

SESSÃO DE JULGAMENTO
DO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR

CVM Nº RJ2003/5137

Acusados: César Reinaldo Leal Pinto
Mauro Sergio de Oliveira
Oliveira Trust DTVM Ltda.

Ementa: **Suposta violação, por parte de agente fiduciário, do disposto nos arts. 68, § 3º, a, da Lei nº 6.404/76 e 13 da Instrução CVM nº 28/83, que lhe impõem o dever de atuar na proteção dos interesses dos debenturistas e, desse modo, lhe facultam declarar vencidas antecipadamente as debêntures. O não exercício da faculdade de declaração de vencimento antecipado de debêntures somente pode motivar acusação pela CVM quando se constatar que tal omissão se fez contra o interesse da comunhão dos debenturistas, em prejuízo ou com desprezo de tal interesse. Absoluções.**

Decisão: Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, com base na prova dos autos e com fundamento no artigo 11, inciso II, da Lei nº 6.385/76, decidiu:

1. **por unanimidade de votos, rejeitar, pelos motivos expostos no voto do Relator, a preliminar** apresentada pelos defendentes de que a acusação seria indevida porque os fatos nela tidos por irregulares não teriam sido objeto de denúncia por parte do Cibrius – Instituto Conab de Seguridade Social, tendo a CVM imotivadamente ampliado o escopo da denúncia para incluir condutas praticadas pelo agente fiduciário. Para a rejeição, o Relator levou em consideração o fato de que (i) os documentos extraídos para compor os presentes autos não permitiram a indicação segura de quais teriam sido as suspeitas do Cibrius; e (ii) não haver qualquer vinculação ou correlação necessária entre as suspeitas do Cibrius e a acusação da CVM, que, no exercício de suas funções, pode e deve agir contra quaisquer atos que entenda ilegais; e
2. **por maioria de votos, absolver** os acusados Cesar Reinaldo Leal Pinto, Mauro Sergio de Oliveira e Oliveira Trust DTVM Ltda. da imputação de infração ao artigo 68, § 3º, a, da Lei nº 6.404/76 e ao artigo 13, item I, da Instrução CVM nº 28/83, vencido o diretor relator Sergio Weguelin que propôs a aplicação da pena de multa pecuniária individual nos valores de R\$ 5.000,00 (cinco mil reais) para as pessoas físicas e de R\$ 20.000,00 (vinte mil reais) para a pessoa jurídica.

A CVM interporá recurso de ofício ao Conselho de Recursos de do Sistema Financeiro Nacional no tocante às absolvições proferidas.

Presente à sessão de julgamento o procurador-federal José Roberto Pinguêlo Leite, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Participaram do julgamento os diretores Sergio Weguelin, relator, Pedro Oliva Marcilio de Sousa, Wladimir Castelo Branco Castro, e o presidente da CVM, Marcelo Fernandez Trindade, que presidiu a sessão.

Rio de Janeiro, 29 de março de 2006.

Sergio Weguelin

Diretor Relator

Marcelo Fernandez Trindade

Presidente da Sessão de Julgamento

RELATÓRIO

1. Em junho de 2000, a diretoria do Cibrius – Instituto Conab de Seguridade Social (Cibrius) encaminhou à CVM documentos relativos a operações realizadas pela entidade que, segundo seus administradores, poderiam suscitar alguma investigação no âmbito desta autarquia (fl. 01). Dentre tais operações, encontrava-se a aquisição de 38 debêntures conversíveis emitidas por Buettner S.A. Indústria e Comércio (Buettner).

I – Características e Histórico das Debêntures

2. As referidas debêntures faziam parte da emissão de 900 debêntures efetuada em dezembro de 1994, com vencimento em 5 anos, cada uma possuindo valor nominal de R\$10.000,00 e perfazendo, portanto, o total de R\$9.000.000,00. Para a função de agente fiduciário, foi nomeada a Oliveira Trust DTVM Ltda. (Oliveira Trust).
3. O valor nominal seria atualizado pelo IPC-r (logo substituído pelo IGP-M), e sobre este valor incidiriam juros remuneratórios de 18% ao ano, pagos semestralmente, nos meses de maio e novembro de cada ano.
4. No entanto, desde a data do vencimento da primeira parcela dos juros, a Buettner, alegando não poder honrar as condições da escritura, propôs várias medidas de renegociação da dívida, medidas estas que sempre foram aprovadas pela maioria dos debenturistas reunidos em Assembléia Geral de Debenturistas (AGD).
5. A última destas propostas foi apresentada na 7ª AGD, iniciada em 24/06/99 e concluída em 16/09/99 (fls. 111/116). Esta assembléia foi convocada poucos dias antes que o agente fiduciário pudesse declarar antecipadamente vencida a dívida por conta da inadimplência da emissora quanto a pagamentos prometidos anteriormente.
6. Naquela oportunidade, foi deliberada a renegociação total da dívida, que agora, após a aplicação de um deságio, seria quitada, (a) parte através de pagamento à vista, (b) parte em parcelas anuais e (c) o remanescente através da conversão em ações.
7. Esta solução foi aprovada por debenturistas titulares de 84,56% da totalidade da emissão. Todavia, debenturistas titulares de 13,22% da dívida (dentre os quais se inclui o Cibrius) não concordaram com a proposta e, tendo restado vencidos, exigiram que a companhia resgatasse seus títulos, conforme prevê a escritura de emissão.

- Item III – 6 da escritura:

A EMISSORA compromete-se a adquirir, pelo valor nominal, acrescido de juros remuneratórios e prêmio, se houver, nas datas de repactuação, a totalidade das debêntures em circulação relativas à presente emissão, à opção dos debenturistas que não aceitarem as condições das repactuações deliberadas pelo Conselho de Administração da EMISSORA. (...).

