

**Interessado:** Companhia Paulista de Força e Luz e outros

**Assunto:** Agente fiduciário. Pedido de dispensa de requisito da Instrução CVM nº 28/83.

**Diretor:** Eli Loria

### DECLARAÇÃO DE VOTO

Na reunião de Colegiado realizada em 14/07/09 solicitei vista do presente processo apresentado pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (SRE) por meio do MEMO/CVM/SRE/Nº 132/2009, de 06/07/09, de lavra do Gerente de Registros-2 (fls.34/38).

Trata-se de pedido de dispensa de requisito estabelecido na alínea "a", 2ª parte, do inciso I do art. 10 (1) da Instrução CVM nº 28, de 23/11/83, protocolado em 17/06/09, por Companhia Paulista de Força e Luz, Rio Grande Energia S.A., Companhia Piratininga de Força e Luz, Companhia Jaguarí de Energia, Companhia Sul Paulista de Energia, Companhia Leste Paulista de Energia e CPFL Comercialização Brasil S.A. (Peticionários ou Companhias).

Em 21/07/09 os Peticionários prestaram esclarecimentos adicionais informando que após "um profundo processo de negociação com agentes fiduciários cadastrados na CVM" obtiveram sucesso na contratação de agentes fiduciários para a 1ª emissão de debêntures da CPFL Jaguarí, 1ª emissão da CPFL Sul Paulista e para a 1ª emissão de debêntures da CPFL Leste Paulista e, nesses termos, "o número de Ofertas Restritas para as quais há carência de agentes fiduciários foi reduzida de 6 (seis) para 3 (três).", apresentando "tabela atualizada com a relação de agentes fiduciários cadastrados na CVM".

O dispositivo da vetusta Instrução CVM nº 28/83 ora sob ataque, envolvendo o pedido de dispensa de requisito, determina que não possa ser agente fiduciário a pessoa natural ou instituição financeira que já exerça a função em sociedade coligada, controlada, controladora da emissora ou integrante do mesmo grupo.

O peticionário alega de início que "o número de agentes fiduciários credenciados pela CVM é reduzido (o cadastro da CVM indica a existência de 18 agentes fiduciários)", "que muitas instituições financeiras credenciadas não mais prestam serviço de agente fiduciário", e, ainda, "que as Companhias Emissoras, bem como outras companhias controladas direta ou indiretamente pela CPFL Energia, realizaram emissões de debêntures em anos recentes, e, as Companhias Emissoras estão impossibilitadas de dar cumprimento integral ao disposto na alínea "a", inciso I do Artigo 10 da Instrução CVM 28".

Ademais, que "as Companhias Emissoras são concessionárias de serviço público (exceto pela CPFL Brasil) e estão sujeitas a uma série de restrições que visam à proteção e preservação do patrimônio público", "que são supervisionadas pela Agência Nacional de Energia Elétrica ('ANEEL') e que as ofertas serão realizadas no âmbito da Instrução CVM nº 476, de 16/01/09.

Por fim, alegam que "a vedação em discussão não está entre as vedações estabelecidas no Parágrafo 3º, do Artigo 66, da Lei n.º 6.404/76, que, em sua alínea 'a', restringe-se a vedar a contratação de agente fiduciário que já exerça a função em outra emissão da mesma companhia".

A SRE anota, com propriedade, que a relação de agentes fiduciários existente não decorre de qualquer necessidade de credenciamento posta pela CVM e, quanto às instituições financeiras, que a Circular nº 1832/90 do Banco Central do Brasil as dispensa de credenciamento prévio para o exercício da função, exigindo, apenas, que contemplem a administração ou a custódia de bens de terceiros no objeto social e que atendam às demais condições fixadas pela CVM.

Acrescenta a SRE que uma possibilidade para o pouco interesse dos agentes do mercado em exercerem a função pode ser a remuneração não proporcional à responsabilidade assumida, no teor do art. 68, § 4º(2), da Lei nº 6.404/76.

