



## 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](http://www.cvm.gov.br)

### PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM Nº 19957.007345/2022-37

Reg. Col. Nº 2645/22

**Interessados:** **Helius Capital Gestão de Recursos S.A. e Localiza S.A.**  
**Assunto:** Pedido de Dispensa de Requisito Normativo para contratação de empréstimos por fundos de investimento  
**Relatoria:** Superintendência de Supervisão de Investidores Institucionais (SIN)

#### Manifestação de Voto

1. Apresento esta breve manifestação de voto para adicionar apenas alguns pontos às bem lançadas razões apresentadas pela SIN para indeferimento do pedido de dispensa de requisitos.
2. Da fundamentação apresentada pelos integrantes do colegiado para divergirem da recomendação da área técnica, atendo-me a dois aspectos de destaque: (i) de que não haveria risco para os fundos de investimento de tomar o empréstimo e (ii) de que se trataria de dispensar tratamento equitativo a investidores da mesma classe de ações.
3. ***Sobre a alegada inexistência de risco.*** O argumento, em suma, é o de que, como a taxa do financiamento é substancialmente abaixo da de mercado, isto permite uma simples arbitragem de juros entre a taxa subvencionada e uma aplicação qualquer em renda fixa a preços de mercado. Isto, porque os fundos não terão que usar o dinheiro para pagar o imposto de renda por ganho de capital e terão os recursos livres para utilizar em outras finalidades.
4. É preocupante que esta CVM entre no mérito da operação concretamente avaliada para averiguar se os agentes econômicos podem ou não realizar determinada operação. Nem no auge do intervencionismo estatal em que nasceu, como parte do New Deal, o modelo americano de regulação dos mercados, em que o nosso sistema ainda se baseia (para o bem e para o mal), se fez a opção pela análise do mérito. E agora a análise do mérito aparece aqui, de uma maneira até um pouco sutil, mas aparece – “não quero a proibição pois a operação não tem risco”. Ora, se não tem risco, é bom basear-se numa análise concreta das características do que se quer fazer, e isso é análise de mérito pelo regulador, que é a parte menos indicada para empreendê-la.



## 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](http://www.cvm.gov.br)

5. Ademais, o argumento não se sustenta ainda que se abstraia a questão mesma de se dever fazer análise de mérito: em nenhum momento da decisão que aqui se toma ou dos requerimentos feitos, se condicionou a utilização do financiamento para aplicação em renda fixa para arbitragem de juros – esta até é uma provável utilização dos recursos, mas nada impede que os recursos sejam aplicados em outros ativos (por sinal, os fundos certamente não estão todos aplicados em renda fixa e, havendo ativos cuja avaliação interna seja de um retorno superior à renda fixa, seria até mesmo obrigação resultante de seus deveres fiduciários a aplicação dos recursos do financiamento nesses ativos mais rentáveis).

6. Por isso, faço este registro de que é um grave precedente esta Autarquia adentrar o mérito da operação para fim de concessão de uma dispensa de requisito casuística. Se fosse para eliminar a proibição *tout court*, tudo bem – mas não apenas neste caso concreto. Especialmente pelas razões a seguir.

7. **Tratamento equitativo.** A previsibilidade do comportamento dos agentes envolvidos nas transações de natureza patrimonial é essencial para a atividade econômica. Não há como se ter previsibilidade das transações que *podem vir* a ser feitas – estas são o que constituem o objeto central da arte do empreendedorismo, tentar antever o sucesso das relações comerciais que compõem a atividade empresarial, para que dali resulte o lucro. Especialmente com os consumidores, donde vêm as receitas, mas também com todos os fornecedores, seja de matéria-prima, mão-de-obra ou capital. Não há como se prever sem risco as transações que não ainda existem. Mas é fundamental que as estabelecidas sejam cumpridas; a ação humana se dá com base na maior ou menor previsibilidade do comportamento dos elementos envolvidos. Assim como atos do dia-a-dia contam com as leis da física para prever o comportamento dos corpos, jogadas esportivas se baseiam nas leis do esporte em questão, experimentos químicos baseiam-se nas da química e daí por diante, as interações humanas, especialmente as de natureza patrimonial, baseiam-se nas “leis”, em sentido amplo, do direito – desde os acordos de vontade específicos, regidos e complementados por aquelas regras previstas de maneira subsidiária ou obrigatória, na lei e em sua eventual regulamentação, que compõem o direito como um todo.

