual do capital subscrito.

9. A questão central é bem exposta na consulta formulada pela Recorrente, inicialmente à SIN e em seguida à SSE, de que reproduzo os trechos seguintes (doc. 1861969, págs. 3-4):

> *...quando falamos de fundos de investimento de condomínio fechado, as estruturas com chamada de capital ao longo do tempo são comuns. Ainda nesse tipo de estrutura, é prática de mercado que as taxas patrimoniais sejam calculadas em relação ao capital subscrito justamente porque a integralização de cotas e, portanto, o patrimônio líquido do fundo [são] construídos ao longo do tempo (normalmente durante período de investimento estabelecido ali no regulamento também).*
>
> *O ponto que gostaríamos de validar o entendimento é o seguinte: (...) Ao nosso ver, muito pela dinâmica operacional e de uniformização do cálculo e remuneração dos prestadores de serviços, assim como a dinâmica de estrutura de produto que temos consolidada na indústria atualmente, fundos com chamada de capital deveriam poder ter suas taxas (...) calculadas em relação ao capital subscrito, independente do público-alvo visado. (...)*

10. Ou, nos termos do recurso (doc. 1861967, pág. 6, grifos originais):

> *Por fim, (...) existem diversos Fundos Fechados em funcionamento na indústria, inclusive aqueles destinados ao público em geral, que observam o mecanismo de chamada de capital e calculam as taxas devidas a prestadores de serviço de acordo com o capital subscrito pelos cotistas, conforme permitido pelas disposições regulatórias atualmente vigentes. Por conta disso,* ***eventual necessidade de adequação para o cálculo com base no patrimônio líquido seria uma alteração bastante significativa e capaz de gerar impactos relevantes para os participantes do mercado brasileiro fazem parte dessas estruturas no exercício de suas atribuições****.*

11. Parece-me fazer bastante sentido comercial que haja tal prática, uma vez que há circunstâncias em que o patrimônio líquido varia muito mais do que o volume dos serviços e especialmente o valor por eles trazido (ou esperado) para o patrimônio dos investidores. A exposição do recurso é robusta e clara nesse ponto, pelo que dele reproduzo os seguintes trechos (doc. 1861967, págs. 9-10):

> *Como se sabe, é possível que esses fundos [i.e., estruturados] funcionem com base no mecanismo de "chamadas de capital", segundo o qual o investidor subscreve a totalidade das cotas correspondente ao seu investimento em uma data inicial e assume o compromisso de promover as devidas integralizações de forma faseada e gradual, no decorrer de um período de investimento previsto no regulamento, à medida que os ativos-alvo sejam identificados pelo gestor e o aporte de recursos se torne necessário à respectiva aquisição. (...)*
>
> *A existência desse mecanismo gera, no decorrer do período de investimento, um descasamento natural e inevitável entre o valor do investimento dos cotistas (i.e., subscrição de cotas) e o valor do patrimônio líquido do fundo (i.e., integralização das cotas subscritas), bem como uma potencial variação brusca e particular do valor do patrimônio líquido à medida que os aportes sejam realizados (...).*
>
> *Considerando que os prestadores de serviço atuam (...) durante todo o período de funcionamento do fundo, e não apenas após a integralização de todo o capital subscrito e a conclusão do período de investimento, fica evidente que o valor do patrimônio líquido não é o parâmetro mais fidedigno para parametrizar adequadamente a remuneração de tais agentes (...), em especial durante o período inicial em que os recursos ainda não tenham sido totalmente integralizados (...).*
>
> *Tal exigência resulta em um cenário em que um gestor de recursos fica incumbido de todo o trabalho de selecionar, prospectar e adquirir ativos-alvo durante o início do período de investimento, só que sujeito a receber pouca ou por vezes nenhuma remuneração por tal serviço prestado (...) A situação do distribuidor de cotas é exemplo ainda mais flagrante da inadequação da regra, uma vez que o seu trabalho é concluído no ato da subscrição das cotas distribuídas, o que pode acontecer meses ou até anos antes da conclusão da integralização (...).*
>
> *...[N]ão existe qualquer prestador de serviço do mercado disposto a aceitar tais condições financeiras de contratação. Naturalmente, todo e qualquer prestador de serviço deve ser remunerado durante todo o tempo em que exerce suas atribuições em favor do fundo, independentemente se antes ou depois da integralização (...).*
>
> *Justamente por isso, a parametrização da remuneração dos prestadores de serviço com base no capital subscrito – e não com base no patrimônio líquido efetivamente integralizado – (...) corresponde a uma prática de mercado altamente consolidada para esses fundos, sobretudo aqueles que funcionam com base no mecanismo de chamada de capital.*