No aspecto regulamentar propriamente dito, a SRE levanta a hipótese desta Autarquia, ao editar a Instrução CVM nº 28/83, ter ido além dos limites impostos pela norma contida na Lei nº 6.404/76. Curioso é levantar-se tal aspecto quase 26 anos após a edição da norma e de sua Nota Explicativa. Não obstante, tecerei alguns comentários sobre a matéria.

Assim, antes de adentrar à análise do pleito formulado e considerando a manifestação da SRE, abordarei aqui o fundamento legal da citada Instrução e trechos da Nota Explicativa nº 27/83(3) que acredito possam elucidar a discussão a respeito da pretensa ilegalidade.

Lembro, de passagem, que a figura do "agente fiduciário" foi introduzida em nosso ordenamento legal pela Lei nº 6.404/76 (4), que reformulou totalmente o instituto da debênture, até então regulado pelo Decreto nº 177-A, de 15/09/1893, e modificações posteriores, e, dada a sua importância, a Mensagem nº 204 do Ministério da Fazenda de 1976 contendo a Exposição de Motivos ao então projeto de lei apresenta o seguinte trecho:

"Para maior proteção dos investidores do mercado, o Projeto prevê e regula a função do agente fiduciário dos debenturistas tomando por modelo o "trustee" de direito anglo-saxão, e adaptando-o à nossa técnica jurídica.

A experiência dos países que, na tradição de direito continental europeu desconhecem essa função, revela a inadequação da solução adotada pelo nosso Decreto-lei nº 781, de 12-10-1938, da reunião eventual de assembleia de debenturistas, o que em geral somente ocorre quando a companhia emissora tem interesse em modificar as condições das debêntures em circulação ou já se ache inadimplente. A proteção eficiente dos direitos e interesses dos debenturistas requer fiscalização permanente e atenta por pessoa habilitada, com as responsabilidades de administrador de bens de terceiro, independente da companhia devedora e dos demais interessados na distribuição das debêntures, e que não tenha interesses conflitantes com os dos debenturistas, cujos direitos e interesses deve proteger.

Os arts. 66 a 70 regulam minuciosamente, com normas que são auto-explicativas, os requisitos e incompatibilidades para o exercício da função, a substituição e remuneração do agente fiduciário, sua fiscalização pela Comissão de Valores Mobiliários, e seus deveres e atribuições." (grifei)

Assim, a então Gerência de Registros (GER) da Superintendência de Relações com Empresas (SEP), atual SRE, submeteu a primeira minuta da Instrução que regularia a atividade do agente fiduciário dos debenturistas a pessoas interessadas.

Os comentários e sugestões recebidos foram analisados pela Gerência de Legislação e Pesquisa da Superintendência Jurídica, atual Procuradoria Federal Especializada (PFE), que elaborou extenso memorando (MEMO/GJL/Nº 84/82, de 31/08/82, em anexo) contendo uma segunda minuta que já trazia em seu art. 5º, "e", item 1, redação similar à ora questionada.

O Colegiado desta CVM, em reunião realizada em 30/03/83, resolveu colocar em audiência pública uma sétima versão da minuta, bem como exposição justificativa, objeto do MEMO/GJL/Nº 29/83, de 07/04/83, em anexo, mantendo a redação da segunda minuta conforme abaixo:

"Art. 5º - Não pode ser agente fiduciário:

...

e) pessoa que, de qualquer outro modo, se coloque em situação de conflito de interesses pelo exercício da função, assim se presumindo ocorrer quando:

1 – exerça a função em outra emissão de debêntures em sociedade coligada, controlada, controladora, da companhia emissora ou que integre o mesmo grupo;

..."

Após os debates que se seguiram, o Colegiado desta CVM editou a Instrução CVM nº 28/83, publicada no Diário Oficial da União de 29/11/83, apresentando como fundamento legal os arts. 4º(5) e 8º(6) da Lei nº 6.385/76 e o disposto no Capítulo V da Lei nº 6.404/76.