1. Como os dissidentes não foram atendidos quanto ao pedido de resgate, requereram então ao agente fiduciário que declarasse o vencimento antecipado parcial de suas debêntures, pois as condições da escritura estavam sendo descumpridas.

- Item IV – 19 da escritura:

O AGENTE FIDUCIÁRIO poderá declarar antecipadamente vencidas todas as obrigações constantes desta Escritura e exigir o imediato pagamento pela EMISSORA do valor total atualizado das debêntures em circulação, acrescido de juros e prêmio, se houver, por dias decorridos, independentemente de aviso, interpelação ou notificação judicial ou extrajudicial, na ocorrência das seguintes hipóteses:

d) falta de cumprimento pela EMISSORA de qualquer obrigação relevante prevista nesta Escritura, não sanada em 30 (trinta) dias, contados de aviso escrito que lhe for enviado pelo AGENTE FIDUCIÁRIO.

- Item VI – 5:

O AGENTE FIDUCIÁRIO usará de quaisquer procedimentos judiciais ou extrajudiciais contra a EMISSORA ou terceiros coobrigados, para a proteção e defesa dos interesses da comunhão dos debenturistas e da realização de seus créditos, devendo em caso de inadimplemento da EMISSORA:

a) Declarar, observadas as condições da presente escritura, antecipadamente vencidas as

debêntures e cobrar seu principal e acessórios;

(...)

Parágrafo Primeiro – O AGENTE FIDUCIÁRIO poderá exercer a atribuição prevista na letra ‘a’ acima, na ocorrência do inadimplemento de qualquer obrigação proveniente da presente Escritura.

Parágrafo Segundo – O AGENTE FIDUCIÁRIO somente se eximirá da responsabilidade pela não adoção das medidas contempladas nas alíneas ‘a’ e ‘c’ do Caput deste item se, convocada a Assembléia dos Debenturistas, esta assim o autorizar por deliberação da unanimidade das debêntures em circulação (...)

1. Com isso, surgiu a dúvida que é, afinal, a questão central discutida neste processo: saber se o agente fiduciário deveria ou não declarar o vencimento antecipado das debêntures e, em caso afirmativo, se seriam declaradas vencidas todas as debêntures ou apenas as dos debenturistas dissidentes.
2. O agente fiduciário negou o pedido dos dissidentes sob o argumento de que, se declarasse vencidas as debêntures, estaria indo contra a deliberação tomada pela maioria e, conseqüentemente, faltando com seus deveres com relação à comunhão de debenturistas. No entanto, entendia que a companhia emissora descumprira a obrigação de recompra e que os dissidentes poderiam tomar as medidas necessárias para realizar seus créditos (fl. 117).
3. Instada pelo Cibrius para que promovesse a recompra das debêntures, a Buettner considerou-se desobrigada e até mesmo impedida de fazê-lo (fls. 118/120). A companhia alegou que o débito decorrente das debêntures deve ser tratado de forma unitária, razão pela qual a deliberação tomada pela maioria vincularia os dissidentes. E mais do que isso: qualquer pagamento diferenciado representaria um favorecimento indevido ao debenturista, uma violação a este mesmo princípio da unicidade da dívida.
4. Paralelamente, o agente fiduciário consultou a CVM sobre a forma como deveria proceder com relação ao pleito dos debenturistas dissidentes. Em resposta, a Superintendência de Registros (SRE) esclareceu que a cláusula de vencimento antecipado não fora afastada com relação aos dissidentes. Por conseqüência, o agente fiduciário deveria tomar as medidas previstas pela escritura para as hipóteses de inadimplemento da emissora (fl. 121).
5. Ainda naquela mesma oportunidade, a SRE fez menção à Deliberação CVM nº 120/91, que teria se originado a partir de um caso análogo e na qual se teria consolidado o entendimento de que "as relações jurídicas contratuais entre os debenturistas e a companhia emissora, previstas na escritura, constituem ato jurídico perfeito".

II – Da Inspeção

6. Aparentemente, as suspeitas da CVM não recaíam apenas sobre a atuação do agente fiduciário. Também havia a possibilidade de que a própria aquisição das debêntures por parte do Cibrius tivesse sido montada de forma a beneficiar terceiros, o que violaria a Instrução CVM nº 08/79.
7. Por essa razão, foi determinada a realização de inspeção tanto no agente fiduciário como na Compacta CCTVM Ltda. (Compacta), instituição que intermediou a compra das debêntures por parte do Cibrius. O resultado das inspeções encontra-se resumido no Relatório de Inspeção CVM/SFI/GFE-2 Nº 019/2001 (fls. 123/157).
8. Quanto à suspeita relativa à Instrução CVM nº 08/79, a inspeção conseguiu confirmá-la. As debêntures foram vendidas ao Cibrius, após sucessivas operações de compra e venda realizadas no mesmo dia, pelo preço de cerca de 33% maior ao praticado no primeiro negócio, tendo como principal beneficiária direta a JHL DTVM. Foi verificado, ainda, que a Compacta provavelmente agiu em conluio, pois alguns meses antes, já havia se beneficiado diretamente ao realizar operações deste mesmo ativo e com estas mesmas características, nas quais a contraparte também era uma entidade de previdência fechada.
9. Além disto, a ficha cadastral do Cibrius datava de 1998, sugerindo que, quando ocorreu a aquisição das debêntures, a Compacta nem mesmo havia cadastrado seu cliente.
10. No entanto, estas irregularidades haviam ocorrido 5 anos e 9 meses antes da inspeção, já estando, portanto, prescritas àquela época. Desta forma, nenhuma acusação foi formulada com base nestes fatos.