II.II. ENTENDIMENTO DA SIN

12. Diante da consulta formulada pela Recorrente (parcialmente reproduzida no §9 deste voto), a SIN manifestou-se nos seguintes termos:

> *[A] remuneração baseada no capital subscrito, quando existente, é admissível em FIF, desde que ocorra enquanto perdurar a situação fática que o justifica (ou seja, durante a fase de prospecção e investimento).*

13. Em reunião com o Ilmo. Superintendente da SIN, após pedir vistas, pude aprofundar o tema e entender que o entendimento acima resumido baseou-se em interpretação teleológica das normas, pois não houve intenção, em todo o processo que gerou a R175, de impedir mecanismos remuneratórios transparentes, comparáveis e consistentes com a realidade econômica própria de determinadas estruturas – consistência essa, no caso, por serem compatíveis com fatores como volume de serviço e valor que se espera ser gerado ao patrimônio comum pelo serviço.

II.III. ENTENDIMENTO DA SSE

14. A manifestação da SSE contra a qual se insurgiu a Recorrente foi apenas um e-mail em que seu Superintendente afirma que, embora reconheça que possa existir tal forma de cobrança (considerando-se o cenário anterior à entrada em vigor da R175), o novo texto normativo impediria tal prática (doc. 1861969, pág.1).

15. Diante do recurso, a SSE aprofundou suas razões no relatório de análise com que o encaminhou ao Colegiado, que sintetizo a seguir:

i. O objetivo da restrição do cálculo das taxas foi a padronização entre os fundos para fins de comparabilidade, facilitando a compreensão, pelos investidores, da taxa que seria paga aos prestadores de serviço;

ii. Manifestações na audiência pública que resultou na R175, postulando a possibilidade de adoção de modos distintos de cálculo das taxas, foram acatadas por meio da flexibilização permitida pela possibilidade de as taxas de administração e de gestão serem representadas por valor nominal em moeda corrente, que pode variar em função de faixas de valores do patrimônio líquido, conforme o art. 48, §2º, XIX, "b";

iii. Com a flexibilização mencionada acima, *"a norma foi publicada permitindo que a taxa de remuneração do administrador e do gestor seja expressa com base em um percentual fixo do patrimônio líquido ou um valor nominal, que podem ser utilizados de forma combinada, como, por exemplo, durante o período em que o patrimônio líquido do fundo estiver abaixo de um determinado valor"*, e assim a preocupação do recurso *"não seria mais sustentável para as taxas de administração e de gestão, pois é possível que o*

regulamento estabeleça o valor nominal que os prestadores de serviço do fundo entendam como adequado à sua remuneração, especialmente enquanto o patrimônio líquido não atinja um patamar adequado";

iv. A manifestação da SSE "*busca apenas privilegiar o texto normativo, em vez de debater ou opinar sobre a alternativa mais eficiente, sob a ótica econômica, para a cobrança das taxas (...) se com base no patrimônio líquido ou no capital subscrito*"; e

v. Por fim, a SSE defende que seja reconhecida a possibilidade de se estender a aplicação das regras previstas no art. 48, § 2º, XIX, da parte geral da R175 também para a taxa de distribuição, de forma a permitir que ela seja cobrada em modelo com base no percentual do patrimônio líquido ou com base no valor nominal, o que mitigaria as preocupações trazidas no recurso.

16. Além dos pontos acima, a SSE também contesta algumas afirmações do recurso, demonstrando que os exemplos de fundos imobiliários nele trazidos não contêm a remuneração baseada em capital comprometido, e argumentando que não haveria prejuízo para FIDCs em atividade, pois aqueles anteriores à vigência da R175 são destinados apenas a investidores qualificados (podendo as taxas ser expressas de qualquer forma).

17. Os argumentos da SSE mencionados no parágrafo anterior soam-me procedentes. Só não os incluí na síntese do §15 porque não os entendo determinantes da análise da questão central. Aliás, adianto que o único item dessa síntese de cuja conclusão divirjo é o "iv", e ainda assim apenas parcialmente, como exponho no próximo tópico.