No dizer de sua Nota Explicativa, curiosamente de número 27 (7) e não 28, de 23/11/83, os citados artigos da Lei nº 6.385/76 tratam da competência genérica atribuída à CVM para regular o mercado de valores mobiliários, com vistas à promoção do seu desenvolvimento e funcionamento eficiente e regular, enquanto o Capítulo V da lei societária traz a competência específica da CVM para fiscalizar o exercício da função de agente fiduciário, sempre objetivando assegurar efetiva proteção aos investidores.

Acrescenta a Nota Explicativa que o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários depende da confiança que nele depositam os investidores e que os comandos dados na Instrução são instrumentos aptos a gerar, resguardar e incrementar a confiabilidade desses investidores no mercado.

No aspecto específico do art. 66 da LSA, arguido pelo peticionário com respaldo da SRE, lembro que, além dos poderes genéricos que a Lei nº 6.385/76 confere à CVM, a Lei nº 6.404/76 atribuiu amplos poderes à CVM no que se refere à emissão e distribuição de debêntures.

Lembro que para emissões de debêntures negociadas em bolsa ou no balcão a CVM poderá fixar outros limites que não o capital social da companhia (art. 60, § 3º); poderá fixar cláusulas e condições que devam ser adotados nas escrituras de emissão de debêntures e recusar a admissão ao mercado da emissão que não satisfaça a esses padrões (art.61, § 3º); e mais, a CVM possui o poder/dever de fiscalizar o exercício da função de agente fiduciário (art.67, parágrafo único).

De posse das atribuições legais, gerais e específicas, acima elencadas, a CVM houve por bem estabelecer requisitos para o exercício da função de agente fiduciário dos debenturistas, com regras extraídas da experiência, tanto brasileira quanto estrangeira, no trato da problemática das debêntures, ainda no dizer da Nota Explicativa.

Assim, a Instrução CVM nº 28/83, em linha com a minuta submetida à audiência pública, estabelece, em seu art. 7º, requisitos próprios para que pessoas naturais e instituições financeiras possam ser consideradas habilitadas para o exercício das funções de agente fiduciário e, no art. 8º, estabelece os parâmetros em que o agente fiduciário obrigatoriamente será uma instituição financeira, o que conceitualmente dá aos debenturistas uma proteção mais efetiva.

Em seu art. 10, a Instrução, seguindo a diretriz conferida pela LSA em seu art. 66, §§ 3º e 4º, elenca, exemplificativamente, "hipóteses que se podem conter no amplo espectro da categoria de interesses conflitantes" objetivando manter a independência do agente fiduciário em relação à companhia emissora.

Neste rol, é incluída nessa vedação a pessoa que já exerça a função em outra emissão da mesma companhia ou em sociedade coligada, controlada, controladora da emissora ou integrante do mesmo grupo societário.

Segue a Nota Explicativa observando que "a determinação do que sejam interesses conflitantes não se esgota no âmbito do rol apresentado no art. 10, mas dependerá da análise da possibilidade de ocorrência de circunstância em que interesses próprios do agente fiduciário - pessoa natural ou instituição financeira - possam opor-se aos interesses dos debenturistas.", lembrando que ao agente fiduciário cabe defender e proteger os interesses dos debenturistas, representando-os (art.68, *caput*) e empregando no exercício da função o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios bens (art. 68, § 1º, "a").

Do acima exposto, creio ter restado clara a competência genérica e específica da CVM para regular a matéria, bem como a importância que a lei societária confere ao agente fiduciário e a sua independência frente à companhia emissora, lembrando, mais uma vez, que o agente fiduciário responde perante os debenturistas pelos prejuízos que lhes causar por culpa ou dolo no exercício das suas funções (art. 68, § 4º).

Comentarei, as demais alegações das Companhias, ainda que não abordadas pela SRE. De pronto entendo que a supervisão da ANEEL não afasta a competência da CVM para regular e fiscalizar a matéria. Quanto ao fato de que as ofertas serão realizadas no âmbito da Instrução CVM nº 476/09, lembro que o escopo desse normativo é a oferta pública de alguns valores mobiliários, dentre os quais debêntures não-conversíveis ou não-permutáveis por ações, distribuídas com esforços restritos, bem como a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados, não fazendo qualquer distinção quanto à obrigação legal da presença de agente fiduciário, prevista no art. 61, § 1º(8), da Lei nº 6.404/76.