11. Quanto à atuação do agente fiduciário, a inspeção basicamente comprovou e relatou os mesmos fatos já acima comentados. A Oliveira Trust reiterou seu entendimento de que não poderia declarar vencidas as debêntures, mas que os debenturistas dissidentes tinham o direito de buscar a satisfação dos créditos por seus próprios meios, o que, aliás, já estava sendo feito através do ajuizamento de uma ação de execução de quantia certa em face da Buettner.
12. O agente fiduciário esclareceu, ainda, que se reuniu com os dissidentes para definir a estratégia que melhor atendesse os direitos dos mesmos e que, exatamente para facilitar a satisfação do crédito dos dissidentes, deixou de celebrar o aditamento à escritura de emissão das debêntures.
13. O Relatório de Inspeção termina por concluir que a Oliveira Trust cumpriu plenamente suas obrigações como agente fiduciário da comunhão dos debenturistas.
14. Esta, porém, não foi a conclusão nem da PJU, atual PFE, nem da SRE.

III – Da Manifestação da Procuradoria Jurídica

15. No entender da Procuradoria Jurídica (fls. 163/170), a Lei 6.404/76, ao tornar obrigatória a comunhão de interesses entre os debenturistas, pretendeu facilitar as negociações entre sociedades devedoras e os credores, vinculando estes últimos entre si para poupar a companhia de ter de tratar individualmente com cada um deles.
16. A própria figura do agente fiduciário corroboraria esta intenção do legislador. Afinal, se a natureza do débito ficasse restrita à individualidade, cada um poderia defender seus próprios créditos e interesses. Se assim fosse, não faria sentido a lei prever uma assembléia, cujas decisões são baseadas no princípio majoritário, e tampouco a existência de um representante dos interesses dos debenturistas.
17. Assim, ainda de acordo com as observações da PJU, o débito da companhia é único e, se modificado por decisão da AGD, vincula todos os debenturistas. Ressalvadas as hipóteses extremas, em que o mérito da deliberação pode reclamar alguma correção à luz do princípio da proporcionalidade, a lei não assegura aos debenturistas descontentes nenhum direito em particular.
18. Contudo, por exigência do próprio mercado, as escrituras têm incluído cláusulas de recompra/aquisição obrigatória para os dissidentes das constantes repactuações. É o que ocorre no presente caso, conforme item III.6 da escritura de emissão.
19. Portanto, conclui a PJU que deste dispositivo decorreria o direito dos dissidentes à aquisição obrigatória de seus títulos, e do descumprimento deste direito decorreria a obrigação do agente fiduciário em declarar o vencimento antecipado das debêntures.

IV – Do Termo de Acusação

20. Aderindo às razões expostas pela PJU, a SRE também considerou que o agente fiduciário deveria ter declarado o vencimento das debêntures e, ao não fazê-lo, teria violado os seguintes dispositivos:
 - art. 68, § 3º, alínea a, da Lei 6.404/76 e
 - art. 13 da Instrução CVM nº 28/83.
1. Foram responsabilizados por infração a estes dispositivos, além da própria Oliveira Trust DTVM Ltda., seus sócios-diretores Mauro Sergio de Oliveira e Cesar Reinaldo Leal Pinto (fls. 172/180).
2. Devidamente intimados (fls. 183/188), os acusados apresentaram defesa tempestivamente (fls. 191/205).

V – Da Defesa

3. Os indiciados iniciam sua defesa ressaltando, como preliminar, que não houve qualquer reclamação dos debenturistas – nem mesmo do Cibrius – contra a atuação do agente fiduciário. O processo teria sido instaurado para apurar irregularidades praticadas pelos intermediários da operação de compra das debêntures, o que nada tem a ver com a conduta da Oliveira Trust enquanto agente fiduciário.
4. Esta ausência de reclamações quanto aos defendentes, por si só, já seria suficiente para convencer essa autarquia a não lhes impor qualquer penalidade.

5. Quanto ao mérito dos procedimentos adotados, os acusados afirmam que consideraram três possibilidades para solucionar a questão apresentada pelos debenturistas:
 - a. O vencimento antecipado parcial, como sugerido pela CVM, quando da consulta feita a essa autarquia;
 - b. O vencimento antecipado total; e
 - c. A execução pelos dissidentes da obrigação de recompra das debêntures, conforme cláusula da escritura que havia sido descumprida pela companhia emissora.
1. A primeira opção (vencimento antecipado parcial), a despeito de ter sido aconselhada pela CVM, foi descartada porque seria de um ineditismo que talvez comprometesse sua sustentação em juízo.
2. Além disto, a alteração dos direitos entre debêntures da mesma série poderia ser atacada pela Buettner sob o argumento de desrespeito ao art. 53, parágrafo único, da Lei 6.404/76.
3. E, por fim, a Deliberação CVM nº 120/91, referida na recomendação feita à Oliveira Trust, havia se originado em caso semelhante e para o qual a CVM reconheceu aos debenturistas o direito de executar judicialmente a cláusula de recompra descumprida.
4. Por essas razões, o vencimento antecipado parcial não seria a melhor solução.
5. Declarar vencidas todas as debêntures tampouco teria parecido possível à época. Afinal, havia ocorrido a renegociação das debêntures, aprovada em AGD pela maioria dos debenturistas. Se ignorasse isso, o agente fiduciário estaria abusando de seus direitos de representação.
6. Restava, portanto, a terceira opção – a execução, movida pelos dissidentes, da obrigação de recompra obrigatória descumprida pela Buettner. Após se reunirem e consultarem escritórios de advocacia, tanto os defendentes como os debenturistas dissidentes teriam concordado que esta seria a melhor opção para a satisfação dos créditos.
7. Em primeiro lugar, esta foi a solução adotada no caso que deu origem à Deliberação CVM nº 120/91. Esta Deliberação, aliás, seria um dos fundamentos da ação de execução.
8. A execução decorreria diretamente de previsão da escritura, preservaria a deliberação tomada pela AGD e não estaria criando divisões entre os direitos dos debenturistas, razões pelas quais seria de difícil contestação. Tanto assim que os dissidentes vêm obtendo êxito.
9. Os defendentes afirmam, ainda, que a resposta da CVM à sua consulta falava apenas no vencimento antecipado parcial das debêntures, ao passo que agora a acusação que lhes está sendo feita pressupõe que o agente fiduciário tivesse declarado vencidas todas as debêntures.
10. De toda forma, o ofício referido seria apenas uma recomendação; fosse total ou parcial o vencimento sugerido, os defendentes não estavam obrigados a acatá-lo, como de fato não o acataram. O que não significa que tenham se descuidado dos interesses dos debenturistas.
11. Não seria possível assumir que a defesa dos interesses dos debenturistas passa necessariamente pela declaração de vencimento antecipado. Pelo contrário, o vencimento antecipado compromete o sucesso da demanda dos dissidentes e ainda obsta os pagamentos da dívida repactuada que a companhia vinha fazendo a todos os debenturistas – inclusive aos dissidentes.
12. Tanto não é imprescindível a declaração de vencimento que a Instrução CVM nº 28/83 e a Lei 6.404/76 consideram-na uma faculdade, não uma obrigação, ao contrário, inclusive, do que afirmou a PJU.
13. Em vista destes argumentos, os indiciados postulam a improcedência do Termo de Acusação e, ao final, requerem que a CVM esclareça que a Oliveira Trust não foi objeto de denúncia por envolvimento na negociação dos títulos e que a fiscalização da CVM não encontrou irregularidades na sua atuação como agente fiduciário.

