



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 37/2019-CVM/SIN

Rio de Janeiro, 14 de novembro de 2019.

De: SIN

Para: SGE

Assunto: Pedido de dispensa de cumprimento ao disposto nos artigos 27 (e 37, III), 102 e 103 da Instrução CVM 555 - Journey Capital Frontier RDVT FI RF LP

Senhor Superintendente Geral

1. Trata-se de pedido de dispensa do cumprimento dos arts. 27 (e 37, III), 102 e 103 da Instrução CVM 555, por parte da Journey Capital Administração de Recursos (“Gestora”) para viabilizar a estruturação e a constituição de fundo de investimento com propósito específico (o Journey Capital Frontier RDVT FI IE RF LP – “Fundo”, nos termos descritos abaixo.

2. Antes, porém, destacamos os dispositivos da Instrução CVM 555 objeto do pleito/consulta em tela:

"Art. 27. A integralização do valor das cotas do fundo deve ser realizada em moeda corrente nacional, ressalvada a hipótese do art. 125, inciso I e art. 129.

Parágrafo único. O investimento em fundos fechados destinados exclusivamente a investidores qualificados pode ser efetivado por meio de compromisso, mediante o qual o investidor fique obrigado a integralizar o valor do capital comprometido à medida que o administrador do fundo fizer chamadas, de acordo com prazos, processos decisórios e demais procedimentos estabelecidos no respectivo compromisso de investimento."

"Art. 37. O resgate de cotas de fundo obedece às seguintes regras:

(...)

III – o pagamento do resgate deve ser efetuado em cheque, crédito em conta corrente ou ordem de pagamento, no prazo estabelecido no regulamento, que não pode ser superior a 5 (cinco) dias úteis, contado da data da conversão de cotas, ressalvadas as hipóteses do inciso IV do art. 125 e art. 129;"

"Art. 102. O fundo observará os seguintes limites de concentração por emissor, sem prejuízo das normas aplicáveis à sua classe (art. 108):

I – até 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido do fundo quando o emissor for instituição financeira autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil;

II – até 10% (dez por cento) do patrimônio líquido do fundo quando o emissor for companhia aberta;

III – até 10% (dez por cento) do patrimônio líquido do fundo quando o emissor for fundo de investimento;

IV – até 5% (cinco por cento) do patrimônio líquido do fundo quando o emissor for pessoa natural ou pessoa jurídica de direito privado que não seja companhia aberta ou instituição financeira autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil; e

V – não haverá limites quando o emissor for a União Federal."; e

"Art. 103. Cumulativamente aos limites por emissor, o fundo deve observar os seguintes limites de concentração por modalidades de ativo financeiro, sem prejuízo das normas aplicáveis à sua classe (art. 108).

(...)

I – até 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido do fundo, para o conjunto dos seguintes ativos:

j) outros ativos financeiros não previstos nos incisos II e III deste artigo." (onde se incluem as debêntures).

A) O PEDIDO

3. Em seu pleito, a Gestora (Doc. 871.029) informa inicialmente que "a Concessionária Rodovias do Tietê S/A, emissora das debêntures com código de negociação RDVT11 vem passando por dificuldades operacionais", como a frustração do crescimento do tráfego devido "à crise brasileira" e do não cumprimento certas de obrigações perante o Poder Concedente, e financeiras, como a quebra de *covenants* e aumentos de custos de obras. Segundo alega, tais problemas se iniciaram em dezembro de 2015 e "vêm se arrastando, sem solução, desde então".

4. Ainda de acordo com o pedido, a principal dificuldade encontrada pelos debenturistas e emissor para chegarem a um acordo quanto à reestruturação dessa dívida seria a característica do endividamento, já que as debêntures são a única dívida financeira da empresa, e dentre suas características está o quórum previsto de 100% dos presentes em Assembleia Geral de Debenturistas para se alterar certas características da emissão, o que dificultaria a renegociação de seus termos. Somado a isso, a dispersão da base de credores e a dificuldade na coordenação de interesses distintos completa o quadro que impõe um processo de negociação pouco efetivo na prática.

5. A Gestora, então, defende que o prolongamento dessa situação pode levar a uma perda de valor substancial para os debenturistas, no limite até da totalidade do crédito, caso não se alcance uma solução nesse cenário, e acabe por ser "decretada a caducidade da concessão".