18. Assim como procedi em relação à SIN, também tive a oportunidade de aprofundar a discussão com o Ilmo. Superintendente da SSE. Na ocasião, tive a corroboração da percepção de que a oposição à cobrança com base em capital comprometido se deu exclusivamente por não a entender compatível com a literalidade do texto normativo. Inclusive, as questões de racionalidade econômica e adequação comercial do uso de outros critérios me parecem compor parte do entendimento pelo qual a SSE defende que a Recorrente não precisaria ter sua preocupação com relação às taxas de administração e gestão (item iii da síntese acima).

II.IV. CONSIDERAÇÕES GERAIS SOBRE O ENQUADRAMENTO:

19. De início, para fins de organização, trato das taxas de administração e gestão, que contam com a previsão mais ampla, abrangendo a possibilidade de serem previstas em valores nominais em moeda corrente. O dispositivo sob análise, portanto, é o inciso XIX do §2º do art. 48 da parte geral da R175.

20. A regra prevê duas opções: as taxas podem ser expressas como percentual do patrimônio líquido, ou como valores nominais, que podem variar conforme faixas de patrimônio líquido (respectivamente, alíneas "a" e "b" do inciso XIX).

21. Um ponto fundamental da análise aqui empreendida é o seguinte: o dispositivo é claro ao falar que as taxas devem ser *expressas* dessa forma. Ou seja: *expostas*, *descritas*, *manifestadas*, *enunciadas*. Nada no texto proíbe que o *estabelecimento* da taxa utilize outros critérios, desde que ela possa ser – e seja – *expressa* nos termos ali previstos.

22. Trata-se – novamente, como bem apontado no relatório da SSE – de regra com o propósito declarado de contribuir para a comparabilidade entre produtos, e não de impedir que as partes encontrem as soluções que considerem mais adequadas para definição de serviços e contrapartidas.

23. Para melhorar a comparabilidade, a alínea "a" do inciso XIX apoia-se na menção ao patrimônio líquido; a alínea "b", na definição expressa de preços ("valores nominais em moeda corrente nacional"), que podem variar para faixas do PL.

24. Quanto ao critério mencionado na consulta, ou seja, um percentual do capital subscrito, sua compatibilização com as regras pode-se dar pelas duas alíneas do inciso XIX do §2º do art. 48. Por ser mais simples, inicia-se pela alínea "b".

II.III.I. Art. 48, §2º, XIX, "b": valor nominal para faixas de PL

25. De início, a SSE bem intuiu ser a alínea "b" suficiente para atender à preocupação exposta na consulta. Além disso, essa alínea foi incluída justamente com o propósito de atender a pleitos da audiência pública por maior flexibilidade na estipulação das taxas, tornando ainda mais adequado interpretá-la sob tal finalidade.

26. Ponto crucial à análise ora empreendida é que o texto não traz limitações sobre como as partes podem definir esse valor nominal. Assim, podem fazê-lo diretamente com um montante fixo em reais, mas também de modo indireto, por meio de parâmetros que *resultem* em um montante em reais. Essa possibilidade é expandida a seguir.

27. Em tema análogo e muito próximo, o Ofício Circular Conjunto nº1 SIN-SSE, de 11.04.2023, respondeu positivamente à pergunta nº 32: *"Com base no artigo 48, §1º, VII* [onde antes se encontrava a norma hoje prevista no §2º, XIX], *é possível prever remuneração em faixas de PL com base em percentuais?"*. O ofício responde que *"Nada impede que uma subclasse disponha, independentemente de seu público-alvo, sobre a remuneração nas faixas em percentuais diferentes do patrimônio líquido"*.

28. A resposta do ofício pode à primeira vista parecer uma certa "mistura" entre as alíneas "a" e "b", já que a "a" fala apenas em percentual do patrimônio líquido e a "b" fala em valores nominais distintos para faixas distintas de PL. Porém, a resposta é

inteiramente compatível com a literalidade do texto da alínea "b": um *percentual do patrimônio líquido* (objeto da pergunta) resulta necessariamente em um *valor em moeda corrente nacional* (objeto da alínea "b") – já que o PL é expresso nessa mesma unidade (i.e., *x%* de R$ *y* são R$ *z*). O resultado é o mesmo: uma quantia numérica em reais.

