



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM nº 19957.006904/2017-24

Reg. Col. nº 0976/18

Acusados: Planner Trustee DTVM Ltda.

Assunto: Apuração de responsabilidade de agente fiduciário de debenturistas pela não declaração do vencimento antecipado de debêntures da companhia Agroz Agrícola Zurita S.A. Infração ao art. 13, I, da Instrução CVM nº 28/83.

Relator: Presidente Marcelo Barbosa

RELATÓRIO

I. INTRODUÇÃO

1. Trata-se de processo administrativo sancionador instaurado pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE (“Acusação”) para apurar a responsabilidade de Planner Trustee DTVM Ltda. (“Acusada” ou “Planner”), na qualidade de agente fiduciário da 1ª emissão de debêntures¹ (“Debêntures”) da Agroz Agrícola Zurita S.A. (“Companhia”), ofertada com esforços restritos, por não ter declarado o vencimento antecipado das Debêntures, em infração ao art. 13, I, da Instrução CVM nº 28/83.

2. Este PAS originou-se do Processo CVM nº RJ2014/4459, no âmbito do qual foi analisada consulta apresentada pela Planner à CVM em 15 de abril de 2014 (“Consulta”) a respeito da conduta que deveria ser adotada em Assembleia Geral de Debenturistas a ser realizada em 17 de abril de 2014 (“Assembleia”), convocada para deliberar acerca do cabimento da declaração de vencimento antecipado das Debêntures em virtude da ocorrência de evento passível de causar inadimplemento contratual da Companhia.

3. A Escritura de Emissão das Debêntures (“Escritura”) dispõe sobre a matéria na Cláusula 4.11.1, ‘xvi’, abaixo transcrita:

“4.11.1. Observado o disposto nos itens 4.11.2 e 7.6 abaixo, o Agente Fiduciário poderá declarar antecipadamente vencidas todas as obrigações relativamente às Debêntures na ocorrência de quaisquer dos seguintes eventos (“Eventos de Inadimplemento”), que a Emissora reconhece,

¹ Conforme consta da Escritura de Emissão e é refletido no Termo de Acusação, trata-se de “*Debêntures Simples, Não Conversíveis em Ações, com Garantias Real, em Série Única, para Distribuição Pública com Esforços Restritos de Colocação, da Agroz Agrícola Zurita S.A.*” (vide fls. 01 e 02 da Escritura). A emissão das Debêntures foi realizada em 20 de dezembro de 2011 no valor de R\$120.000.000,00, distribuídos em 1.200 debêntures com prazo de vencimento de 5 anos contados a partir da data de sua emissão, com vencimento previsto para 20 de dezembro de 2016 (vide §§ 4º a 7º do Termo de Acusação).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

desde logo, serem causa direta para aumento indevido do risco de inadimplemento das obrigações assumidas pela Emissora relativamente às Debêntures: [...] (xvi) vencimento antecipado de qualquer dívida da Emissora e/ou da Agroz Garantidora ou da Agroz Pecuária, em montante global ou individual igual ou superior a R\$ 3.000.000,00 (três milhões de reais), em razão de inadimplemento(s) contratual(is), ou seja, em razão da falta de qualquer prestação devida, ou de descumprimento(s), voluntário(s) ou não, de qualquer obrigação, pela Emissora, pela Agroz Garantidora ou pela Agroz Pecuária, que implique o vencimento antecipado de qualquer dívida, ou de dívidas em conjunto, em montante global ou individual igual ou superior a R\$ 3.000.000,00 (três milhões de reais);”

4. Haja vista o recebimento de indagações acerca da inadimplência da Companhia², e a expectativa de que não haveria consenso entre os debenturistas a respeito da matéria, a Planner solicitou manifestação da SRE sobre as seguintes possibilidades:

a) *“Considerar a Companhia inadimplente uma vez que incidiu no Evento de Inadimplemento previsto no inciso ‘xvi’ da cláusula 4.11.1 da Escritura de Emissão, haja vista ter sido identificado inadimplemento contratuais (sic) da Emissora e Garantidora em monta superior ao valor de R\$ 3.000.0000”.*

b) *“Considerar a Companhia impedida de negociar a venda dos imóveis que representam a garantia real conforme deliberação da Assembleia Geral dos Debenturistas realizada em 01 de abril de 2014, haja vista o ‘Evento de Inadimplemento’ do inciso ‘xvi’ da cláusula 4.11.1, até que os debenturistas autorizem a não declaração do vencimento antecipado por conta da referida inadimplência;”*

c) *“Considerar o Evento de Inadimplemento do inciso ‘xvi’ da Cláusula 4.11.1 da Escritura de Emissão como evento de vencimento antecipado não automático, e que o quórum de deliberação dos debenturistas respeite o quórum estipulado na cláusula 7.6 da Escritura de Emissão, e não a unanimidade prevista no artigo 13 da Instrução CVM Nº 28” (vide § 12 do Termo de Acusação).*

5. Na Assembleia, 73,96% dos debenturistas votaram pela não declaração do vencimento antecipado das Debêntures, razão pela qual a Planner não declarou sua ocorrência. Em razão disso, a Erba Participações S.A. (“Erba” ou “Reclamante”), detentora dos 26,04% de Debêntures restantes, apresentou reclamação à CVM (“Reclamação”), alegando que a Planner, na qualidade de agente fiduciário da comunhão de Debenturistas, teria agido irregularmente e deveria ser responsabilizada. Segundo a Erba, tal deliberação dependeria da aprovação da unanimidade dos debenturistas, nos termos do art. 13, parágrafo único da Instrução CVM nº 28/83³.

II. MANIFESTAÇÃO PRELIMINAR DA PLANNER

² No âmbito da Consulta, a Planner comunicou à CVM que teria sido notificada por debenturistas que representavam 73,96% das Debêntures, os quais: (a) “Discordar[am] da situação de inadimplência da Emissora, considerando que (i) nos termos da cláusula 4.11.1 os Eventos de Inadimplemento são simplesmente, (sic) eventos que a Emissora reconheceu serem causa direta para aumento indevido do RISCO de inadimplemento das obrigações assumidas por ela relativamente às Debêntures; (ii) a simples ocorrência destes eventos não põe a Emissora em ‘status de inadimplente’, pois devem observar os períodos de cura, se houver, e a deliberação da assembleia geral dos debenturistas, nos casos de vencimento não automático.”; (b) “Considerar[am] que a Companhia está adimplente com as obrigações assumidas por ela relativamente às Debêntures na Escritura de Emissão, e conseqüente apta para negociar a venda dos imóveis que representam a garantia real das debêntures por valor mínimo equivalente ao valor de venda forçada, em conformidade com as condições deliberadas em assembleia geral de debenturistas no último dia 1º de abril de 2014 (vide doc. 2), que importaram na Amortização Extraordinária das Debêntures”; e (c) “Considerar[am] que a deliberação pela não decretação do vencimento antecipado deverá se submeter ao quórum determinado na Escritura de Emissão, qual seja, o mínimo da metade das debêntures em circulação.” (fls. 01 e 02 do Processo RJ2014/4459). Trata-se de notificação enviada em 14 de abril de 2018 constante das fls. 04 a 07 do Processo RJ2014/4459.