É o Relatório.

VOTO

DA PRELIMINAR

1. Inicialmente, penso que deva ser rejeitada a consideração preliminar lançada pelos defendentes.
2. Os indiciados sugerem que a acusação é indevida porque os fatos nela tidos por irregulares não foram objeto de denúncia por parte do Cibrius. Os ilícitos apontados por esta instituição estariam relacionados apenas à intermediação da compra das debêntures e, no entanto, a CVM teria imotivadamente ampliado o escopo da denúncia para incluir condutas praticadas pelo agente fiduciário.
3. Em primeiro lugar, os documentos extraídos para compor os presentes autos não permitem a indicação segura de quais teriam sido as suspeitas do Cibrius. Em sua única manifestação à CVM, às fls. 01, a companhia fez referência apenas a operações que poderiam suscitar "possíveis apurações/investigações" no âmbito desta autarquia.
4. Em segundo lugar, não há qualquer vinculação ou correlação necessária entre as suspeitas do Cibrius e a acusação. A CVM, no exercício de suas funções, pode – e deve – agir contra quaisquer atos que entenda ilegais. Pode fazê-lo, inclusive, independentemente de denúncias formuladas pelos eventuais prejudicados. Tais denúncias, quando existem, servem apenas para provocar uma atuação desta autarquia que já poderia ter sido tomada de ofício.

DO MÉRITO

5. Quanto ao mérito, a questão é mais complexa e, a meu ver, só pode ser compreendida se analisada sob uma ótica diferente da que prevaleceu neste processo até o momento.
6. Acusa-se o agente fiduciário de não declarar o vencimento antecipado das debêntures quando a companhia emissora deixou de observar alguns direitos de um pequeno grupo de debenturistas. Foram, aliás, alguns destes mesmos debenturistas que procuraram a CVM, dando início a este processo.
7. Por estes motivos, é plenamente compreensível que o processo tenha se desenvolvido sobre uma premissa, ainda que implícita, de que o agente fiduciário teria lesado essa parcela dos debenturistas. O próprio agente fiduciário reforça essa premissa ao concentrar os esforços de sua defesa para demonstrar que fez todo o possível para resguardar as pretensões destes credores.
8. Curiosamente, esse parece ser justamente o problema. A meu sentir, na ânsia de preservar os direitos dos debenturistas dissidentes, os defendentes acabaram se excedendo e prejudicando a maioria dos debenturistas. É o que adiante será demonstrado.

I – Do Desequilíbrio dos Interesses dos Debenturistas

9. Os defendentes pretendem fazer crer que, em razão da dissidência quanto à renegociação da dívida da emissora, a defesa dos interesses dos debenturistas passava por uma dentre as seguintes alternativas:
 - i. declarar o vencimento antecipado total;
 - ii. declarar o vencimento antecipado parcial; e
 - iii. não fazer nada, deixando aos dissidentes promover a execução da cláusula de aquisição obrigatória de suas debêntures;
10. Passo, então, a analisar essas opções.
11. **Vencimento Antecipado Total.** A hipótese de declaração do vencimento antecipado total foi descartada sob o argumento de que o agente fiduciário estaria abusando de seus direitos de representação dos debenturistas ao declarar vencida uma dívida que os próprios debenturistas, em sua maioria, aceitaram renegociar.
12. De fato, os debenturistas que aprovaram a renegociação não queriam o vencimento antecipado da dívida. Se quisessem, não teriam aceitado a expressiva redução de seus créditos proposta pela Buettner.
13. Vale lembrar que esta proposta foi feita na 7ª AGD, realizada quando já estava sendo contado o prazo de 30 dias para que o agente fiduciário pudesse declarar o vencimento antecipado das debêntures por conta de pagamentos inadimplidos pela emissora. Além disso, a assembléia foi concluída em setembro de 1999 e a dívida teria vencimento em dezembro daquele mesmo ano.
14. Portanto, fosse pela ação do agente fiduciário, fosse pelo mero decurso do tempo, o fato é que o vencimento da dívida era iminente. Ainda assim, os debenturistas preferiram renegociar, sujeitando-se a condições menos

favoráveis, provavelmente por reconhecer a impossibilidade de a companhia honrar a dívida nos termos então vigentes.