29. Ou seja, o valor nominal pode ser expresso diretamente por um número fixo, como uma quantia pré-determinada em moeda, ou por qualquer outra forma que *resulte* numa quantia em moeda. Ou, melhor: qualquer outra forma previsível e não sujeita ao arbítrio de qualquer das partes. Afinal, é *"lícito às partes fixar o preço em função de índices ou parâmetros, desde que suscetíveis de objetiva determinação*" (Código Civil, art. 487), e o regime geral das obrigações veda condições que sujeitem o contrato ao "*puro arbítrio de uma das partes"* (Código Civil, art. 122)[1].

30. Ademais, os valores nominais *podem* variar para faixas de PL. Ou seja, pode-se estabelecer um único valor nominal independentemente do valor do patrimônio líquido ou valores distintos de acordo com faixas distintas.

31. Nesse caso, basta prever que a taxa é de determinado percentual multiplicado pelo capital subscrito. Em termos de incidência formal da regra, o resultado desse cálculo (percentual *vezes* o capital subscrito) representa o *valor nominal em moeda corrente nacional* previsto no texto normativo. Por exemplo, supondo que a taxa seja de dois por cento do capital subscrito, **basta uma previsão simples e direta de que a "taxa será de 2% do capital subscrito".**

32. Então, como havia adiantado:

i) concordo com o entendimento da SSE, sintetizado no item "iii" do §15 deste voto, segundo o qual a possibilidade de estabelecer valores nominais é suficiente para atender às preocupações da Recorrente;

ii) além disso, os regulamentos podem prever diretamente o valor nominal como resultado da fórmula *"capital subscrito multiplicado por determinado percentual"*[2], com o regulamento prevendo o percentual (ou percentuais, se forem distintos para diferentes faixas de PL).

➔ *Para taxas de gestão e de administração, com transparência e clareza o regulamento pode estipular que a taxa é de determinado percentual do capital subscrito.*

[1] Embora o art. 487 esteja topicamente no capítulo do Código Civil referente ao contrato de compra e venda, seu enunciado tem aplicação ampla. Por vários ângulos: ele não prevê uma vedação, apenas declara uma possibilidade; a literalidade de seu texto não o restringe àquela modalidade de contrato; a estrutura básica da compra e venda, de uma prestação não pecuniária corresponder a uma prestação pecuniária ("preço"), é presente em inúmeras outras formas contratuais; e daí por diante.

[2] Ou, inclusive, a partir de outros parâmetros objetivamente verificáveis.

II.III.II. Art. 48, §2º, XIX, "a": percentual do PL - e a Taxa Máxima de Distribuição

33. Enquanto o centro da interpretação para enquadramento na alínea "b" é sobre o termo "valor nominal", a compatibilidade com a alínea "a" funda-se principalmente: (i) no conceito de "expressão" previsto no caput do inciso XIX, já introduzido nos §§21 a 23 deste voto; (ii) na ausência de limitação ao percentual; e (iii) na ausência de proibição a que esse percentual seja definido a partir de parâmetros objetivamente verificáveis, ainda que não necessariamente como um numeral.

34. Uma taxa *estipulada* a partir de um percentual do capital subscrito pode perfeitamente ser *expressa* como um percentual do patrimônio líquido. Um "percentual" é apenas uma forma de expressar um coeficiente, como fração de denominador 100. Por exemplo, "2" ou "o dobro" expresso em percentual é "*200%*", pois é 200/100; "0,5" ou "metade" expresso em percentual é "*50%*", pois é 50/100; e daí por diante. Assim, mesmo um PL hipotético de um centavo permite que o valor da taxa, qualquer que seja ele, seja *expresso* como percentual desse PL – se o PL for de R$0,01, uma taxa de R$ 100 mil pode ser *expressa* como *1.000.000.000%* desse PL[3]. Dessa forma, pode-se *estipular* qualquer critério objetivo (i.e., não discricionário) de definição do valor da taxa, desde que o regulamento o *expresse* também como percentual do patrimônio líquido.

35. Assim, para atender à previsão normativa de expressão da taxa como percentual do patrimônio líquido, estipulando-se a taxa como percentual do capital subscrito, o regulamento do fundo precisa definir o percentual a ser aplicado ao PL como o resultado de uma *função*[4], e não diretamente como uma fração de denominador 100.

