



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000

SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Ofício Interno nº 29/2022/CVM/SIN

Rio de Janeiro, 29 de junho de 2022.

De: SIN

Para: SGE

Assunto: Pedidos de dispensa formulados de cumprimento do artigo 89, II, da Instrução CVM nº 555

Senhor Superintendente Geral,

A) INTRODUÇÃO

1. Fazemos referência aos pedidos, trazidos pela Helius Capital Gestão de Recursos, Verde Asset Management e Vinland Capital Management Gestora de Recursos (Consulta 1, Doc. 1.541.701), assim como pela Atmos Capital Gestão de Recursos e Dynamo Administração de Recursos (Consulta 2, Doc. 1.541.721) para a dispensa de cumprimento do disposto no artigo 89, II, da Instrução CVM nº 555, que proíbe fundos de investimento de contraírem e efetuarem empréstimos, salvo em modalidade autorizada pela CVM.

2. O objetivo dos pedidos é o de viabilizar que os fundos por elas geridos que são acionistas da Companhia de Locação das Américas (“Unidas”) possam gozar de todos os direitos patrimoniais que lhes foram atribuídos no âmbito da operação de incorporação das ações de emissão da Unidas pela Localiza Rent a Car S.A., como será exposto a seguir.

B) A OPERAÇÃO

3. O caso envolve a aprovação, pelos acionistas da Unidas e da Localiza Rent a Car S.A. (“Localiza”), da combinação de seus negócios, por meio da incorporação das ações da Unidas pela Localiza, em assembleias gerais realizadas em 12/11/2020, e aprovaram as modificações nos termos originais da operação nas assembleias gerais de 26/04/2022 e 29/04/2022, respectivamente.

4. Como premissa econômica da relação de troca das ações estabelecida para a

Operação, foi previsto que seria outorgado a todos os acionistas da Unidas tanto o direito de receber ações de emissão da Localiza, quanto o de contrair um empréstimo a uma taxa extremamente baixa, subsidiada pela Localiza, disponibilizado pelo Banco XP S.A. ("Financiamento"). Assim, a consulta defende que o Financiamento "é parte indissociável do próprio preço atribuído às ações da Unidas", pois como em outras operações, uma parcela é paga em dinheiro, mas também pagamento "em crédito - e foi considerado como premissa para os termos econômicos negociados na Operação entre as administrações envolvidas".

5. A Consulta 1 destaca, também, que tais negociações não contaram com a participação direta das Gestoras, ainda que elas considerem a Operação meritória e benéfica para as companhias.

6. Nos termos da Cláusula 2.1.4 do Acordo de Incorporação de Ações, celebrado em 22/09/2020 ("Acordo"), posteriormente modificada pelo Terceiro Aditivo ao Acordo de Incorporação de Ações e seu Anexo A, celebrado em 24/03/2022 ("Terceiro Aditivo ao Acordo"), o Financiamento contaria com os seguintes limites: (i) teto de até 20% do valor devido de ações de emissão da Localiza, recebidas pelo respectivo acionista da Unidas na data de fechamento da Operação; (ii) taxa de 3,5% ao ano; (iii) vencimento em 5 anos contados da data de contratação do Financiamento; (iv) desembolso até o 25º dia do mês subsequente ao mês da data de fechamento da Operação; (v) garantia em alienação fiduciária das ações da Localiza no valor correspondente a 120% do valor total devido pelo acionista, com cláusula de recomposição em caso de necessidade; (vi) concedido pelo Banco XP S/A; (vii) instrumentalizado por meio da emissão de CCB por cada devedor aderente. O prazo para manifestação dos pretendentes é de 6/7/2022.

C) FUNDAMENTOS DOS PEDIDOS

7. De início, a Consulta 1 defende que a cláusula 2.1.2.1 do Acordo estabeleceu uma relação de troca de ações acordada entre as companhias contemplando, além de outras circunstâncias, a concessão do Financiamento a todos os acionistas na Unidas na data de fechamento da Operação, com taxas bastante reduzidas, subsidiadas pela Localiza. Assim, em sua visão, "é correto dizer que o acesso ao Financiamento foi um dos direitos patrimoniais concedidos aos acionistas da Unidas, em contrapartida da incorporação das suas ações pela Localiza", e por isso, deveria ser considerada "parte indissociável do preço atribuído às ações no âmbito da Operação". Nesse contexto e pelos motivos que adiante se exporá, a impossibilidade de exercício desse direito efetivamente impediria, a um grupo de acionistas, que obtivessem todos os efeitos decorrentes da sua situação de sócios.