15. Mas note-se: toda essa renegociação foi condicionada à igualdade entre os debenturistas. Ao aceitar a proposta da Buettner, os credores exigiram, deixando inclusive consignado em ata, que eventuais ofertas dirigidas a quaisquer debenturistas dissidentes deveriam ser estendidas aos que aceitassem a repactuação.
16. Essa igualdade, porém, não era o que pretendiam os dissidentes, que então postularam o vencimento antecipado parcial das debêntures.
17. **Vencimento Antecipado Parcial.** Da ata da 7ª AGD, percebe-se que os debenturistas dissidentes pretendiam o vencimento parcial das debêntures, ou seja, o vencimento apenas das debêntures de que eram titulares.
18. O pedido tinha sua lógica própria: se fosse declarado o vencimento total, os dissidentes iriam acabar se equiparando aos demais credores, cada um concorrendo por uma pequena parte de um débito que, cobrado em sua totalidade, dificilmente o devedor teria como honrar. Isto os dissidentes não queriam; daí por que almejavam o vencimento apenas dos seus créditos.
19. Não há nada de irregular – é bom deixar claro – na pretensão dos debenturistas dissidentes em satisfazer seus créditos antecipada e isoladamente, nas condições vigentes antes da repactuação. Eles efetivamente tinham este direito. Mas era um direito que decorria da obrigação de aquisição compulsória das debêntures pela emissora, conforme previsto na escritura, e não do vencimento das debêntures.
20. O inadimplemento desta obrigação, assim como o inadimplemento de outras condições da escritura, poderia, aí sim, ensejar o vencimento das debêntures. Mas, neste caso, haveria o vencimento total.
21. O vencimento antecipado parcial imaginado pelos dissidentes simplesmente não era uma alternativa possível, pois:
 - i. não havia nada na escritura que pudesse sugerir uma interpretação neste sentido. Pelo contrário, a leitura literal da escritura apontava para a declaração de vencimento antecipado total;
 - ii. como exposto no Parecer da PJU, a dívida representada nas debêntures de uma mesma emissão tem natureza unitária¹, e é impossível que uma mesma dívida seja considerada parte vencida e parte vincenda;
22. Embora esta hipótese, da forma como formulada, fosse juridicamente impossível, os debenturistas dissidentes, com o auxílio do agente fiduciário, insistiram nela, revestindo-a com uma nova roupagem, a da execução específica da obrigação de recompra.
23. **Execução da Obrigação de Recompra.** A última das alternativas – a escolhida pelo agente fiduciário – era não tomar medida alguma, exceto sugerir aos próprios dissidentes que executassem a obrigação de recompra em face da emissora. Alegam os defendentes que esta era a alternativa que melhor atendia aos interesses dos debenturistas dissidentes.
24. Quanto a isto, não há a menor dúvida. Esta execução representava uma alternativa juridicamente viável para atingir os mesmos fins pretendidos pelos dissidentes: a satisfação de seus créditos nas condições originais e sem concurso com os demais credores. Portanto, é bastante crível, realmente, a afirmação de que a decisão por tal execução foi tomada em conjunto pelos dissidentes e pelo agente fiduciário.
25. O que lhes parece ter escapado, todavia, é que isto lançava por terra a igualdade entre os credores. Em última análise, a ação de execução era uma forma muito conveniente de manipulação da inadimplência da companhia, pois permitiria aos dissidentes "correr por fora" na satisfação de seus créditos, preterindo os demais debenturistas. Tudo sem que o agente fiduciário esboçasse qualquer oposição.
26. Muito pelo contrário. O agente fiduciário confessadamente colaborou para essa atitude, inclusive deixando de aditar a escritura de forma a refletir a renegociação das debêntures. Frise-se, aliás, que a atitude de não aditar a escritura, por si só, já é bastante grave. Por força do interesse da comunhão de debenturistas, tantas vezes invocado pelos defendentes, ao agente fiduciário não é permitido abster-se de aditar a escritura de emissão. Tal atitude, absolutamente inconcebível, poderia acarretar graves conseqüências para um eventual adquirente de tais debêntures. A Oliveira Trust, neste caso, foi inegavelmente parcial.