36. Em termos práticos, espera-se que o regulamento tenha em destaque a previsão da taxa como determinado percentual do capital subscrito – como exemplificado no §31 acima.. É essa definição que deve ser exposta como informação central, com clareza e transparência, pois é nela que a decisão de investimento se baseará.

37. Também em termos práticos, a expressão do percentual do capital subscrito como percentual do PL deverá ter maior utilidade prática para a **taxa máxima de distribuição**. É que essa taxa hoje conta apenas com a definição do art. 3º, XXXVII, que usa a mesma construção que o art. 48, §2º, XIX, "a".

38. A propósito, concordo com o entendimento da SSE, referido no §15, "v" deste voto, de que se deveria estender à taxa de distribuição a possibilidade da alínea "b" do inciso XIX. Porém, até que se promova a alteração normativa, o uso da alínea "a" pode

[3] Só não é possível prever um valor como percentual do PL quando este for exatamente zero (a divisão por zero é uma impossibilidade matemática).
[4] É preciso igualar duas funções com parâmetros e variáveis distintas: uma é a exigida pela norma; a outra baseia-se na referência desejada (como o capital subscrito). No Anexo 1 este ponto é expandido.

servir para ao menos duas finalidades: de um lado, permite o enquadramento literal de taxas estipuladas por outros critérios; de outro, fundamenta uma aplicação pragmática da norma pela qual, por reconhecer a possibilidade de enquadramento por um caminho mais complexo, admite a aplicação do mesmo critério previsto para as taxas de gestão e administração, que chega ao mesmo "destino" por um caminho mais simples.

39. Acrescendo-se à posição da SSE a fundamentação exposta neste voto, é possível chegar à conclusão de que se pode, sim, fazer uso de parâmetros distintos do PL para prever o valor das taxas – desde que o critério, qualquer que for, seja objetivamente determinável e seu resultado seja expresso na forma prevista no texto normativo.

40. Importante que isto fique bem claro: não sustento que uma fórmula algébrica sem números imediatamente verificáveis possa ser considerado transparente como forma de comunicação do conteúdo econômico da relação com os investidores. A transparência e a comparabilidade decorrerão da clareza com que os termos são comunicados de maneira simples e acessível: por exemplo, "5% do capital subscrito", combinado com a faixa em que o capital subscrito deve estar situado. A única finalidade da expressão que prevê a mesma coisa em função do patrimônio líquido é possibilitar o enquadramento formal do regulamento ao texto normativo ora vigente. Por isso a referência à taxa máxima de distribuição, no §37 acima, pois para taxas de gestão e de administração é bem mais intuitiva, e inclusive mais clara, a opção pela previsão simples e direta de um percentual sobre o capital subscrito, que já é coberta pela alínea "b", sem referência a percentual do PL.

➔ *Para taxa máxima de distribuição, além de estipular com clareza e transparência que a taxa será de determinado percentual do capital subscrito, seria preciso incluir referência à expressão como percentual do PL para atendimento literal à norma.*

III. CONCLUSÕES

41. É possível a estipulação de taxas no regulamento por critérios distintos do patrimônio líquido, desde que respeitadas as exigências sobre as formas possíveis de *expressar* as taxas – como valores nominais obtidos por parâmetros objetivamente verificáveis, ou como percentuais, também obtidos por parâmetros objetivamente verificáveis, do patrimônio.

42. A possibilidade referida no parágrafo acima baseia-se em interpretação que busca respeitar os limites do texto normativo, como fez a SSE. Apenas se chega a conclusão distinta porque a interpretação buscou explorar acepções das expressões que as tornem compatíveis com a estipulação mais flexível dos termos das relações comerciais

entre os participantes, ao mesmo tempo em que atendam à exigência normativa quanto ao modo de expressar esses termos.

43. Apesar de textual, certo é que a interpretação foi de certo modo teleológica, porque empurrada pelos dois objetivos de permitir flexibilidade contratual e de aumentar compreensibilidade e comparabilidade. Com esses objetivos, buscou-se a identificação de conteúdos semânticos (i.e., do conceito de "expressar" com foco na ideia de comunicar) e de modos jurídicos de estipulação (i.e., do "valor nominal" e do "percentual" a partir de parâmetros objetivamente determináveis) aptos a compatibilizar ambos os objetivos, sem que um requeresse o detrimento do outro.