³ Nas palavras da Reclamante: “Diante disso, entendemos que o agente fiduciário somente se eximiria da responsabilidade pela não declaração do vencimento antecipado, na hipótese de autorização unânime da assembleia dos debenturistas. Ocorre que em dita assembleia, o quórum utilizado para a deliberação não foi aquele prescrito pela I-CVM nº 28/83, mas o de deliberação geral de outras matérias previsto na Escritura, uma vez que nós, na qualidade de debenturistas minoritários, votamos contrariamente à não decretação do vencimento antecipado, solicitando à Planner que adotasse todas as medidas para decretar o vencimento antecipado das debêntures. Ora, diante de nosso voto, inexistiu na assembleia de debenturistas ocorrida em 17/04/2014 unanimidade na deliberação.” (vide fls. 48 e 49 do Processo RJ2014/4459).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

6. Através do Ofício nº 180/2016/CVM/SRE/GER-3, a SRE solicitou à Acusada esclarecimentos sobre os termos da Reclamação. Em resposta, a Planner alegou que a verificação da existência de débitos vencidos e não pagos pela Companhia, em valores superiores ao montante de R\$ 3.000.000,00, teria acarretado o descumprimento da Cláusula 4.11.1, 'xvi' da Escritura, *“uma das hipóteses de vencimento antecipado não automático das obrigações assumidas pela Emissora”*⁴.

7. Por entender que este evento de inadimplemento deveria ser submetido à apreciação e deliberação dos debenturistas, a Planner convocou a Assembleia com a seguinte ordem do dia: *“deliberar acerca de eventual não decretação do vencimento antecipado das debêntures, em razão da incidência do evento de inadimplemento no inciso 'xvi' da cláusula 4.11.1 da Escritura da Emissão”*⁵.

8. No tocante ao quórum de deliberação, a Planner apresentou, em síntese, as seguintes considerações:

a) *“A leitura do Artigo 13 da Instrução CVM nº 83/83 relaciona que o Agente deverá declarar o vencimento antecipado das debêntures, sempre observando as disposições da Escritura de Emissão;”*

b) *“Observando as disposições da Cláusula 7.6 da Escritura de Emissão, é expresso os quoruns dos quais (sic) serão submetidos às matérias temas de assembleia, no caso em questão, exceção já mencionada no parágrafo acima, todas as deliberações serão tomadas, por metade, no mínimo, das debêntures em circulação e,”*

c) *“E, por fim, que também deverão ser observadas as disposições do §5º do Artigo 71 da Lei 6404/76, que determina que é a Escritura de Emissão que estabelece a maioria necessária para deliberar sobre a matéria de interesse da comunhão de debenturistas.”* (vide § 25 do Termo de Acusação).

III. ACUSAÇÃO

9. Diante dos fatos acima narrados, a SRE apresentou Termo de Acusação, datado de 06 de setembro de 2017 em que, inicialmente, destacou que a Companhia estaria inadimplente, o que teria provocado o *“acionamento automático da alínea xvi, da Cláusula 4.11.1 da Escritura de Emissão”*⁶, a qual estabeleceria as medidas que deveriam ser tomadas pela Planner na qualidade de agente fiduciário diante de tal situação.

10. Ao analisar essa cláusula, a SRE destacou, em primeiro lugar, que o agente fiduciário teria a obrigação de convocar assembleia geral de debenturistas para deliberar sobre a decretação de vencimento antecipado das Debêntures, nos termos do item 4.11.2 da Escritura⁷. Para a

⁴ Vide § 19 do Termo de Acusação.

⁵ Vide fls. 84 do Processo CVM nº RJ2014/4459.

⁶ Vide § 29 do Termo de Acusação.

⁷ *“4.11.2 A ocorrência de quaisquer eventos indicados nas alíneas (v), (x) e (xv) do item 4.11.1., acima, acarretará o vencimento antecipado automático das debêntures, independente de qualquer notificação. Na ocorrência dos demais eventos previstos nas alíneas*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Acusação, as medidas a serem tomadas deveriam observar a vontade dos Debenturistas reunidos em assembleia, os quais decidiriam se o agente fiduciário poderia não declarar antecipadamente vencidas as Debêntures.

11. Segundo a SRE, em tal deliberação deveria ser observado o quórum de unanimidade previsto na Instrução CVM nº 28/83, cujo art. 13, parágrafo único, dispõe que: “[o] agente fiduciário somente se eximirá da responsabilidade pela não adoção das medidas contempladas nos incisos I a IV se, convocada a assembleia dos debenturistas, esta assim o autorizar por deliberação da unanimidade das debêntures em circulação. Na hipótese do inciso V, será suficiente a deliberação da maioria das debêntures em circulação”.

12. Para a área técnica, o quórum estabelecido na cláusula 7.6⁸ da Escritura seria uma regra geral para deliberações de assembleias gerais de Debenturistas, o qual não poderia prevalecer sobre uma norma editada pela CVM. Tal entendimento estaria em linha com a Nota Explicativa nº 27/83 da CVM (vide § 40 do Termo de Acusação).

13. Assim, por entender que o quórum do parágrafo único do art. 13 não teria sido observado no caso concreto, dado que a Erba se manifestou contrariamente a essa decisão por ocasião da Assembleia, a SRE requereu a responsabilização da Acusada, na qualidade de agente fiduciário de debenturistas, por suposta violação do art. 13, I, da Instrução CVM nº 28/83 ao não ter declarado o vencimento antecipado das Debêntures.

IV. DEFESA

14. Em 16 de novembro de 2017, a Acusada apresentou suas razões de defesa, sustentando, em suma, que (i) a SRE teria se equivocado ao interpretar a Instrução CVM nº 28/83; (ii) mesmo que se aceitasse que a Acusada tinha o dever de proceder com a declaração do vencimento antecipado das Debêntures, não haveria resquício de culpabilidade em sua atuação; e (iii) não seria juridicamente possível a aplicação de uma pena à Planner.

15. Em relação ao primeiro ponto, argumentou-se que, nos termos dos arts. 52 e 61 da Lei das S.A. e do art. 13, I, da Instrução CVM nº 28/83, a escritura de emissão poderia, caso os agentes envolvidos entendessem conveniente e oportuno, estabelecer normas que tivessem como efeito

do item 4.11.1 acima, o Agente Fiduciário deverá publicar a convocação da assembleia de debenturistas no prazo de 48 (quarenta e oito) horas a contar do momento em que tomar ciência do evento ou for assim informado por quaisquer dos debenturistas, para deliberar sobre a eventual não decretação de vencimento antecipado das Debêntures. A assembleia de debenturistas a que se refere este item deverá ser realizada no prazo e forma legais, observando-se, ainda, o previsto na Cláusula Sétima desta Escritura e o previsto no sub item 4.11.2.1. abaixo.”