8. Para argumentar a favor desse ponto, a Consulta 1 com maior clareza essa situação, trazem o paralelo de outras operações estruturadas que vêm concedendo aos acionistas da sociedade incorporada (ou cujas ações são incorporadas), como contrapartida da incorporação de ações, ações da incorporadora combinadas com uma parcela em dinheiro. Nesses casos, argumentam que seria evidente a impossibilidade de atribuir a parcela em dinheiro a "apenas uma parte dos acionistas da sociedade incorporada (ou cujas ações forem incorporadas)" para repisar que, de igual forma, não faria sentido qualquer obstrução ao exercício do direito ao Financiamento aqui tratado por qualquer acionista da companhia.

9. Ou, nas palavras da Consulta 1, "negar que alguns acionistas tenham acesso a esse Financiamento equivaleria a lhes subtrair parcela do preço atribuído às ações de emissão da Unidas de sua titularidade, atribuindo direitos distintos a acionistas titulares de uma mesma espécie e classe de ações". Como exercício prático,

expuseram a possibilidade seguinte:

Apenas para ilustrar, considerando-se a taxa de juros prevista para o Financiamento (3,5% a.a.) e a taxa atualmente negociada para o DI futuro com vencimento semelhante (aproximadamente 12,8% a.a.), se os Fundos obtivessem o Financiamento e aplicassem em um ativo livre de riscos, remunerado por 100% do DI, fariam jus a um ganho de 9,3% a.a. sobre o montante obtido com o empréstimo. Negar-lhes o exercício desse direito representaria, portanto, uma verdadeira perda patrimonial.

10. Outro ponto que a Consulta 1 defende é a inaplicabilidade ao caso de quaisquer das preocupações regulatórias que levam à restrição do artigo 89, II, da Instrução CVM nº 555

11. Nesse aspecto, a Consulta 1 inicia suas ponderações explicando que "fundos de investimento são comunhões de recursos, organizadas sob a forma de condomínios de natureza especial (art. 1.368-C do CC), geridas profissionalmente, destinadas à aplicação em ativos financeiros, com a finalidade de gerar rendimentos a seus cotistas" para então expor que fundos de investimento teriam como mecanismo típico de captação a emissão de cotas, que serão detidas pelos investidores a troco dos recursos captados, razão pela qual, "nesse modelo, é estranha a ideia de captação de recursos por outras modalidades, o que explica a vedação da captação de recursos via empréstimo"

12. Assim, a Consulta 1 avança em sua interpretação sobre as vedações contidas na Instrução CVM nº 555, destacando que algumas são "regras de conduta para o administrador", e outras, tratam mais "[d]aquilo que o fundo de investimento pode ou não fazer – tratam-se, portanto, de regras de cunho mais estrutural". Nesse contexto destacam as regras constantes do art. 89, que vedam a prática de uma série de atos relativamente comuns para agentes de mercado, "melhor delimitando, assim, a forma de atuação desse tipo especial de agente financeiro". o que derivaria "não apenas em opções práticas", mas por "uma verdadeira questão ontológica", pois, ao captar recursos em mercado por meio da distribuição de suas cotas, os fundos de investimento agem como se fossem "verdadeiros intermediários financeiros".

13. Nesse bojo que a Consulta 1 considera que a regulamentação das atividades dos fundos passaria não apenas por questões relacionadas mais diretamente à proteção dos investidores, mas também pela "criação de regras que os diferenciem de outros intermediários, impedindo que eles funcionem, por exemplo, de maneira similar a instituições bancárias", perspectiva sob a qual deveria ser analisada a abrangência de sua aplicação, pois com a vedação se buscou evitar que esses veículos contraíssem empréstimos para se alavancar – expondo os investidores a riscos diversos daqueles inerentes à aplicação ordinária de seus recursos no mercado e "subvertendo a sua lógica de constituição e funcionamento".

14. Ainda nessa tese, prosseguem afirmando que

A rigor, fundos de investimento existem apenas para aplicar recursos da coletividade dos cotistas no mercado financeiro e de capitais. E não se permite atuação distinta para (i) evitar que os cotistas fiquem expostos a riscos maiores do que os imaginados, decorrentes de operações estranhas àquele universo; e (ii) evitar o desvirtuamento de tais veículos, tornando-os pequenas instituições financeiras.