II – Da Conduta Esperada do Agente Fiduciário

27. A escritura deixava muito claro o que deveria ser feito pelo agente fiduciário.
28. Inicialmente, havendo a renegociação da dívida, o agente fiduciário deveria aditar a escritura para refleti-la como, aliás, fez em anos anteriores, após as AGDs de 21/11/97 e de 27/11/98. Em seguida, reconhecendo o direito dos dissidentes de terem seus títulos recomprados pela emissora (item III-6), deveria aguardar que ocorresse esta aquisição.
29. Se a companhia efetivamente se dispusesse a pagar aos dissidentes um valor superior ao acordado na repactuação, as mesmas condições precisariam ser estendidas aos outros debenturistas, uma vez que estes exigiram tratamento isonômico estando esta condição refletida na nova escritura. O não cumprimento da nova condição ensejaria o vencimento antecipado das debêntures.
30. Se, por outro lado, a companhia não recomprasse os títulos dos dissidentes — que foi o que efetivamente ocorreu — e somente após configurada esta situação, os dissidentes poderiam solicitar ao agente fiduciário que declarasse a dívida vencida. Nesta situação, todos os credores estariam juntos, concorrendo em igualdade pelo recebimento de seus títulos.
31. As únicas hipóteses que não ensejariam o vencimento antecipado da dívida eram a deliberação unânime dos debenturistas e a aceitação, pelos dissidentes, de uma saída por valor inferior ao acordado com os repactuantes. Esta saída poderia advir de uma negociação paralela entre a empresa e os dissidentes que resultasse na recompra desagiada dos títulos. Os títulos recomprados a um deságio compatível com as condições estabelecidas na nova escritura poderiam ser novamente colocados no mercado pela empresa se a demanda assim o permitisse.
32. É possível especular também que a empresa poderia se recusar a atender a demanda de recompra sob a alegação que uma maioria teria aceitado as novas condições levando em conta a sobrevivência da empresa e que uma minoria colocava em risco esta possibilidade. De qualquer forma, esta seria uma questão a ser dirimida pela justiça, fora do âmbito de atuação do agente fiduciário.
33. Verificou-se, assim, que, como o agente fiduciário não aditou a escritura e não declarou o vencimento da dívida, abriu-se aos dissidentes a possibilidade de manipular convenientemente a inadimplência da Buettner. Deste modo, a maioria dos credores ficou potencialmente vinculada à dívida renegociada, enquanto os dissidentes, por uma via transversa, executavam seus créditos isoladamente.
34. **Poder-Dever do Agente Fiduciário.** Todos os atos do agente fiduciário devem convergir para um único fim: a proteção dos interesses dos debenturistas. Mais do que um dever legal, esta é a própria razão pela qual existe a figura do agente fiduciário.
35. Assentada esta premissa, dela decorre a conclusão de que qualquer prerrogativa que a lei conceda ao agente fiduciário deve ser exercida sempre em estreito alinhamento com o interesse dos debenturistas. Por isso, como bem exposto no Parecer da PJU, o art. 68, § 3º, *a*², da Lei 6.404/76, a despeito de sua redação literal, deve ser lido como um poder-dever, não como uma mera faculdade do agente fiduciário.
36. Faculdade pressupõe discricionariedade para tomar ou não determinada medida. E não é este o caso do agente fiduciário, que estará obrigado a usar de suas prerrogativas sempre que a defesa dos interesses dos debenturistas assim o exigir.
37. No caso, o aditamento da escritura e a declaração do vencimento da dívida eram as únicas medidas que o agente fiduciário poderia tomar para resguardar os direitos da comunhão de debenturistas. Tratava-se, desta forma, de um dever, afinal descumprido.
38. De toda sorte, no caso concreto, a discussão sobre a obrigatoriedade da declaração de vencimento antecipado perde totalmente sua relevância, pois a escritura é expressa ao dispor que o agente fiduciário somente se eximirá de responsabilidade por não tomar esta medida se estiver autorizado pela unanimidade dos credores, o que não ocorreu.
39. Em suma, o agente fiduciário deveria, de fato, aditar à escritura as novas condições das debêntures e depois, uma vez configurado o inadimplemento da companhia, declarar o vencimento antecipado das debêntures, mas, ao contrário do que se sugeriu ao longo do processo, sua omissão não prejudicou os dissidentes, e sim os que haviam aprovado a renegociação.
40. Entendo por fim que uma parte relevante da omissão do agente fiduciário repousa no não esclarecimento aos

debenturistas participantes da 7.^a AGD de que a decisão tomada levaria inexoravelmente a uma declaração de vencimento antecipado da dívida fosse qual fosse a atitude tomada pela empresa. Ou seja, estava criada uma verdadeira situação de "Catch-22".

Da Conclusão

41. Diante do exposto, com fundamento no artigo 11, inciso II, da Lei 6.385/76, proponho a aplicação da penalidade de multa no valor de R\$ 20.000,00 à Oliveira Trust DTVM Ltda. e de R\$ 5.000,00, para cada um, aos Srs. Cesar Reinaldo Leal Pinto e Mauro Sergio de Oliveira, por infração ao artigo 68, § 3º, a, da Lei 6.404/76 c/c o artigo 13, item I³, da Instrução CVM nº 28/83.

É o meu VOTO.

Rio de Janeiro, 29 de março de 2006.

Sergio Weguelin

Diretor-Relator

1 José Edwaldo Tavares Borba registra que: "O conceito de debênture aponta pois para a constituição de um débito, consubstanciado em um conjunto de títulos autônomos e iguais, emitidos em série, e de forma fracionada, representando, na sua totalidade, **uma unidade jurídica**" (sem grifos no original). ("Das Debêntures", Rio de Janeiro: Renovar, 2005, pág. 13)

Na mesma página, o autor cita o seguinte trecho de Inglez de Souza: "A soma total do empréstimo é, para a sociedade que o lança, **uma só e a mesma dívida** (...)" (sem grifos no original). ("Títulos ao Portador no Direito Brasileiro", Rio de Janeiro, 1898 in op. cit.).

2 "Art. 68 (...)

§ 3º O agente fiduciário pode usar de qualquer ação para proteger direitos ou defender interesses dos debenturistas, sendo-lhe especialmente facultado, no caso de inadimplemento da companhia:

a) declarar, observadas as condições da escritura de emissão, antecipadamente vencidas as debêntures e cobrar o seu principal e acessórios."

3 "Art. 13 No caso de inadimplemento da companhia, o agente fiduciário deverá usar de toda e qualquer ação para proteger direitos ou defender interesses debenturistas, devendo para tanto:

I – declarar, observadas as condições da escritura de emissão, antecipadamente vencidas as debêntures e cobrar seu principal e acessórios;"

Declaração de voto do Presidente Marcelo Fernandez Trindade, na sessão de julgamento de 29 de março de 2006