⁸ “7.6 Todas as deliberações da assembleia de debenturistas serão tomadas por, no mínimo, a metade das Debêntures em circulação, exceto nos casos em que a deliberação tiver por objeto alterar as condições (i) de Remuneração e (ii) de Data de Vencimento das Debêntures, que dependerão de aprovação por debenturistas representando, no mínimo, 75% (setenta e cinco por cento) dos votos presentes à assembleia de debenturistas, observadas as disposições previstas no artigo 71, §5º da Lei das S.A., a respeito do quórum mínimo legal.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

jurídico o vencimento antecipado de debêntures. Esse efeito, contudo, apenas seria desencadeado caso “*se concretiz[ass]em todos os elementos nucleares do suporte fático*” dessas normas (fls. 13 da defesa).

16. Segundo a Planner, tendo em vista o disposto nas cláusulas 4.11.1 e 4.11.2 da Escritura, deveriam ser concretizados três requisitos para que se configurasse o dever de declarar o vencimento antecipado das Debêntures e cobrar a dívida: (i) a ocorrência de um “Evento de Inadimplemento” (item 4.11.2 da Escritura); (ii) a convocação dos debenturistas para uma assembleia geral; e (iii) a deliberação a favor do vencimento antecipado, cujo quórum de deliberação “*seria o de, pelo menos, metade das debêntures em circulação, nos termos do que dispõe o referido item 7.6 [da Escritura]*”⁹ (fls. 17).

17. Caso todos esses requisitos fossem verificados, a declaração somente poderia ser afastada se a unanimidade dos debenturistas assim aprovasse, por força do art. 13, parágrafo único da Instrução CVM nº 28/83. No caso concreto, contudo, esses requisitos teriam sido apenas parcialmente verificados, tendo em vista que a maioria dos debenturistas votou de forma contrária ao vencimento antecipado das Debêntures, por entender que a Companhia não se encontrava inadimplente. Por esse motivo, o referido dispositivo não seria aplicável, visto que disciplinaria apenas as situações em que a hipótese de vencimento antecipado já teria se configurado¹⁰.

18. Haveria ainda uma segunda questão que evidenciaria o equívoco de interpretação da SRE. Segundo a Planner, “*mesmo que se aceite a leitura da SRE acerca da incidência, no presente caso, do parágrafo único do art. 13 da Instrução CVM 28/1983, a consequência jurídica que a área técnica retira desse dispositivo é irreconciliável com a lei acionária e, portanto, não tem como ser aceita*” (fls. 19 e 20).

19. Nesse sentido, haveria um desacerto entre a Lei nº 6.404/76 e a Instrução CVM nº 28/1983, em função de tratarem de formas distintas a possibilidade de se declarar o vencimento antecipado de debêntures. Nesse tocante, a Planner destacou que enquanto o art. 68, §3º, (a) da Lei das S.A. fazia referência a essa possibilidade como sendo uma faculdade do agente fiduciário, a interpretação dada pela SRE ao art. 13 da Instrução CVM nº 28/83, por outro lado, trataria tal medida como um dever.

⁹ A defesa ressaltou que a Planner buscou confirmar, através da Consulta, “*o seu entendimento de que, nos casos em que não são caracterizados pela escritura em questão como de vencimento automático, debenturistas que detivessem mais da metade das debêntures em circulação poderiam decidir pela não decretação do vencimento antecipado dos títulos*” (fls. 07). Assim, como o inadimplemento em questão não ensejaria hipótese de vencimento automático, deveriam ser observados os três elementos da norma para que fosse possível a decretação de vencimento antecipado.

¹⁰ Em outras palavras, ausente “um dos elementos tidos pela escritura de emissão como necessários à caracterização do vencimento antecipado” (fls. 19), não haveria que (i) “se cogitar da aplicação, ao caso, do disposto no parágrafo único do art. 13 da Instrução CVM 28/1983”, o que somente seria possível “depois de efetivamente verificado o vencimento antecipado dos títulos” (fls. 19) ou (ii) se atribuir ao agente fiduciário o poder de declará-lo.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

20. Nas palavras da Acusada, a *“prerrogativa legal dá margem para se identificar, no caso concreto, se e quando essa ‘faculdade’ deve ser exercida, enquanto a posição que a SRE infere da Instrução CVM 28/1983 é a de que nem mesmo uma maioria qualificada dos debenturistas (no caso, mais de 70%), ainda que prevista na escritura de emissão, poderia impedir que se verificasse um vencimento antecipado”* (fls. 22). Tal faculdade deveria apenas ser exercida caso o atendimento ao interesse da comunhão dos debenturistas assim demandasse, o que não teria sido o caso, de modo que a Planner não teria agido com vistas a atender tal interesse.

21. Em segundo lugar, a Planner alegou estar em situação de inexigibilidade de conduta diversa. Segundo a Acusada, sua conduta na Assembleia estaria em linha com a adotada pelos agentes fiduciários mais relevantes do mercado brasileiro e com a interpretação dada pelo Tribunal de Justiça de São Paulo em caso no âmbito do qual a Escritura foi examinada. Segundo o decisório, caberia ao agente fiduciário analisar a conveniência e oportunidade da declaração de vencimento antecipado¹¹.

22. Nas palavras da Acusada, *“entre o judiciário paulista e todos os mais relevantes agentes fiduciários brasileiros não há grigorosamente (sic) ninguém que discorde da interpretação que a Planner teve da deliberação tomada na assembleia de debenturistas de 17/04/2014”* (fls. 26). Assim, não seria *“concebível exigir que a Planner adotasse um comportamento distinto do que efetivamente adotou”*, inexistindo, portanto, *“qualquer culpabilidade na sua conduta”* (fls. 26).

23. Ainda a esse respeito, ressaltou-se que *“a Planner tomou a iniciativa de consultar a SRE, a fim de obter uma orientação de como essa superintendência entendia que se deveria portar”*, tendo protocolado a Consulta *“tão logo recebeu a notificação dos debenturistas”*¹² (fls. 27). A intempestividade da análise da SRE, contudo, teria impedido a adoção de *“alguma outra medida, seja convocando uma nova assembleia de debenturistas para ‘reavaliar’ a questão ante a interpretação dada pela SRE ou, ainda, simplesmente declarar o vencimento antecipado”* (fls. 27).

24. Por fim, quanto ao terceiro ponto, a defesa sustentou que *“ainda que se entenda que a defendente se omitiu com o seu dever, e ainda que se entenda que tais condutas são culpáveis”*, seria preciso reconhecer duas causas de extinção de punibilidade: *“a vedação a aplicação retroativa de nova interpretação e a retroatividade da regra mais benéfica”* (fls. 33).