6. Nesse contexto, alega ainda a Gestora que situações de *default* no Brasil sempre contaram com a liderança de bancos e outras instituições financeiras que, "geralmente em número limitado e com grande capacidade de organização, formavam comitês de credores para a condução das negociações", circunstância que não estaria presente no caso das debêntures RDVT11, inclusive em função do "sucesso desta emissão no mercado de capitais brasileiro", que foi distribuída a investidores não institucionais e, principalmente, a pessoas físicas.

7. A Gestora acrescenta também que esse ativo chegou a ser "um dos papéis mais negociados no mercado secundário brasileiro nos anos de 2013, 2014 e 2015", e que hoje constam mais de 14.000 debenturistas detentores do ativo, e que, ademais, não haveria concentração entre os debenturistas institucionais e tampouco uma liderança no processo na perspectiva dos credores.

8. Em específico sobre a atuação do agente fiduciário da emissão, a Gestora argumenta que, apesar da "existência de um Agente Fiduciário, no caso a Pentágono DTVM S.A., esse também tem limitações práticas para qualquer tomada de decisão", dado que ele se vê dependente de instruções a receber dos

debenturistas para as tomadas de ações, o que não ocorre neste caso diante do cenário já relatado de ausência de uma liderança no processo. Com isso, o agente fiduciário se limitaria a uma atuação mais passiva, circunscrita às previsões da Escritura das debêntures, remetendo qualquer assunto que implique tomadas de decisões à Assembleia Geral de Debenturistas cujas deliberações, como também já explorado, necessitaria da unanimidade dos presentes.

9. É nesse contexto de impasse que a Gestora vem propor a constituição de um "veículo único, onde os atuais debenturistas possam aportar suas debêntures e que represente um número relevante de cotistas para emular situação análoga à verificada nos casos de *defaults* onde os credores são bancos ou instituições assemelhadas", na expectativa de que, diante de uma relevante adesão à estrutura, a Gestora possa exercer essa liderança e ampliar "as chances de uma rápida resolução da questão e maior a probabilidade de preservação de valor aos debenturistas".

10. A Gestora pondera também que a adesão parcial dos debenturistas existentes não invalidaria a estrutura, visto que existiria a possibilidade de composição com outros debenturistas com posições relevantes, como os fundos de pensão Ceres e Serpro, "ambos detentores de quantidades relevantes das debêntures".

11. O veículo proposto seria um fundo de renda fixa, aberto e com prazo determinado de duração (18 meses), regulado pela Instrução CVM 555 e cuja minuta do Regulamento seguiu anexa à consulta (Doc. 871.026). O Fundo seria destinado apenas aos atuais debenturistas de RDVT11 e investidores profissionais. A previsão para outros investidores profissionais reside na expectativa da Gestora de eventuais aportes de investidores especializados em mercados de ativos *distressed*, como visto aqui, que possam vir a oferecer liquidez a investidores que pretendam sair do Fundo ou para arcar com as despesas previstas no âmbito do Fundo. Nesse sentido, a própria Gestora poderia vir a ser investidora, com base na qualificação a ela atribuída como investidora profissional conferida pela Instrução CVM 539.

12. Associada a esse prazo de duração, haveria a previsão de condições de resgates com prazo de carência inicial de 180 dias, somada à possibilidade de resgates, após isso: (a) com cotização em 360 dias após a data da solicitação do regate; ou (b) com cotização em 60 dias após a data da solicitação do regate, nesse caso sujeita a uma taxa de saída de 10% sobre o valor resgatado, a ser revertida ao Fundo. O pagamento desse regate, segundo previsto no Regulamento, poderia ser efetuado em moeda corrente nacional ou em ativos (no caso, claro, as próprias debêntures RDVT11), o que veda o art. 37, III, da Instrução CVM 555.

13. Entende a Gestora que, como muitos debenturistas são investidores em geral, seria importante para a viabilização do produto que o investimento no Fundo pudesse ser feito diretamente por meio da "troca de debêntures por cotas do fundo", ou seja, a integralização de cotas com ativos financeiros, o que a princípio seria vedado a fundos destinados a investidores em geral, segundo disposto no art. 27 da Instrução CVM 555. Em função dessa particular circunstância do Fundo, a Gestora também informa que a precificação das debêntures seguirá os preços de referência da ANBIMA, tanto para a determinação do valor de cota calculado quando da aplicação, quanto também para a marcação periódica dos ativos na carteira do Fundo.