1. Acompanho o voto do Diretor Relator no tocante às preliminares, mas divirjo quanto ao mérito, isto é, quanto à acusação ao agente fiduciário (e a seus diretores), de violação da norma que lhe faculta declarar vencidas antecipadamente as debêntures, e da regra que lhe impõe atuar na proteção dos interesses dos debenturistas.
2. A escritura de emissão das debêntures estabeleceu *quorum* de maioria simples dos debenturistas (50% + 1) para a alteração "*nas condições das debêntures*" (cf. §7º da cláusula VII, fls. 18). Atendeu, portanto, ao padrão previsto no § 5º do art. 71 da Lei 6.404/76.
3. A ata de assembléia geral de debenturistas (AGD) de 24/06/1999 (fls. 111/115) revela que debenturistas titulares 84,56% das debêntures em circulação aceitaram a proposta de renegociação das condições das debêntures formulada pela emissora, enquanto titulares de 13,22% a recusaram.
4. Antes dessa assembléia, outras ocorreram — como se vê, por exemplo, das atas de fls. 98 e 100 (AGD de 21/11/97) e fls. 106 (AGD de 27/11/98) — em que foram aprovadas alterações das condições das debêntures sem a concordância de 100% dos debenturistas (embora por unanimidade dos presentes àquelas AGDs, que entretanto não eram titulares de 100% das debêntures).
5. O que ocorreu de diferente na AGD de 24/06/99 foi o fato de ter havido, pela primeira vez dissidência, quanto à aceitação de mais uma proposta da emissora de alteração das condições pactuadas. Isto, entretanto, não retira a eficácia da deliberação da maioria, desde que inexistente, como é o caso, *quorum* qualificado ou exigência de unanimidade na escritura de emissão. Tanto isto é verdade, insista-se, que nas AGDs anteriores, mesmo sem a totalidade dos debenturistas estando presentes, aprovaram-se outras alterações.
6. Uma das condições modificadas pela maioria (84,56% do total dos debenturistas) foi a do vencimento das debêntures, que passou para o dia 30 de junho de 2004 (item 7, fls. 113). Apesar disto, os debenturistas dissidentes pretenderam exercer o direito de requerer "*ao agente fiduciário a declaração de vencimento antecipado das obrigações constantes das debêntures de que são titulares*", que supostamente lhes estaria assegurado pela cláusula 19, "d" da escritura de emissão que estabelece que:

"19. Vencimento antecipado. O AGENTE FIDUCIÁRIO, poderá declarar antecipadamente vencidas todas as obrigações constantes desta Escritura e exigir o imediato pagamento pela EMISSORA do valor total atualizado das debêntures em circulação, acrescido de juros e prêmio, se houver, por dias decorridos, independentemente de aviso, interpelação ou notificação judicial ou extrajudicial, na ocorrência das seguintes hipóteses:

(...)

d) falta de cumprimento pela EMISSORA de qualquer obrigação relevante prevista nesta Escritura, não sanada em 30 (trinta) dias, contados de aviso escrito que lhe for enviado pelo AGENTE FIDUCIÁRIO" (fls. 11)

7. Tal pretensão não encontra fundamento contratual ou legal, na medida em que, alteradas as condições das debêntures, o emissor passou a estar (ou continuou) em dia com suas obrigações.
8. Assunto diverso da hipótese de vencimento antecipado — que claramente não se verificou — é o da aquisição obrigatória das debêntures dos acionistas que dissentiram da deliberação de repactuação. Tal cláusula, muito comum nas escrituras de emissão das debêntures da época, dispunha, no caso concreto, da seguinte maneira (conforme a Cláusula 6 da escritura de emissão):

"6. Aquisição obrigatória. a EMISSORA compromete-se a adquirir, pelo valor nominal, acrescido de juros remuneratórios e prêmio, se houver, nas datas de repactuação, a totalidade das debêntures em circulação relativas à presente emissão, à opção dos debenturistas que não aceitarem as condições das repactuações deliberadas pelo Conselho de Administração da EMISSORA. Caso a o debenturista opte pela venda das debêntures à EMISSORA, deverá se habilitar no período compreendido entre o décimo dia e o quinto dia imediatamente anterior ao dia da repactuação, mediante o registro formal protocolado junto à prestadora de serviço de debenturistas ou junto à EMISSORA. As debêntures adquiridas pela EMISSORA poderão ser canceladas, permanecer em tesouraria da EMISSORA, ou serem colocadas no mercado"
9. Bem se vê, assim, que a cláusula de aquisição obrigatória não determina o vencimento antecipado das debêntures, mas sim a obrigação do emissor de adquiri-las. E tanto as debêntures assim adquiridas não se vencem, que a cláusula admite até sua recolocação no mercado.
10. Em resumo: a repactuação foi válida, podia ser deliberada por maioria, não importava em vencimento antecipado (até porque incluiu a repactuação do próprio vencimento), mas os debenturistas dissidentes tinham o direito de exigir da emissora que adquirisse as debêntures pelo valor nominal mais juros e prêmio, utilizando-se, em caso de recusa, das ações judiciais disponíveis para exigir esse seu direito.
11. Tal situação, relativamente simples, complicou-se, contudo, no caso concreto, a partir da assembléia que deliberou a repactuação, certamente com a colaboração da perplexidade do agente fiduciário, redundando neste processo administrativo.
12. É que a ata da AGD revela que os debenturistas que aprovaram a proposta também deliberaram, como condição da repactuação, que a emissora e seu controlador se obrigassem a somente adquirir debêntures por valor igual ou inferior aos resultantes da renegociação aprovada. Estabeleceram, ainda, que o inadimplemento dessa ou de qualquer outra das obrigações então impostas ao emissor, caso não solucionado em 10 dias, geraria, após a constituição em mora, o vencimento antecipado da dívida, por seu valor original (fls. 114, *in fine*, e 115). Na mesma linha, a ata da AGD também impôs ao emissor, por deliberação da maioria, a obrigação de *"oferecer aos debenturistas aceitantes, representantes de 84,56% do total da emissão, idênticas condições àquelas que eventualmente forem oferecidas aos demais debenturistas"* (item 5, fls. 114).¹
13. Em outras palavras: a maioria vencedora deliberou que, caso o emissor cumprisse sua obrigação com a minoria vencida, recomprando as debêntures — ou por qualquer outro modo pagasse mais a uns do que aos outros —, deveria estender as mesmas condições à maioria. A maioria, com isto, criou uma ameaça ao emissor, constringendo-o a não recomprar as debêntures dos dissidentes, sob pena de a repactuação perder seus efeitos práticos.
14. Poder-se-ia discutir quanto aos aspectos éticos de uma tal aproximação — que de um lado faz letra morta da cláusula da escritura que assegurava aos dissidentes o direito de vender as debêntures, e de outro conta, por certo, com a demora natural do processo judicial de cobrança a ser por eles movido, que faria com que o pagamento terminasse por ocorrer concomitantemente ou após o novo vencimento repactuado. Mas não se pode falar, aqui, de vencimento antecipado de debêntures, pois tal questão não se colocava, pelas razões antes expostas.