Naturalmente, e até pela redação do dispositivo (que faz ressalva expressa às modalidades de empréstimo autorizadas pela CVM), a norma não impede que sejam realizadas operações em que o fundo assumira riscos superiores ao seu patrimônio (como em operações de derivativos, em que

se devem observar as regras de depósito de margens e garantias impostas pela bolsa de valores). Não se buscou proibir também que fundos de investimento realizem o pagamento parcelado de bens ou serviços adquiridos (o que também poderia ser caracterizado, em alguma medida, como um financiamento). Mas tais operações são contextualizadas e não se confundem com aquilo que se buscou vedar. Elas reforçam, na verdade, a delimitação acima.

15. Isso tudo posto, a Consulta 1 alega que, aqui, a situação enfrentada é distinta da que existiria caso os Fundos "estivessem buscando, proativamente, negociar um empréstimo com uma instituição financeira para a realização de novas operações". Afinal, em razão da conformação da Operação, os Fundos já receberam o direito ao Financiamento, que seria "parte da contraprestação devida aos acionistas da Unidas pela incorporação das ações de sua emissão pela Localiza". Seria natural e desejado, assim, que os recursos correspondentes sejam incorporados ao patrimônio dos Fundos.

16. Até se reconhece que, pela tomada do Financiamento, os Fundos passarão a devedores da instituição financeira credora e emitirão, em contrapartida, uma Cédula de Crédito Bancário – CCB. Mas trata-se de uma dívida garantida que, como se viu, não se confunde com uma "mera alavancagem (e não criará exposições desproporcionais para os cotistas)". Ademais, é natural que, em operações diversas, fundos de investimento assumam exposições que podem gerar ônus diversos. Aqui os ônus estão quantificados. Não existiria, assim, nenhum desvirtuamento dos fundos.

17. Além disso, a Consulta 1 repisa que o montante recebido no âmbito do Financiamento será utilizado pelos Fundos necessariamente para a aplicação em ativos que estejam em conformidade com as suas respectivas políticas de investimento, o que evidenciaria a inexistência da possibilidade de majoração ou desvirtuamento dos riscos limite a que os cotistas já estão expostos e são definidos nos regulamentos.

18. Ante esse quadro, no presente caso, a Consulta 1 entende que não se apresentam aqui os riscos que se buscava impedir com a vedação de tomada de empréstimo por fundos de investimento, de forma que parece, na visão exposta, admissível "a concessão da dispensa sem a fragilização do ambiente regulatório e garante o pleno exercício, pelos Fundos, de todos os direitos patrimoniais que lhe foram outorgados no âmbito da Operação".

19. Já a Consulta 2, após também descrever os detalhes da operação, vem defender a necessidade de concessão da dispensa de igual forma com base no (1) destacado benefício que se espera aos fundos com sua adesão ao crédito subsidiado, (2) na inexistência, para a operação, dos riscos de excessiva alavancagem que justificariam a vedação do artigo 89, II, da Instrução CVM nº 555, (3) a especificidade da operação e do contexto em que o crédito é oferecido, (4) o tratamento assimétrico que seria conferido aos acionistas elegíveis em caso de imposição dessa vedação aos fundos, que compõem parte relevante da base acionária das companhias envolvidas. Além disso, destacam que a operação não será de tamanha relevância para os fundos envolvidos dados os tetos previstos de participação dos acionistas, o que limitaria bastante a capacidade dos fundos de se alavancar com tais créditos.

D) MANIFESTAÇÃO DA ÁREA TÉCNICA

20. Preliminarmente, convém destacar nossa concordância com alguns dos argumentos expostos tanto na Consulta 1 quanto na Consulta 2. Esse é o caso, por exemplo, do flagrante benefício que se espera aos Fundos quando da adesão a

uma modalidade de crédito com taxa bastante subsidiada (afinal, se a taxa livre de riscos no país gira em torno de 13,25% ao ano, é possível afirmar que o crédito é de fato de natureza subsidiada). Parece relevante destacar essa questão particular, pois a natureza subsidiada do Financiamento corrobora a alegação trazida pelos consultantes de que a operação se insere no contexto da incorporação de ações relatada de forma indissociável dela, compondo a própria operação como parte indissociável dela, dado que, em condições normais de mercado e em condições equitativas entre partes independentes, seria incogitável que os Fundos conseguissem obter capital nessas condições.