14. Como racional para defender a concessão da dispensa, a Gestora ainda alega que a operação pretendida "não traz riscos adicionais ao debenturista além daqueles em que esse já está incorrendo como investidor de um ativo em situação de *default técnico*".

15. A distribuição das cotas do Fundo seria feita por meio das próprias instituições que hoje detêm a custódia das debêntures em nome das pessoas físicas (corretoras, distribuidoras e bancos ou plataformas de investimento) e, para o caso de investidores profissionais, pela própria Gestora, segundo a previsão nesse sentido estabelecida pelo art. 30 da Instrução CVM 558. A Gestora ainda adianta que, mais especificamente em relação à estrutura de remuneração na distribuição das cotas do Fundo, que eventuais rebates pagos a agentes autônomos de investimento serão efetuados apenas com base na taxa de performance efetivamente recebida, e apenas quando da dissolução do Fundo.

16. Assim, a expectativa da consulente é a de que, com um volume expressivo das debêntures detidas pelo Fundo, ela possa assumir a interlocução da negociação para reestruturação das debêntures

diretamente, incluindo nessa estratégia a composição com outros credores.

17. Defende a Gestora que a operação proposta se alinha aos interesses dos debenturistas e sem custos adicionais relevantes (ressalvados aqueles associados à remuneração do administrador fiduciário e demais despesas relacionadas ao Fundo). Nesse sentido, inclusive, informou que prevê remuneração exclusivamente baseada no sucesso da reestruturação (taxa de performance), ou seja, desde que "com geração efetiva de valor para o debenturista", ou seja, também em alinhamento aos interesses dos debenturistas. Segundo o Regulamento proposto, a remuneração seria de 20% dos ganhos que excederem a variação do CDI no período de duração do Fundo.

18. Além da dispensa de cumprimento aos artigos 27 e 37, III, da Instrução CVM 555, a Gestora ressalta a necessidade de dispensa das regras constantes dos art. 102 e 103 da Instrução CVM 555, que tratam dos limites por emissor e por modalidade de ativo financeiro impostos aos fundos em geral, dado o fato de que o Fundo, por seu particular propósito, deterá basicamente um único ativo, as debêntures RDVT11.

19. Ainda visando o sucesso de seu pleito, a Gestora alega que o Fundo é destinado precipuamente a investidores que já detêm as referidas debêntures, de forma que o investimento nesse único ativo não representaria "nenhum risco adicional a esses debenturistas". Assim, a preocupação regulatória direcionada por aquele dispositivo, que seria "a proteção da concentração do risco em um único ativo", neste particular caso não incidiria uma vez que o investidor já conta com essa exposição. De outro lado, em relação aos investidores profissionais previstos como potenciais ingressantes no fundo, o disposto nos artigos 102 e 103 da Instrução CVM 555 já estaria afastado por dispensas previstas na própria norma para os fundos dedicados a esse público.

20. Conclui a Gestora com a consideração de que "a estrutura proposta pode em muito contribuir para a resolução do problema das debêntures RDVT11, um problema decorrente do próprio sucesso, desenvolvimento e democratização do Mercado de Capitais brasileiro", e a presença, decorrente desse sucesso, de mais pessoas físicas e pequenos investidores. E ainda que, "se bem sucedida, a operação e a reestruturação das debentures podem representar uma alternativa eficaz para a organização de credores em casos futuros de forma rápida, transparente e objetiva".

B) MANIFESTAÇÃO DA ÁREA TÉCNICA

21. De início, cumpre observar que, diante de certos esclarecimentos entendidos como necessários por esta área técnica, alguns ajustes foram solicitados para o teor da minuta do Regulamento do Fundo apresentada, e que consistiram na: (1) exclusão da previsão de cotização da aplicação na razão de 1 cota por 1 debênture, já que ela seria viável apenas na colocação inicial, mas não nas subsequentes, quando o valor das cotas se descolaria do valor das debêntures; e (2) melhor explicitação do prazo de carência inicial de 180 dias no Regulamento. Além disso, foram solicitados esclarecimentos sobre o papel que seria exercido pelos citados investidores profissionais previstos para o público alvo. Todos os esclarecimentos devidos foram prestados e as solicitações de adequação do regulamento, realizadas.