25. Em relação à primeira causa, a Acusada alegou que a interpretação dada pela SRE ao art. 13 da Instrução CVM nº 28/83 destoaria da posição adotada pelo Colegiado da CVM no âmbito do PAS CVM nº RJ2003/5137, no qual teria sido firmado o entendimento de que a responsabilização de agentes fiduciários perante a CVM apenas seria adequada caso tais agentes

¹¹ Vide documento nº 05 da defesa.

¹² A respeito da notificação em questão, ver nota de rodapé nº 02.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

tivessem atuado contra o interesse da comunhão de debenturistas, sendo que, no caso, a Planner teria agido de acordo com a vontade da maioria (73,96%) dos Debenturistas. Foram destacadas na defesa as seguintes afirmações constantes do voto do então Presidente Marcelo Trindade, seguido pela maioria do Colegiado:

“(a) a declaração do vencimento antecipado é faculdade do agente fiduciário, como resulta claramente dos termos do § 3º do art. 68 da Lei 6.404/76; (b) o agente fiduciário atuou não apenas de acordo com a escritura de emissão [...], como atuou no interesse da maioria esmagadora de 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; e (c) 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.” (fls. 34)

26. Considerando o entendimento constante do precedente citado, alegou-se que *“uma condenação da Planner neste caso importaria na aplicação retroativa de uma nova interpretação, em evidente descompasso com [o] art. 2º, parágrafo único, inciso XIII, da Lei 9.784, de 29/01/1999”* (fls. 33).

27. Quanto à segunda causa de extinção da punibilidade, a defesa ressaltou que a edição da Instrução CVM nº 583/16, que revogou a Instrução CVM nº 28/83, *“instituiu um regime mais benéfico para os agentes fiduciários, pois deixou de prever uma obrigação que só poderia deixar de ser cumprida apenas em situações muito excepcionais. No lugar dessa regra desta obrigação absoluta, se reconheceu uma ‘regra de conduta’, a ser concretizada de acordo com as particularidades do caso”* (fls. 37). Nessa tocante, destacou-se que *“nem os incisos nem o parágrafo único do art. 13 encontram correspondência na Instrução CVM 583”* (fls. 36), de modo que se estaria diante de hipótese de retroatividade de regra mais benéfica, nos termos do art. 5º, inciso XL, da CF88 e arts. 2º e 107, III, do Código Penal.

V. DISTRIBUIÇÃO DO PROCESSO

28. Em Reunião do Colegiado ocorrida em 06 de março de 2018, fui sorteado relator deste Processo.

É o relatório.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM nº 19957.006904/2017-24

Reg. Col. nº 0976/18

Acusados: Planner Trustee DTVM Ltda.

Assunto: Apuração de responsabilidade de agente fiduciário de debenturistas pela não declaração do vencimento antecipado de debêntures da companhia Agroz Agrícola Zurita S.A. Infração ao art. 13, I, da Instrução CVM nº 28/83.

Relator: Presidente Marcelo Barbosa

VOTO

1. Este voto cuidará de analisar a adequação da conduta da Planner¹³ às normas legais e regulamentares aplicáveis ao caso à época dos fatos, considerando os termos da Escritura vigentes em 17 de abril de 2014, quando foi realizada a Assembleia.
2. A Assembleia contou com a presença de titulares de todas as Debêntures e foi convocada pela Planner em vista da ocorrência do evento previsto na Cláusula 4.11.1, 'xvi' da Escritura. Na ocasião, 73,96% dos debenturistas deliberaram pela não declaração do vencimento antecipado da dívida¹⁴ a despeito da ocorrência de Evento de Inadimplemento previsto no inciso 'xvi' da cláusula 4.11.1 da Escritura, o que levou a Planner a não tomar qualquer medida tendente à cobrança imediata do crédito correspondente.
3. A solução da controvérsia em questão passa, em primeiro lugar, pela determinação do quórum de deliberação aplicável à matéria em tela na Assembleia; e, em segundo lugar, do que caberia, na situação, ao agente fiduciário dos debenturistas: a prerrogativa ou o dever de declarar o vencimento antecipado diante do evento ocorrido.

¹³ Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto e que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes foi atribuído no relatório por mim elaborado.

¹⁴ Vide fls. 84, 85 e 86 do Processo CVM nº RJ2014/4459.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

I. O PAPEL DO AGENTE FIDUCIÁRIO DE DEBENTURISTAS

4. Recentemente, no âmbito do Processo CVM nº 19957.007161/2018-91, foi levantada a questão dos limites dos deveres e responsabilidades dos agentes fiduciários, havendo este Colegiado considerado que o tema deveria ser enfrentado no âmbito de processo administrativo sancionador¹⁵. Parece-me, portanto, conveniente fazer algumas considerações sobre o papel do agente fiduciário, especialmente com relação aos seus deveres.

5. As poucas oportunidades em que a figura do agente fiduciário foi objeto de discussões, seja na doutrina especializada, seja nas manifestações deste Colegiado, são, de certa forma, reflexo do estágio ainda incipiente do mercado de dívida privada no Brasil. A ausência de debates tem como consequência o reduzido interesse sobre o entendimento mais aprofundado do regime jurídico aplicável aos agentes fiduciários. Assim, ainda que o agente fiduciário seja uma criação da lei de 1976 – e que o interesse da comunhão dos debenturistas seja reconhecido desde a edição do Decreto-Lei nº 781/38 –, as discussões ainda não identificaram maiores controvérsias.

6. A função desse agente, não se pode negar, é de suma importância, e a percepção de que está sendo adequadamente exercida em nosso mercado tem o potencial de contribuir para o incremento na confiança dos investidores titulares de debêntures¹⁶. Ao agente fiduciário cabem, essencialmente, dois papéis: o de fiscal, o que importa em dever de vigilância com relação aos fatos que podem ter repercussão sobre os direitos da comunhão de debenturistas que representa; e o de efetivo representante da comunhão dos debenturistas no exercício de seus direitos, seja cobrando esclarecimentos da emissora, seja convocando a assembleia para se manifestar, seja tomando qualquer providência adicional necessária à garantia de seus interesses.

7. Como se sabe, tanto a Lei das S.A. quanto a regulamentação editada pela CVM estabelecem normas para o adequado exercício dessa função. O art. 68, §1º da Lei nº 6.404/76 impõe, em suas três alíneas¹⁷, deveres básicos aos agentes fiduciários de debenturistas. Em

¹⁵ Vide Extrato da Ata da Reunião do Colegiado nº 29 de 31.07.2018: “O Colegiado destacou, por fim, que não seria oportuno nem conveniente discutir, no âmbito da atuação cautelar da CVM, os limites dos deveres que recaem sobre os agentes fiduciários em ofertas públicas de valores mobiliários. De acordo com o Colegiado, essa discussão demandaria uma análise mais profunda, a ser realizada no bojo de processo sancionador”.