15. Para complicar, diante do pedido dos debenturistas derrotados de declaração do vencimento antecipado das debêntures, o agente fiduciário titubeou, e pediu prazo de 10 (dez) dias para responder (fls. 115). Criou-se, desse modo, uma incerteza jurídica que poderia ter sido afastada de pronto, porque, como visto, não havia que se falar em vencimento antecipado.
16. Passados os 10 dias, o agente fiduciário informou aos debenturistas vencidos que não declararia vencidas as debêntures, porque a maioria dos debenturistas havia aceito a proposta de renegociação (fls. 117). Nada mais certo, considerando inclusive que a declaração de vencimento antecipado é *faculdade* do agente fiduciário, como resulta claramente dos termos do § 3º do art. 68 da Lei 6.404/76, e que os debenturistas derrotados na assembléia deveriam, isto sim, exercer seu direito de exigir do emissor a recompra das debêntures.
17. Em termos um pouco diversos: a lei determina que o agente fiduciário "*representa (...) a comunhão dos debenturistas perante a companhia emissora*" (art. 68). Todos os atos que a lei *impõe* (art. 68, § 1º) ou *faculta* ao agente fiduciário, *impõe* ou *faculta* para a defesa da *comunhão*. Por isto mesmo a lei não impede os debenturistas de exigirem, eles próprios, cada qual em sua demanda judicial ou extrajudicial, o cumprimento das obrigações estabelecidas na escritura (cf. art. 52 da Lei 6.404/76 e art. 585 do Código de Processo Civil).
18. No caso concreto, portanto, o agente fiduciário atuou não apenas de acordo com a escritura de emissão — que não impunha o vencimento antecipado, mas sim a obrigação de recompra apenas das debêntures dos debenturistas dissidentes —, como atuou no interesse da maioria esmagadora dos debenturistas, ao não declarar vencidas as debêntures. Assim agindo, o agente fiduciário atuou de acordo com seu mandato, pois ele somente representa a comunhão, e não pode agir no interesse de parte dos debenturistas.
19. Seria de algum interesse, em outro foro, a discussão, levantada nestes autos, sobre a possibilidade de declaração de vencimento antecipado de apenas uma parte das debêntures. Tal possibilidade me parece não existir, porque:
 - (i) a regra do citado § 3º do art. 68 da Lei 6.404/76 autoriza que o agente declare vencidas "as debêntures";
 - (ii) o agente fiduciário deve atuar no interesse da comunhão, não representando, jamais, parte dos debenturistas; e,
 - (iii) o art. 53, parágrafo único, da Lei 6.404/76 determina que "*as debêntures da mesma série terão igual valor nominal e conferirão a seus titulares os mesmos direitos*", o que tornaria impossível que parte das debêntures de uma mesma série tivesse reduzido seu valor e fizesse jus a novas condições (pela aceitação da proposta), e outra parte conservasse os antigos direitos, embora vencida.
20. Contudo, no caso concreto essa discussão me parece desnecessária, pois não há dúvida de que a única maneira de defender o interesse da comunhão (expresso por quase 85% dos comunheiros) era não declarar vencidas as debêntures, ainda que parcialmente, já que isto poderia (em tese) desencadear o pagamento a apenas parte dos debenturistas (os dissidentes na AGD), o que levaria, pelos termos das deliberações da AGD, à obrigação de pagar os mesmos valores aos demais debenturistas.
21. Parece claro que se a companhia tivesse condições de pagar a integralidade do valor ao conjunto dos debenturistas, as sucessivas prorrogações não teriam sido aceitas, de sorte que uma tal declaração de vencimento antecipado — ou qualquer outro ato do agente fiduciário que levasse ao resgate ou a recompra de parte das debêntures (fosse tal ato possível) — somente traria benefícios aos que primeiro recebessem (se recebessem), deixando os que haviam concordado com a renegociação (insista-se, a esmagadora maioria), em bom português, a ver navios.
22. Portanto, a acusação feita ao agente fiduciário e a seus diretores — de violação da norma que lhe faculta declarar vencidas antecipadamente as debêntures, e da regra que lhe impõe atuar para proteger os interesses dos debenturistas — parece-me improcedente, injusta e irrealista, não merecendo prosperar.
23. Saliento, por fim, apenas para deixar consignado meu entendimento para casos futuros, que a mim me parece que o não exercício da faculdade de declaração de vencimento antecipado de debêntures somente pode motivar acusação pela CVM quando se constatar que tal omissão se fez contra o interesse da comunhão dos debenturistas, em prejuízo ou com desprezo de tal interesse.

É como voto

Marcelo Fernandez Trindade

Presidente

¹ Teria sido melhor, naturalmente, que se houvesse estipulado a obrigação de idêntico tratamento a todos os debenturistas — não com referência ao tratamento que fosse dispensado aos debenturistas vencidos na assembléia, mas sim a *qualquer debenturista*, como seria correto. Até porque, convenhamos, seria igualmente desejável, pelos debenturistas vencedores, que estavam deliberando aceitar o desconto proposto pelo emissor, que nem os vencidos, nem qualquer um dos que votaram a favor da deliberação, recebesse tratamento mais favorecido.

Voto proferido pelo Diretor Wladimir Castelo Branco Castro na Sessão de Julgamento do dia 29 de março de 2006.

Senhor presidente, eu acompanho o seu voto.

Wladimir Castelo Branco Castro

Diretor

Voto proferido pelo Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa na Sessão de Julgamento do dia 29 de março de 2006.

Eu acompanho o seu voto, senhor presidente.

Pedro Oliva Marcilio de Sousa

Diretor