22. No mérito, a Gestora vem apresentar um fundo de investimento que apresenta propósito bastante específico, qual seja, o de congregar a maior quantidade possível de detentores das debêntures emitidas pela Concessionária Rodovias do Tietê (Código RDVT11) para representá-los, em especial nas assembleias gerais de debenturistas, com o objetivo de buscar consensos e soluções para a situação de *default* técnico pela qual passa o emissor no momento.

23. Cumpre ressaltar, desde a consulta, foi levado a público que, na noite de 11/11/2019, a companhia emissora das debêntures entrou com pedido de recuperação judicial perante a Comarca de Salto, em São Paulo. Esse fato novo: (i) de um lado, corrobora a difícil situação financeira da companhia, conforme alegou a Gestora em sua consulta; e (ii) de outro, parece também evidenciar a urgência na estruturação do Fundo, que pode acabar por perder seu objeto, a depender do desenrolar dos fatos associados a esse emissor.

24. Vale destacar também que recente discussão no âmbito normativo da CVM foi efetuada para os fundos de investimento em infraestrutura em geral ("FI-Infra"), o que redundou na edição da Instrução

CVM 606, alteradora da Instrução CVM 555. Dentre as maiores inovações trazidas por essa norma, estão a dispensa de cumprimento aos limites de diversificação por tipo de ativo financeiro previstas no art.103 da Instrução CVM 555 para esse tipo de fundo (o que torna sem objeto o pedido da Gestora nesse particular aspecto, haja vista ser o Fundo pretendido um FI-Infra), e a majoração do limite de concentração por emissor para 20% (aqui sim, um limite que deveria ser dispensado para esse fundo).

25. Na visão da área técnica, faz sentido o pleito da Gestora e, por tal razão, a Superintendência defende a concessão dessa dispensa. De fato, a se apreciar a razão e fundamentos para o estabelecimento dos limites previstos na Instrução CVM 555 para emissores, a preocupação direcionada na regulação é a de um excessivo risco de concentração que, em especial para investidores de varejo, pudessem sujeitá-los a riscos de crédito e de mercado excessivos decorrentes dessa concentração. Aqui, entretanto, pela própria estrutura do fundo e o público alvo previsto, o fato é que nenhum investidor poderá se sujeitar a riscos maiores do que já está exposto na prática. E o fato de que o Fundo preveja a possibilidade de investidores profissionais não desmerece essa conclusão, pois para esses de fato a preocupação da regulação é menor, o que é evidenciado pela própria dispensa regulatória a eles aplicável, conforme leitura do artigo 129, V, da Instrução CVM 555, como segue:

Art. 129. O fundo destinado exclusivamente a investidores profissionais pode, desde que previsto em seu regulamento, utilizar-se das faculdades descritas nos incisos do art. 125 e, ainda, das seguintes:

...

V – no caso dos FI-Infra da Seção IV do Capítulo X desta Instrução, não observância do limite de concentração por emissor do art. 131-B.

26. Em relação à dispensa pretendida para a vedação, nos artigos 27 e 37, III, da Instrução CVM 555, de aplicações e resgates em ativos financeiros, entende a área técnica que as circunstâncias de atuação e propósito de investimento muito específicas do Fundo justificam a concessão dessa dispensa também.

27. Nesse aspecto, é forçoso reconhecer que, em função da própria situação de dificuldades por que passa o emissor, a liquidez do ativo de Código RDVT11 tem sido gradativamente comprometida, com redução na quantidade e volume de negócios ao longo dos últimos anos. Assim, impor a liquidação da posição por um investidor (ainda mais de varejo) para, com os recursos obtidos, realizar uma aplicação no Fundo (para então e após isso, o fundo adquirir novamente essas debêntures) importaria custos de transação sucessivos e desnecessários que, de certo, inviabilizariam a própria colocação do produto a mercado, além fugir do objetivo pretendido com o pleito em tela.

28. Nesse ponto específico a preocupação regulatória é a de evitar o acesso por investidores de varejo a um mecanismo, se visto sob uma perspectiva ampla, que não deixa de ser complexo de entender, difícil de operacionalizar na prática e que sujeita os investidores do fundo a riscos mais sofisticados, como o de transferência de riqueza entre eles associado a uma precificação inadequada desses ativos, sem especial no processo de aplicação dos recursos com ativos. Assim, sem dúvida a regra tem razão de ser.