21. Também é verdade que a imposição da vedação acabaria por impor à base de acionistas elegíveis uma situação de assimetria indesejável e atípica que, a princípio, merece ser evitada.

22. Também não se pode cogitar que os gestores envolvidos tenham dado causa ou provocado, ainda que indiretamente, tamanha situação, como o objetivo - no limite - de dela se beneficiar. Como se vê, a operação envolve um negócio conduzido no âmbito de duas companhias abertas do segmento de locação de veículos sem ter envolvido, até onde se pode enxergar, qualquer participação ativa ou mais direta dessas gestoras.

23. Quanto à natureza da vedação do artigo 89, II, é verdade que a contratação de empréstimos vedada pelo dispositivo tem objetivos mais estruturais de controlar o nível de exposição dos fundos a riscos e o nível de alavancagem que podem alcançar. Mas nem tanto - pelo menos com a redação atual da norma - com o objetivo de limitar o nível dessa alavancagem, pois é possível que essa alavancagem seja alcançada de outras formas (e, notadamente, por meio de operações com derivativos) e sem limite, mas sim e com mais ênfase, com o propósito de limitar a natureza da alavancagem que poderia ser obtida com tais empréstimos.

24. Explica-se: a alavancagem chamada de financeira (ou seja, obtida por empréstimos) envolve não apenas a possibilidade direta de ampliação do nível de exposição a riscos dos fundos mediante o uso de uma nova fonte de recursos, mas também e indiretamente, a assunção de novos tipos de riscos por parte desses fundos que trazem desafios ao entendimento dos investidores, à supervisão da indústria e à própria estabilidade financeira do sistema financeiro em geral. Como, aliás, tem sido amplamente discutido em âmbito internacional por meio de diferentes fóruns, em particular pelo Financial Stability Board ("FSB") no contexto dos estudos denominados como *Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities* e naqueles associados à caracterização e monitoramento do que se convencionou denominar de *Shadow Banking*.

25. Na vertente de prestador de recursos, por exemplo, o fundo passaria a estar sujeito a riscos de crédito associados aos terceiros a quem emprestasse tais recursos. Já na perspectiva de tomador de empréstimos (que se assemelha mais à situação concreta), além da possibilidade já aventada de superexposição a riscos e alavancagem, o fundo também passaria potencialmente a oferecer potenciais riscos de crédito às contrapartes (hoje, inclusive, sob o contexto legal de uma limitação da responsabilidade dos cotistas). Assim, sem prejuízo de concordar com o exposto na Consulta 1 de que tal vedação também parte da premissa de que a estrutura e funcionamento do fundo presume que suas fontes de recursos resultem dos cotistas via distribuição de suas cotas, é importante dizer que o tema de empréstimos de ou para fundos envolve uma complexidade e diversas outras nuances que não poderiam ser esgotadas aqui.

26. De toda forma, não nos parece ser necessário que se adentre em tamanhas

questões. Como defendido na consulta, e com isso também se concorda, (1) o montante limite envolvido acaba por ser bastante baixo, por representar no máximo 20% das posições que os fundos detenham nas ações objeto, (2) a aprovação se daria no contexto de uma operação específica e determinada, de forma que não teria potencial de abrir indiscriminadamente uma nova modalidade de operação aos fundos, de indesejável caráter genérico ou amplo, e que pudesse oferecer riscos de supervisão ou prudenciais à indústria, e (3) os fundos, como destacado na consulta, obviamente estão limitados a utilizar os recursos nos estritos limites já existentes na regulamentação e nos regulamentos envolvidos, circunscrevendo a utilização desse capital.

27. Como o argumento do tratamento assimétrico entre acionistas elegíveis é um ponto que sensibiliza esta área técnica em direção à defesa do pleito, entendemos que essa autorização não deva ser limitada aos gestores consulentes, mas a todos os gestores de fundos que detenham posições nas ações objeto da operação de incorporação e pretendam participar da operação até a data imite (a saber, 6/7/2022).

29. Entretanto, esse contexto da necessidade de se prever um tratamento equitativo a todos os fundos envolvidos traz um outro desafio, que está relacionado ao impacto que a extensão da possibilidade desse Financiamento aos fundos pode trazer para a operação como um todo.

30. Com o objetivo de melhor compreender a dinâmica da operação, foi realizada reunião em 29/6/2022 com a diretoria jurídica da Localiza (Sra. Suzana), por meio da qual foram prestadas informações adicionais sobre o racional do dito Financiamento e o que o justificava neste caso concreto.