¹⁶ E isso porque o agente fiduciário exerce um papel de *gatekeeper* do mercado de dívida e, como tal, atua na mitigação da realização de negócios lesivos aos debenturistas. Conforme dispõe a doutrina especializada, os *gatekeepers* são “*indivíduos ou instituições, dotadas de qualificações especializadas (por vezes ligadas a uma profissão), que se valem da confiança e da reputação adquiridas para assegurar, ao mercado de valores mobiliários e aos investidores, a conformidade ao ordenamento jurídico das operações que passarem por seu exame. Tais indivíduos e instituições [...] teriam, concomitantemente, o papel de auxiliares do poder regulador tanto no mercado primário quanto no secundário*”. Vide HAENSEL, Taimi. *A Figura dos Gatekeepers: aplicação às instituições intermediárias do mercado organizado de valores mobiliários brasileiro*. São Paulo: Almedina, 2014, p. 68.

¹⁷ “**Art. 68. O agente fiduciário representa, nos termos desta Lei e da escritura de emissão, a comunhão dos debenturistas perante a companhia emissora. § 1º São deveres do agente fiduciário: a) proteger os direitos e interesses dos debenturistas, empregando no exercício da função o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios bens; b) elaborar relatório e colocá-lo anualmente a disposição dos debenturistas, dentro de 4 (quatro) meses do encerramento do exercício social da companhia, informando os fatos relevantes ocorridos durante o exercício, relativos à execução das obrigações assumidas pela companhia, aos bens garantidores das debêntures e à constituição e aplicação do fundo de amortização, se houver, do relatório constará, ainda, declaração do agente sobre sua aptidão para continuar no exercício da função; c) notificar os**



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

primeiro lugar, submetem-se os agentes fiduciários a um dever de diligência com contornos semelhantes àqueles estabelecidos para os administradores de companhias (art. 68, §1º, 'a').

8. Vê-se, portanto, que o exercício adequado do primeiro papel (o de fiscal) é condição necessária, mas não suficiente, para que também o segundo papel (o de representante) seja exercido de forma satisfatória. Afinal, para que possa atuar como efetivo representante da comunhão dos debenturistas, será necessário que o agente fiduciário não apenas acompanhe com atenção os fatos de interesse mas também mantenha postura proativa em sua atuação, devendo, ainda, mostrar diligência na escolha e no emprego dos meios escolhidos para defender os interesses da comunhão dos debenturistas.

9. A adequada obtenção de informações permitirá que, em regra, o agente fiduciário tenha condições de se posicionar tempestivamente em relação a fatos que possam afetar os direitos dos debenturistas, conferindo-lhe a oportunidade de tomar medidas preventivas sempre que possível. E, mesmo quando não for possível, o agente fiduciário terá condições de se preparar para agir no sentido de minimizar danos resultantes de tais fatos. Consequentemente, a atuação dos agentes fiduciários não se resume a momentos posteriores à verificação da ocorrência de danos, devendo agir proativamente¹⁸.

10. A Lei das S.A. estabelece ainda que o agente fiduciário deve notificar os debenturistas, no prazo máximo de 60 dias, sobre qualquer inadimplemento, pela companhia, de obrigações assumidas na escritura da emissão (art. 68, §1º, 'c'). Nessa hipótese, a Lei faculta ao agente fiduciário a adoção de determinadas medidas para a proteção dos interesses dos debenturistas (art. 68, §2º), sendo uma delas a declaração de vencimento antecipado dos títulos. Trata-se de medida que será analisada abaixo, à luz do caso concreto objeto deste voto.

11. O outro ângulo da análise do dever do agente fiduciário reside nos requisitos para que lhe seja atribuída responsabilidade, nos estritos termos do art. 68, §4º da Lei das S.A. Neste dispositivo consta que o agente fiduciário responde perante os debenturistas pelos prejuízos que lhes causar por culpa ou dolo no exercício das suas funções. A Lei condiciona, assim, a responsabilização dos agentes fiduciários à verificação de elemento subjetivo por meio da análise de sua intenção, bem como da diligência empregada na defesa dos interesses dos debenturistas, desempenhada ao longo do processo de supervisão da emissão.

debenturistas, no prazo máximo de 60 (sessenta) dias, de qualquer inadimplemento, pela companhia, de obrigações assumidas na escritura da emissão.” (grifou-se).

¹⁸Nesse sentido: “*O cumprimento desse dever legal [de diligência] requer do agente fiduciário uma postura proativa e vigilante, de forma a permitir antecipação aos fatos que possam afetar os direitos dos debenturistas e a tomada de medidas necessárias para resguardá-los. A atuação do agente fiduciário deve ser acima de tudo acautelatória, preventiva, e não meramente reparatória*”. GUIMARÃES, Francisco José Pinheiro. *Direito das Companhias*, 2ª ed., coord. Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 454.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

12. A fim de detalhar os deveres acima referidos, instituídos em 1976, a CVM editou a Instrução CVM nº 28 em 1983 a qual, em razão da dinâmica de mercado, foi substituída pela Instrução CVM nº 583 em 2016, sendo este o normativo que atualmente regula o exercício da função de agente fiduciário.

13. A Instrução CVM nº 583/16 traz importantes previsões em seus arts. 11 e 12¹⁹ no tocante aos deveres dos agentes fiduciários. O art. 11 elenca obrigações específicas que devem ser observadas no exercício dessa atividade, como a de exercê-la com boa fé, transparência e lealdade, bem como a de verificar, quando da aceitação do papel de agente fiduciário, a veracidade das informações relativas às garantias do crédito e a consistência das demais informações contidas na escritura de emissão com relação à regularidade de tais garantias e a viabilidade do cumprimento das obrigações pecuniárias do emissor.

14. O art. 12, por sua vez, estabelece que, no caso de inadimplemento de “*quaisquer condições da emissão*”, o agente fiduciário deve usar “*de toda e qualquer medida prevista em lei ou na escritura de emissão*” para “*proteger direitos ou defender os interesses*” dos debenturistas. Nos termos do § 2º do mesmo dispositivo, a modificação das condições das debêntures ou a não adoção das medidas de que trata o *caput* é matéria de assembleia de debenturistas, cuja aprovação requer votos afirmativos da maioria absoluta das debêntures em circulação.

15. Dentre as medidas mencionadas no item anterior, está a possibilidade de declarar vencidas as obrigações da companhia emissora, com a cobrança de valores correspondentes às obrigações principal e acessórias.