29. Entretanto, na particular situação do Fundo proposto, parece haver espaço para a concessão de dispensa do cumprimento às regras dos artigos 27 e 37, III, da Instrução CVM 555, como a área técnica passará a defender adiante.

30. Em relação à complexidade no entendimento da operação e na sua operacionalização, entendemos que a questão pode ser devidamente administrada por uma informação adequada no Regulamento que detalhe amiúde como essa operação se realizaria, o que pode ser viabilizado neste caso, uma vez que a operação de integralização ou resgate do Fundo seria realizada com apenas um ativo, de características já conhecidas. Ademais, as características do ativo (depositado na B3, nos termos da Instrução CVM 541) também agregam a participação de um intermediário/custodiante, que chega inclusive a ser citado pela Gestora, e que estará habilitado e apto a apoiar esse processo com esclarecimentos adicionais - inclusive de natureza operacional - porventura necessários a esses investidores aderentes.

31. Já no que se refere à possível transferência de riqueza, o uso de uma fonte terceira, pública e independente (no caso, a ANBIMA) como referência de preço parece também mitigar discussões nesse sentido. Em tese um investidor, antes mesmo da aquisição ou resgate de cotas por ele detidas, sempre

poderá verificar mediante comparação com aquela referência pública se sua operação está sendo marcada a preços adequados e que lhe interessem. Ademais, garante uma isonomia de tratamento necessária para as aplicações e resgates.

32. Além do exposto, a estruturação do fundo como aberto (ainda que, de fato, sujeito a uma carência inicial de 180 dias) parece oferecer uma alternativa de saída e liquidez para o investidor que ele dificilmente encontraria em mercado atualmente. Até mesmo a taxa de saída prevista de 10% (dado que se reverte ao Fundo) parece interessante nesse aspecto: poderá um investidor, mediante o pagamento de um prêmio de liquidez pré-definido e conhecido, desfazer-se de sua posição a qualquer tempo, com a reversão desse prêmio aos demais investidores remanescentes e que optam por insistir na reestruturação da dívida. Assim, a leitura da área técnica é a de que o Fundo tem o potencial de oferecer mais liquidez aos investidores que hoje detém esse ativo, o que é positivo para esse mercado e para os próprios investidores.

33. Antes de concluirmos, cabe destacar apenas que o pedido original não conta com a dispensa art. 37, III, da Instrução CVM 555, necessário para o pagamento do resgate em ativos, conforme o pleito se apresenta. No entanto, por termos verificado tal característica (possibilidade de pagamento de pedidos de resgate em ativos) na estrutura pretendida para o Fundo, acrescentamos o referido tema neste Memorando, manifestando-nos favoráveis à sua dispensa, com vistas a viabilizar a operação pretendida, conforme descrevemos acima.

34. Por fim, mas não menos válido, é importante destacar que a concessão das dispensas solicitadas, longe de desprestigiar as exigências normativas em que se baseiam, vem na opinião da área técnica se apresentar num contexto de excepcionalidade e atipicidade que demonstraram inexistir, nas particulares circunstâncias do caso concreto, as legítimas preocupações que as normas dispensadas procuram direcionar para os fundos de investimento em geral.

C) CONCLUSÃO

35. Diante de todo o exposto, propomos o encaminhamento do presente pleito/consulta da Journey Capital Administração de Recursos para apreciação do Colegiado da CVM, manifestando-nos, desde já, favoráveis à estruturação e ao funcionamento do Journey Capital Frontier RDVT FI IE RF LP, conforme descritos neste Memorando, com a consequente dispensa de cumprimento dos artigos 27, 37, inciso III, 102 e 103 da Instrução CVM 555 para esse caso específico, haja vista suas particularidades. Propomos, ainda, que a relatoria do caso seja feita por esta SIN/GIFI.

Atenciosamente,

DANIEL WALTER MAEDA BERNARDO



Documento assinado eletronicamente por **Daniel Walter Maeda Bernardo, Superintendente**, em 14/11/2019, às 13:10, com fundamento no art. 6º, § 1º, 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 **0881075** e o código CRC **DFE01E57**.
This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" 0881075 and the "Código CRC" DFE01E57.

Referência: Processo nº 19957.010097/2019-14

Documento SEI nº 0881075