44. A possibilidade de expressão por valores nominais também deveria ser estendida à taxa máxima de distribuição. Sem que haja alteração na definição dessa taxa, para que o inciso XXXVII do art. 3º preveja a possibilidade de valores nominais, tal possibilidade não conta com a mesma compatibilidade direta com o texto que as taxas de gestão e administração; porém, pode-se utilizar a referência ao percentual, como na alínea "a" do art. 48, §2º, XIX, bem como admitir-se a possibilidade de uso de valores nominais, por interpretação ampliativa, como opinado pela SSE.

45. Por fim, anoto que teria sido mais simples escrever dois ou três parágrafos para fundamentar uma alteração no texto normativo, como uma previsão geral de que a taxa deve ser prevista de maneira clara e objetiva, ou ao menos a inclusão expressa do percentual do capital subscrito como possibilidade. Porém, a consulta foi feita com base no texto vigente, e em respeito à cuidadosa análise da SSE, que também nele se baseou, é que se buscou neste voto encontrar um caminho para conciliar, de um lado, a necessidade de transparência e comparabilidade (que será atendida com a clareza na previsão da taxa pelo que ela é), e de outro a compatibilidade com a estreiteza do que a norma hoje prevê.

Rio de Janeiro, 4 de junho de 2024.

João Accioly
Diretor

ANEXO 1

1. Para prever um coeficiente (como o percentual do PL) como uma função que tenha como parâmetro outro coeficiente (como o percentual do capital subscrito), pode-se partir de duas funções distintas, igualá-las, e então representar o coeficiente de uma como função dos parâmetros da outra. Como a seguir representado:

$$f(x) = Ax$$

$$g(z) = Bz$$

$$f(x) = g(z) \rightarrow \ Ax = Bz \ \rightarrow \ A = Bz/x$$

2. Para nomear os elementos das equações com referência ao que representam na consulta, pode-se fazer da seguinte forma:

"f_T": função que resulta no valor da taxa como percentual do PL.

"g_T": é a função que resulta no valor da taxa como percentual do capital subscrito.

P_{liq} : patrimônio líquido

K_{subs}: capital subscrito

$T_{R\$}$: valor da taxa em reais

Q_{pl} : coeficiente (percentual) do P_{liq} (conforme previsto na regra)

Q_{ks} : coeficiente (percentual) do K_{subs} (conforme pretendido na consulta)

Então:

$$f_T(P_{líq}) = Q_{pl}P_{líq} \qquad (1)$$

$$g_T(K_{subs}) = Q_{ks}K_{subs} \qquad (2)$$

$$Q_{ks}K_{subs} = T_{R\$} \qquad (3)$$

$$f_T(P_{líq}) = g_T(K_{subs}) \rightarrow \ Q_{pl}P_{líq} = Q_{ks}K_{subs} \ \rightarrow \ Q_{pl} = Q_{ks}K_{subs}/P_{líq} \qquad (4)$$

Substituindo-se (3) em (4):

$$f_T(P_{líq}) = \ Q_{pl}P_{líq} = T_{R\$} \ \rightarrow \ Q_{pl} = T_{R\$}/P_{líq} \qquad (5)$$

3. Ou seja: a norma exige que se *expresse* a taxa como função do PL, como na linha (1): $f_T(P_{liq}) = Q_{pl}\ P_{liq}$. Porém, interessa aos participantes estipular a taxa em função do capital subscrito, como na linha (2): $g_T(K_{subs}) = Q_{ks}\ K_{subs}$. Essa multiplicação resultará no valor da taxa em reais, $T_{R\$}$, como na linha (3). Na linha (4), igualam-se as duas funções e obtém-se o percentual Q_{pl} como $Q_{ks}\ K_{subs}\ /\ P_{liq}$.

4. Como o regulamento predetermina o coeficiente Q_{ks}, como um percentual numericamente definido, quando na conclusão da captação se chega ao total do capital subscrito K_{subs}, tem-se o valor efetivo da taxa. Daí, para qualquer patrimônio líquido P_{liq} diferente de zero, obtém-se se automaticamente o coeficiente Q_{pl}, dividindo-se o valor da taxa em reais (valor obtido pela multiplicação do K_{subs} pelo percentual Q_{ks}) pelo valor do patrimônio líquido P_{liq}).

5. Na linha (5), como Q_{ks} K_{subs} é a taxa $T_{R\$}$, apenas se visualiza o Q_{pl} como divisão da taxa em reais pelo patrimônio líquido.