II. A ASSEMBLEIA GERAL DE DEBENTURISTAS DE 17 DE ABRIL DE 2014

16. A área técnica entende que a Planner deve ser responsabilizada por não ter declarado o vencimento antecipado das Debêntures, em virtude da ocorrência do evento previsto na Cláusula 4.11.1, ‘xvi’ da Escritura, havendo permitido que a vontade da maioria dos debenturistas prevalecesse. Para a Acusação, apenas a unanimidade dos debenturistas poderia dispensar o agente fiduciário de proceder com tal conduta, nos termos do art. 13, parágrafo único, da então

¹⁹ “Art. 11. São deveres do agente fiduciário, sem prejuízo de outros deveres que sejam previstos em lei específica ou na escritura de emissão, no termo de securitização de direitos creditórios ou no instrumento equivalente: [...] Art. 12. No caso de inadimplemento de quaisquer condições da emissão, o agente fiduciário deve usar de toda e qualquer medida prevista em lei ou na escritura de emissão ou no termo de securitização de direitos creditórios para proteger direitos ou defender os interesses dos titulares dos valores mobiliários. § 1º O agente de notas promissórias de que trata o parágrafo único do art. 1º deve agir para proteger os direitos e interesses dos titulares dos valores mobiliários, inclusive mediante a adoção das medidas previstas na cédula, ou em outro instrumento, que visem à proteção desses direitos e interesses. § 2º Caso a escritura de emissão, o termo de securitização de direitos creditórios ou o instrumento equivalente não estabeleçam quorum superior, a modificação das condições dos valores mobiliários ou a não adoção de qualquer medida prevista em lei ou na escritura de emissão, no termo de securitização de direitos creditórios ou no instrumento equivalente que vise à defesa dos direitos e interesses dos titulares dos valores mobiliários deve ser aprovada em assembleia mediante deliberação da maioria absoluta dos valores mobiliários em circulação.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

vigente Instrução CVM nº 28/83²⁰. Em que pese a argumentação da área técnica, entendo que a leitura da regulamentação em conjunto com as cláusulas da Escritura aplicáveis leva a conclusão diversa.

17. A Cláusula 4.11.1 elenca os eventos capazes de aumentar o risco de inadimplemento das obrigações da Companhia perante a comunhão de debenturistas (definidos como “Eventos de Inadimplemento” na Escritura), cuja ocorrência dá ao agente fiduciário a possibilidade de declarar o vencimento antecipado das debêntures²¹, desde que observado o disposto nas Cláusulas 4.11.2 e 7.6.

18. Por sua vez, a Cláusula 4.11.2 não tratou de todos os Eventos de Inadimplemento de maneira uniforme, estabelecendo dois tipos de procedimentos diferentes – com consequências jurídicas distintas – a serem adotados pelo agente fiduciário na hipótese de sua concretização²². Para as hipóteses previstas nas alíneas v, x e xv²³, estabeleceu-se que o risco de inadimplemento seria irremediável, de modo que sua concretização acarretaria “o *vencimento antecipado automático das debêntures*”. Nesses casos, parece-me claro o poder-dever do agente fiduciário para declarar vencida a dívida, cabendo-lhe executar todos os atos necessários à formalização do vencimento da dívida e seu recebimento imediato.

19. Diversamente, os demais dezesseis Eventos de Inadimplemento – dentre os quais se encontra a alínea ‘xvi’ – não são hipóteses de vencimento antecipado automático das Debêntures.

²⁰ “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**; II - executar garantias reais, aplicando o produto no pagamento, integral ou proporcional, dos debenturistas; III - requerer a falência da companhia emissora se não existirem garantias reais; IV - tomar qualquer providência necessária para que os debenturistas realizem seus créditos; e V - representar os debenturistas em processos de falência, concordata, intervenção ou liquidação extrajudicial da companhia emissora. **Parágrafo único. O agente fiduciário somente se eximirá da responsabilidade pela não adoção das medidas contempladas nos incisos I a IV se, convocada a assembléia dos debenturistas, esta assim o autorizar por deliberação da unanimidade das debêntures em circulação. Na hipótese do inciso V, será suficiente a deliberação da maioria das debêntures em circulação.**” (grifou-se)

²¹ Dispõe a Escritura que o agente fiduciário “poderá” fazê-lo.

²² **Cláusula 4.11.1.** “Observado o disposto nos itens 4.11.2 e 7.6 abaixo, o Agente Fiduciário poderá declarar antecipadamente vencidas todas as obrigações relativamente às Debêntures na ocorrência de quaisquer dos seguintes eventos (“Eventos de Inadimplemento”), que a Emissora reconhece, desde logo, serem causa direta para aumento indevido do risco de inadimplemento das obrigações assumidas pela Emissora relativamente às Debêntures: [...] (v) (a) decretação de falência da Emissora, da Agroz Garantidora ou da Agroz Pecuária Indústria e Comércio de Bebidas Zurita Ltda (‘Agroz Pecuária’); (b) pedido de autofalência pela Emissora, Agroz Garantidora ou pela Agroz Pecuária; (c) pedido de falência da Emissora, Agroz Garantidora ou pela Agroz Pecuária, formulado por terceiro(s) e não elidido no prazo legal; (d) pedido de recuperação judicial ou de recuperação extrajudicial pela Emissora, Agroz Garantidora ou pela Agroz Pecuária, independentemente do deferimento do respectivo; ou (e) liquidação, dissolução ou extinção da Emissora, Agroz Garantidora ou pela Agroz Pecuária; [...] (x) transformação da Emissora em sociedade limitada, nos termos dos artigos 220 a 22 da Lei das S.A.; [...] (xv) caso ocorra a alteração de controle da Emissora ou da Agroz Garantidora ou da Agroz Pecuária, nos termos do artigo 116 da Lei das S.A.; (xvi) vencimento antecipado de qualquer dívida da Emissora e/ou da Agroz Garantidora ou da Agroz Pecuária, em montante global ou individual igual ou superior a R\$ 3.000.000,00 (três milhões de reais), em razão de inadimplemento(s) contratual(is), ou seja, em razão da falta de qualquer prestação devida, ou de descumprimento(s), voluntário(s) ou não, de qualquer obrigação, pela Emissora, pela Agroz Garantidora ou pela Agroz Pecuária, que implique o vencimento antecipado de qualquer dívida, ou de dívidas em conjunto, em montante global ou individual igual ou superior a R\$ 3.000.000,00 (três milhões de reais);”

Cláusula 4.11.2. “A ocorrência de quaisquer eventos indicados nas alíneas (v), (x) e (xv) do item 4.11.1., acima, acarretará o vencimento antecipado automático das debêntures, independente de qualquer notificação. Na ocorrência dos demais eventos previstos nas alíneas do item 4.11.1 acima, o Agente Fiduciário deverá publicar a convocação da assembleia de debenturistas no prazo de 48 (quarenta e oito) horas a contar do momento em que tomar ciência do evento ou for assim informado por quaisquer dos debenturistas, para deliberar sobre a eventual não decretação de vencimento antecipado das Debêntures. A assembleia de debenturistas a que se refere este item deverá ser realizada no prazo e forma legais, observando-se, ainda, o previsto na Cláusula Sétima desta Escritura e o previsto no sub item 4.11.2.1. abaixo.” (grifou-se)

²³ Resumidamente, tratam de decretação de falência, transformação em sociedade limitada e alteração de controle acionário.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Para esses casos, determinou-se contratualmente ser dever do agente fiduciário convocar assembleia geral a fim de que os debenturistas deliberem acerca do cabimento de eventual decretação antecipada de vencimento da dívida.