31. Segundo relatado pela companhia, na verdade todo o *funding* da operação de Financiamento seria provido pela própria companhia, e o objetivo da oferta desse benefício foi o de viabilizar que os acionistas envolvidos, quando da incorporação, tivessem recursos próprios e dedicados para o pagamento do imposto de renda sobre o ganho de capital decorrente da operação. Daí, inclusive, vem a limitação do montante do Financiamento a 20% do valor das ações objeto de incorporação, pois tal valor corresponde, grosso modo, ao montante médio de impostos devidos por essa base de acionistas ao se sujeitar a essa incorporação. Dessa forma, segundo alegado, o objetivo seria amenizar os efeitos fiscais, a esses acionistas, que seriam impostos pela operação de incorporação de ações.

32. Assim, segundo também descrito na reunião, desde a concepção do Financiamento já se teria em mente a vedação contida no artigo 89, II, da Instrução CVM nº 555 para os fundos como circunstância que os excluiria da operação, e que isso seria algo desejável à estrutura pretendida, uma vez que, de toda forma, os fundos de investimento estariam a princípio isentos do pagamento desse imposto e, por essa mesma razão, não fariam jus, à luz desse racional, de tais recursos subsidiados.

33. Explicaram, ainda, que na operação divulgada o Banco XP surge como o financiador uma vez que os estruturadores se valeram do uso de uma operação ativa vinculada, conforme regulada pela Resolução CMN nº 2.921, para leva-la a efeito. Como sabido, nesse tipo de operação, apesar da instituição financeira envolvida surgir como credora do Financiamento, as CCBs originadas a partir desse Financiamento a cada um dos acionistas é revertida como um lastro de um CDB, esse emitido pelo Banco XP para aquisição pela Localiza, que dessa forma oferece na prática o *funding* da operação ao financiar esses acionistas, ainda que por meio dessa instituição financeira.

34. A companhia explicou na reunião também que o uso dessa estrutura se mostrou imperativo porque a companhia não teria capilaridade, estrutura, sistemas ou expertise para lidar com uma base tão pulverizada de devedores como a que se pretende obter com a dita incorporação de ações.

35. Ademais, informaram também que, segundo suas estimativas, a participação que agora se cogita de fundos de investimento elevaria os custos dessa parte específica da operação de R\$ 1 bilhão para cerca de R\$ 2 bilhões, o que poderia, no limite, levar à necessidade de rediscussão de toda a viabilidade financeira da operação projetada inicialmente.

36. Assim, diante de tudo o que a companhia expôs nessa reunião, apesar de entender e concordar com os pontos trazidos na consulta quanto à nítida vantagem dos fundos na participação de operação; na interpretação do Financiamento como parte indissociável da operação; na baixa relevância do valor obtido com o Financiamento no contexto dos fundos envolvidos; e na descaracterização, para o caso concreto específico, de riscos à normalidade de funcionamento do mercado de fundos com a participação pretendida na operação, aqui se pondera também os riscos mais particulares que essa participação pode oferecer à própria viabilidade da operação e, também, o quanto se poderia considerar devido que efetivamente os fundos de investimento dela participem, considerando o racional que justificou sua estruturação na origem.

37. Assim, diante desse particular aspecto, entende esta área técnica que tal permissão não deve ser concedida, por representar certa surpresa à legítima expectativa da companhia em relação aos efeitos dessa vedação sobre as condições da operação de incorporação. Ademais, também quer nos parecer que, diferente do que foi colocado pelos gestores, não se está diante no caso de um tratamento assimétrico em desfavor dos fundos caso sustentada a vedação, considerando que, como já aqui ponderado, os fundos de investimento gozam de tratamento tributário mais favorável no âmbito da operação e, por isso, sua estruturação em condições que excluem os fundos apenas busca conferir um tratamento aos acionistas consistente com as diferenças tributárias impostas a cada deles e a própria razão de existir do Financiamento.

38. Diante do exposto, submetemos as consultas formuladas pelos gestores à superior apreciação do Colegiado da CVM, com proposta de negativa aos pedidos de dispensa formulados e de relatoria do caso por esta SIN.

Atenciosamente,



Documento assinado eletronicamente por **Daniel Walter Maeda Bernardo, Superintendente**, em 29/06/2022, às 19:33, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **1541744** e o código CRC **46F573D6**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **1541744** and the "Código CRC" **46F573D6**.*