Concluindo, Voto pelo indeferimento do pleito por entender que a própria lei societária ao confrontar os interesses da companhia e os interesses dos debenturistas colocou estes últimos em um patamar mais elevado, não cabendo afastar os ditames da Instrução CVM nº 28/83 por razões de menor ordem que podem ser solucionadas por mecanismos de mercado.

Rio de Janeiro, 28 de julho de 2009.

Eli Loria

Diretor

(1) Art. 10. Não pode ser agente fiduciário:

I - pessoa natural ou instituição financeira:

- a. que já exerça a função em outra emissão da mesma companhia ou em sociedade coligada, controlada, controladora da emissora ou integrante do mesmo grupo; (grifei).

**(2)** Art. 68. O agente fiduciário representa, nos termos desta Lei e da escritura de emissão, a comunhão dos debenturistas perante a companhia emissora. § 4º O agente fiduciário responde perante os debenturistas pelos prejuízos que lhes causar por culpa ou dolo no exercício das suas funções.

**(3)** A numeração não corresponde ao número do normativo e a partir de 1984 as Notas Explicativas deixaram de ter numeração e passaram somente a se reportar aos documentos a que se referem.

**(4)** Ver importantes textos tratando da evolução histórica da função do representante dos debenturistas no Brasil e no direito comparado in Martins, Fran. *Comentários à lei das sociedades anônimas (Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976)* . vol. 1: artigos 1º a 105. 3ª ed., rev. e aument. Rio de Janeiro: Forense, 1989, pp.405/471 e in TEIXEIRA, Egberto Lacerda e TAVARES GUERREIRO, José Alexandre. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro* . São Paulo: Bushatsky, 1979, pp.366/375.

**(5)** Art. 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de:

I - estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários;

II - promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais;

III - assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão;

IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra: a) emissões irregulares de valores mobiliários; b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários; c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários; (alínea incluída pela Lei nº 10.303/01)

V - evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado;

VI - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;

VII - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários;

VIII - assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional.

**(6)** Art. 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários:

I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações;

II - administrar os registros instituídos por esta Lei;

III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados;

IV - propor ao Conselho Monetário Nacional a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado;

V - fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório.

~~§ 1º O disposto neste artigo não exclui a competência das bolsas de valores com relação aos seus membros e aos valores mobiliários nelas negociados.~~

~~§ 2º Ressalvado o disposto no Art. 28 a Comissão de Valores Mobiliários guardará sigilo das informações que obtiver, no exercício de seus poderes de fiscalização.~~

§ 1º O disposto neste artigo não exclui a competência das Bolsas de Valores, das Bolsas de Mercadorias e Futuros, e das entidades de compensação e liquidação com relação aos seus membros e aos valores mobiliários nelas negociados. (redação dada pelo Decreto nº 3.995/01)

§ 2º Serão de acesso público todos os documentos e autos de processos administrativos, ressalvados aqueles cujo sigilo seja imprescindível para a defesa da intimidade ou do interesse social, ou cujo sigilo esteja assegurado por expressa disposição legal. (redação dada pelo Decreto nº 3.995/01)

§ 3º Em conformidade com o que dispuser seu regimento, a Comissão de Valores Mobiliários poderá:

I - publicar projeto de ato normativo para receber sugestões de interessados;

II - convocar, a seu juízo, qualquer pessoa que possa contribuir com informações ou opiniões para o aperfeiçoamento das normas a serem promulgadas.

**(7)** A partir da Nota Explicativa nº 29/84, as Notas Explicativas deixaram de ter numeração e passaram somente a se reportar aos documentos que explicitam.

**(8)** Art. 61. A companhia fará constar da escritura de emissão os direitos conferidos pelas debêntures, suas garantias e demais cláusulas ou condições.

§ 1º A escritura de emissão, por instrumento público ou particular, de debêntures distribuídas ou admitidas à negociação no mercado, terá obrigatoriamente a intervenção de agente fiduciário dos debenturistas (artigos 66 a 70).