20. Adicionalmente, a Cláusula 4.11.2 estabelece que em tal assembleia a ser convocada pelo agente fiduciário deverá ser observado “o previsto na Cláusula Sétima da Escritura”²⁴, a qual prevê a utilização do quorum majoritário de aprovação. Em outras palavras, a Escritura estabeleceu ser competência da maioria²⁵ dos debenturistas decidir se o aumento de risco envolvido na hipótese do vencimento de dívidas em montante superior a R\$ 3.000.000,00 (hipótese da alínea ‘xvi’ da Cláusula 4.11.1²⁶) seria suficientemente relevante a ponto de justificar a cobrança imediata da totalidade da dívida.

21. Portanto, em primeiro lugar, entendo que os procedimentos por fim adotados pela Planner estão em integral consonância com as disposições contratuais constantes da Escritura. E, conforme alegado pela Acusada, a Lei das S.A. concedeu autonomia ao emissor para definir em tal instrumento os termos e condições em que seriam conferidos os direitos de crédito contra si (vide arts. 52 e 61).

22. Em segundo lugar, não há que se falar em um suposto dever do agente fiduciário de, no caso concreto, se sobrepor à vontade da maioria dos debenturistas e declarar o vencimento antecipado dos títulos. Conforme apontou a Planner em sua defesa²⁷, o objeto da deliberação estava relacionado à análise do aumento do risco de inadimplemento da Companhia, como prevê a Escritura, não se tratando de uma das hipóteses de vencimento antecipado automático da dívida. Por isso mesmo, a deliberação assemblear refletiu o entendimento da maioria dos debenturistas de que a Companhia não estava inadimplente para os fins sob consideração.

23. Portanto, discordo da Acusação quanto ao seu entendimento de que, no caso concreto, a não declaração do vencimento antecipado das Debêntures deveria ter sido aprovada pela unanimidade dos debenturistas, nos termos do parágrafo único do art. 13 da Instrução CVM nº 28/83.

²⁴ Cláusula 7.6 “*Todas as deliberações da assembleia de debenturistas serão tomadas por, no mínimo, a metade das Debêntures em circulação, exceto nos casos em que a deliberação tiver por objeto alterar as condições (i) de Remuneração e (ii) de Data de Vencimento das Debêntures, que dependerão de aprovação por debenturistas representando, no mínimo, 75% (setenta e cinco por cento) dos votos presentes à assembleia de debenturistas*”. (grifou-se)

²⁵ Como apontou a Acusada: “*ao disciplinar essa deliberação, o item 4.11.2, esclarecendo algo que talvez sequer fosse necessário ante a redação do item 7.6 da escritura de emissão, expressamente remete à ‘Cláusula Sétima’ e, com isso, deixa fora de dúvida que o quórum de deliberação para esses casos seria o de, pelo menos, metade das debêntures em circulação, nos termos do que dispõe o referido item 7.6*” (fls. 17 da defesa).

²⁶ Conforme consta do segundo e-mail enviado pela representante da Planner à CVM, datado de 16 de abril de 2014, a Companhia “*não está adimplente com as suas obrigações e (sic) por ter incidido numa cláusula de vencimento antecipado que deve ser apreciada em assembleia, haja vista ter superado o montante de dívidas vencidas estabelecido na escritura de emissão que seria R\$3.000.000,00 e hoje encontrar-se em mais de R\$30.000.000,00.*” (Vide documento 02 juntado à defesa).

²⁷ Nas palavras da Acusada: “*Na verdade, o que materialmente se verificou naquela assembleia foi uma deliberação dos debenturistas a respeito do nível de risco que eles entendiam adequado e, ante a resposta de que este ainda era suportável, mesmo diante de outras dívidas identificadas, não se verificou um dos elementos tidos pela escritura de emissão como necessários à caracterização do vencimento antecipado, nomeadamente a aprovação assemblear exigida pelo item 4.11.1*” (fls. 18 e 19 da defesa).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

24. O referido art. 13 é claro ao estipular, em seu *caput* e inciso I, que apenas “[n]o caso de inadimplimento da companhia, o agente fiduciário deverá usar de toda e qualquer ação para proteger direitos ou defender interesses debenturistas, devendo para tanto” “declarar, observadas as condições da escritura de emissão, antecipadamente vencidas as debêntures e cobrar seu principal e acessórios” (grifou-se).

25. Assim, tal quórum apenas se aplicará para hipóteses em que a companhia já esteja inadimplente com relação às obrigações previstas na escritura de emissão. Todavia, como apontado na defesa da Acusada, tal situação não chegou a se configurar, prevalecendo o entendimento da maioria absoluta dos debenturistas no sentido de que a causa de aumento de risco em tela não chegou a tornar a companhia inadimplente para fins de declaração do vencimento antecipado da dívida.

26. Situação diversa ocorreria caso fosse verificada uma das hipóteses de vencimento antecipado automático previstas na Escritura ou mesmo caso os debenturistas tivessem deliberado na Assembleia no sentido de estar a Companhia inadimplente. Nessas situações, a Planner teria o dever de declarar o vencimento antecipado das Debêntures, tendo em vista o disposto na Escritura.

27. Vale notar que, ainda assim, os debenturistas teriam a prerrogativa de, em uma assembleia superveniente, determinar à Planner que não prosseguisse com o trâmite de declaração do vencimento antecipado das Debêntures, ocasião na qual se observaria o quórum de unanimidade previsto no art. 13²⁸. Não obstante constar da Escritura que, nessas hipóteses, o vencimento antecipado ocorre independentemente da notificação dos debenturistas, o papel do agente fiduciário é defender os interesses da comunhão dos debenturistas. Desse modo, deverá, em última instância, seguir orientação emanada em assembleia.

28. Reconheço que a questão sob análise não é trivial, e que as respostas que proponho neste voto advêm da análise de normativo regulamentar que convive com disposições legais e contratuais, e que dessa forma pode dar margem a distintas interpretações. Tanto é assim que a própria Planner²⁹, inicialmente, entendera ser aplicável o quorum da unanimidade constante da Instrução CVM nº 28/83, terminando por realizar, previamente à Assembleia, consulta à CVM a

²⁸ Nesse sentido, a Acusada alegou que “[e]sse, aliás, é o motivo pelo qual não há que se cogitar da aplicação, ao caso, do disposto no parágrafo único do art. 13 da Instrução CVM 28/83. Afinal, o que ali se estabelece é a regra aplicável aos casos em que, depois de efetivamente verificado o vencimento antecipado dos títulos, os debenturistas deliberam pela autorização para a não adoção das medidas previstas nos incisos I a IV do caput desse mesmo dispositivo” (fls. 19 da defesa).