8. O Estado serve melhor a suas funções ligadas à atividade econômica se assegurar, ao máximo possível, essa previsibilidade. A CVM especificamente tem essa obrigação implícita na sua missão institucional, prevista na Lei nº 6.385/76, ao dever exercer suas atribuições legais para



## 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](http://www.cvm.gov.br)

promover “o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações” (art. 4º, II). Pouco se discute o malefício à atividade econômica que formas de ativismo judiciário causam ao País ao reformar cláusulas contratuais. A natureza desse malefício é a incerteza que traz às transações econômicas. Os agentes perdem a capacidade de prever o resultado das transações que foram estabelecidas e ao invés dos ganhos recíprocos dos contratos, chega-se ao ganho unilateral que *se dá em detrimento* da contraparte. O resultado é que ao invés de uma transação em que todos os participantes ganham, ou ao menos alguns ganham sem que alguém perca, tem-se uma perda para particulares *causada em última análise pelo Estado*. O problema não é que alguém perca, pois se *ex ante* as transações trazem ganhos para todos os envolvidos, *ex post* isso não necessariamente é verdade, mas que perca *por imposição estatal*. Sob um aspecto, isso é deletério ao desenvolvimento da economia, pois os agentes prejudicados deixam de realizar aquele tipo de transação (por receio de que ela lhe trará novamente perdas), e a sociedade é privada dos resultados positivos recíprocos que adviriam dessas transações. Sob outro aspecto, isto também representa uma escolha pelo Estado de quem vai favorecer, escolha obviamente contrária à isonomia que lhe deveria pautar a atuação como pedra fundamental. Além de ineficiente para a economia, acima de tudo é violador de direitos individuais e, portanto, injusto. Por isso que se aceita que a promoção da eficiência econômica na atuação estatal como definidor das regras nos mercados seja sob o conceito de “eficiência de Pareto” – quando no mínimo uma parte tem ganhos sem que outras tenham perdas. Ou seja: para promover eficiência, é desejável assegurar previsibilidade.

9. A companhia é uma estrutura complexa de obrigações entre seus diversos integrantes. Essas obrigações são estabelecidas em diversos locais: atos constitutivos, disposições gerais e mandatórias da lei, acordos de acionistas, regulamentação infralegal, e também resultam da combinação das obrigações a que os participantes estão sujeitos. A essa “teia” de obrigações se costuma referir como “nexo de contratos”, sob um recorte epistemológico focado na leitura do fenômeno pela perspectiva econômica (não estritamente jurídica, pois nem sempre se trata de “contratos” no sentido formal que o termo tem no direito).

10. No caso concreto, a macroestrutura jurídico-normativa em que se insere a microestrutura da companhia resultante da incorporação era composta por regras que incluíam, além dos documentos da transação de incorporação, a Instrução CVM nº 555, que obviamente contém – não deveria, mas contém – a vedação a que fundos de investimento contraíam empréstimos. (Chega a



## 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](http://www.cvm.gov.br)

ser risível que gestoras do porte dos que fizeram o pleito tenham sido capazes de manter a seriedade ao dizer que foi apenas na última hora que o administrador lhes informou dessa surpreendente novidade, desde a edição da Instrução CVM nº 555 em 2014, de que fundos não podem contrair empréstimo).

11. Julgo importante deixar claro aqui que a vedação a endividamento para fundos de investimento é uma regra absolutamente indesejável. Ou melhor: é indesejável que ela seja uma vedação regulamentar. Se este ou aquele fundo quiserem adotar voluntariamente essa política, por trazer a seus investidores uma estrutura de riscos mais adequada a suas preferências, ótimo. O que é lamentável é que essa decisão não seja tomada de maneira descentralizada, pela preferência dos investidores *quando for o mais adequado*, mas por temor do regulador de que estes não saberão gerir seus próprios patrimônios, nem escolher os regimes em que terceiros farão a gestão para eles. Isso gera apenas custos de transação adicionais e custos de oportunidade da riqueza que deixa de ser criada com as operações de empréstimo hoje vedadas.

12. Porém, fato é que a regra existe e é conhecida por todos (e se realmente houve alguma gestora que teve que ser informada dela pela administradora, deveria conhecer), e essa regra *compunha a teia obrigacional em que se apoiava toda a operação de incorporação*. Isso inclui, portanto, as obrigações relativas à concessão do financiamento. A existência de limitações individuais que poderiam impedir o empréstimo, como bem notado pela Localiza em suas manifestações, foi inclusive expressamente prevista no Acordo de Incorporação de Ações, conforme transcrição nos autos (cláusula 2.1.4). Note-se que a concessão do financiamento apenas a *parte* do quadro acionário, especialmente considerando a finalidade específica de facilitação de pagamento do imposto de ganho de capital, é Pareto-eficiente no que tange aos acionistas da companhia resultante da incorporação: alguns têm a vantagem *sem que outros incorram em perdas*. Então, ela não viola em meu entender a obrigação de tratamento *equitativo* (que não é *tratamento idêntico*). Violaria a equidade, sim, qualquer transação que implicasse em última análise *transferência* de riqueza de uns acionistas para outros, sem contrapartida, que é o que o direito busca evitar.

13. Então, diante da existência da regra, entendo que retirar sua eficácia no meio de uma estrutura obrigacional complexa e já estabelecida é equivalente a uma intervenção num contrato, removendo uma cláusula em favor de uma parte *e em detrimento da outra*, como as intervenções



## 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](http://www.cvm.gov.br)

judiciais nos contratos tão gravemente assolam a economia nacional. É que a discussão não trata aqui apenas da impropriedade da vedação a empréstimos *em abstrato*, pelas características da operação destacadas pelos requerentes; se o resultado da decisão da CVM fosse algo que permitisse ganhos aos requerentes, sem perdas diretas a outras partes ligadas à estrutura obrigacional da operação, sem dúvida que meu entendimento seria pela dispensa do requisito – até mesmo porque, como já afirmei acima, essa vedação nem mesmo deveria compor o regramento dos fundos, e sim ser estabelecida voluntariamente nos regulamentos em que ela for vantajosa. Mas não: não se trata de uma decisão que promove eficiência no sentido de Pareto, pois impõe perdas a participantes da operação que poderiam contar com a expectativa de que a regra seria mantida (no caso, os acionistas da Localiza).

14. Vale destacar que a opção por uma interpretação que priorize o respeito aos contratos não é uma faculdade, e sim a observância do comando legal de que a interpretação das normas de ordenação pública sobre atividades econômicas deve ser “*em favor da liberdade econômica, da boa-fé e do respeito aos contratos, aos investimentos e à propriedade*” – Lei da Liberdade Econômica, art. 1º, §2º.

15. Por fim, um argumento legítimo a favor da concessão do requerimento é que as regras de dispensa de requisito também compõem o ordenamento jurídico e, portanto, deveriam ter sido levadas em conta pela companhia. Nessa linha, considerando que haveria baixo ou nenhum risco de perdas para os fundos, a companhia deveria ter a justa expectativa de que a CVM concederia a dispensa de requisito. Entendo, porém, que isto não prevalece, por algumas razões. A principal é que o sistema brasileiro de regulação do mercado de capitais fez a opção por rejeitar a análise de mérito dos negócios em concreto, tutelando, ao invés (ao menos em tese), a ampla informação para que o mérito seja analisado apenas por quem é capaz de fazê-lo com interesses alinhados e utilização da maior quantidade de dados relevantes para tomar a decisão, isto é, os participantes do mercado envolvidos. Assim, não se deveria levar em conta o mérito de como o financiamento poderia ser aproveitado sem risco para os fundos. Ademais, tampouco há registro de precedentes da dispensa desse normativo em casos semelhantes, o que enfraquece ainda mais o argumento de que a companhia deveria esperar que o requisito fosse afastado.

16. Por essas razões e pelas demais apontadas pela SIN, entendo que a maior previsibilidade e a preservação do teor dos contratos são os vetores que prevalecem para dar cumprimento ao



**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](http://www.cvm.gov.br)

mandato legal da CVM de zelar pelo funcionamento eficiente dos mercados, pelo que acompanho a recomendação da SIN pelo indeferimento.

Rio de Janeiro, 5 de julho de 2022.

**João Accioly**

Diretor