²⁹ Vide e-mail da Planner aos debenturistas, datado de 31 de janeiro de 2014, no qual informava que “[c]onsiderando a ICVM 28/83, em Assembleia, o AF não declarará o vencimento Antecipado se 100% da comunhão assim o isentar de tomar essa medida” (fls. 04 do Processo CVM nº RJ2014/4459).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

respeito da melhor interpretação a ser dada à situação, após ter sido apresentada à visão distinta, detida por titulares de 73,96% das Debêntures³⁰.

29. Também entendo pertinente, para fins deste voto, considerar as explicações constantes da Nota Explicativa nº 27/83 a respeito da Instrução CVM nº 28/83, abaixo transcritas:

“... manifesta-se a responsabilidade do agente fiduciário quando, na hipótese de inadimplemento da companhia emissora vis a vis às obrigações assumidas para com os debenturistas, omitir-se no momento em que sua atuação se fizer necessária. O art. 13 da Instrução, transcrevendo a norma contida no art. 68, § 3º da LEI Nº 6.404/76, concede ao agente fiduciário capacidade processual para se utilizar de toda e qualquer ação visando a proteção dos direitos à defesa dos interesses dos debenturistas. Assim, configurando-se qualquer das hipóteses previstas na lei (art. 68, § 3º) e na Instrução (art. 13) o inadimplemento da companhia gera, para o agente fiduciário, a obrigatoriedade de agir, sob pena de ser ele responsabilizado pelos prejuízos que, por culpa ou dolo no exercício de suas funções, causar aos debenturistas (art. 68, § 4º da LEI Nº 6.404/76). Sua atuação deve ser pronta e eficiente, no sentido de efetivar as medidas previstas na lei e na Instrução para a salvaguarda dos créditos dos debenturistas. A obrigação de diligenciá-las não pode ser postergada ou afastada pelo agente fiduciário, nem depende da autorização dos debenturistas. O que se exige do agente fiduciário é uma atuação positiva; a sua inércia ou omissão acarretará sua responsabilização pelos prejuízos daí resultantes.” (grifou-se)

30. De tal excerto se extrai que o art. 13 tratava das ações esperadas do agente fiduciário quando da ocorrência de inadimplemento da emissora – hipótese diversa do presente caso, conforme já mencionado. Entretanto, caso se tivesse concluído pela inadimplência da Companhia, o agente fiduciário teria um dever ou uma faculdade de declarar o vencimento antecipado da dívida?

31. Embora o art. 13 da revogada Instrução CVM nº 28/83 dispusesse que, na hipótese de inadimplemento, o agente fiduciário deveria, dentre outras medidas, declarar o vencimento antecipado, tanto a leitura da Nota Explicativa da Instrução CVM nº 28/83 quanto do art. 68, § 3º³¹ da Lei das S.A. dão a entender que o dever de o agente fiduciário adotar de pronto medidas necessárias e adequadas à realização dos créditos pessoais dos debenturistas é um conceito aberto, havendo certa margem de discricionariedade sobre qual ou quais serão as medidas mais adequadas para a situação concreta³².

32. Parece-me clara a opção do legislador por estabelecer que a antecipação do vencimento das debêntures seria uma faculdade a ser exercida no interesse da comunhão de debenturistas. Afinal, não soa razoável presumir que toda e qualquer situação de inadimplemento – o qual pode

³⁰ Vide notificação constante das fls. 04 e seguintes do Processo CVM nº RJ2014/4459, de 14 de abril de 2014, a respeito da conduta que se esperava que a Planner adotasse na Assembleia.

³¹ “§ 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;”(grifou-se)

³² Como apontou a Acusada em sua defesa, a “*prerrogativa legal dá margem para se identificar, no caso concreto, se e quando essa ‘faculdade’ deve ser exercida, enquanto a posição que a SRE infere da Instrução CVM 28/1983 é a de que nem mesmo uma maioria qualificada dos debenturistas (no caso, mais de 70%), ainda que prevista na escritura de emissão, poderia impedir que se verificasse um vencimento antecipado. Em uma palavra: aquela ‘faculdade’ se converteria em um dever, tornando algo propositadamente aberto em uma consequência bastante delimitada.*” (fls. 22 da defesa).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

se dar em diferentes níveis de gravidade e por distintos motivos – torna a antecipação do vencimento da dívida a melhor solução para determinada comunhão de debenturistas³³⁻³⁴.

33. Ademais, ainda que a regulamentação de outrora previsse suposto dever do agente fiduciário, em atenção ao princípio hierárquico de interpretação de normas, o disposto no art. 68, § 3º da Lei se sobreporia a qualquer regulamentação, ao expressamente dispor se tratar de uma faculdade legal.

34. Dessa forma, a princípio³⁵, entendo fazer parte do dever do agente fiduciário a realização de análise de conveniência e oportunidade a respeito das melhores medidas a serem adotadas, com base nas circunstâncias de cada caso. Se, por um lado, a declaração do vencimento antecipado da dívida é uma das medidas que, em regra, levam à satisfação do melhor interesse da comunhão dos debenturistas – elencadas na Lei das S.A. como uma das medidas possíveis de serem adotadas –, não vislumbro, por outro lado, ser de adoção mandatória³⁶.

35. Por esta razão, entendo que eventual responsabilização de um agente fiduciário pela não declaração do vencimento antecipado de determinada dívida requer a análise do processo de tomada de decisão, bem como dos efeitos produzidos por tal decisão aos debenturistas. Isto é, faz-se necessário verificar se houve de fato uma análise informada, refletida e desinteressada sobre o não cabimento da declaração ora analisada, se tal decisão foi adequadamente comunicada aos debenturistas, se a decisão resultou em prejuízos, etc.

36. Nessa linha, conforme citado pela defesa, a maioria do Colegiado entendeu, quando do julgamento do PAS CVM nº RJ2003/5137 em 29 de março de 2006, seguindo o voto do então Presidente Marcelo Trindade, 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”*. Trata-se de entendimento, a meu ver, ainda atual e aplicável ao caso concreto.

³³ Justamente por esse motivo, como apontou a Acusada, o legislador *“atribuiu ao agente fiduciário a ‘faculdade’ de declarar esse vencimento [antecipado], o que, naturalmente, esperava que fosse feito no interesse da comunhão dos debenturistas e, não, de uma forma automática”* (fls. 22 da defesa).

³⁴ A título de exemplo, imaginemos uma situação em que a companhia emissora incorreu em um inadimplemento pontual, imediatamente justificado aos debenturistas e plenamente curável em um período de tempo curto. Imaginemos ainda que os termos e condições de remuneração dessa emissão foram e ainda são consideradas boas frente às outras opções disponíveis no mercado de capitais. Nessa hipótese, seria razoável a continuidade da relação contratual nos termos previstos na escritura de emissão.

³⁵ E digo *“a princípio”* porque é possível que se tenha acordado expressamente na escritura de emissão o não cabimento de tal julgamento por parte do agente fiduciário em dadas hipóteses.

³⁶ Nesse sentido, a respeito do caso concreto, a 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo entendeu, em sessão realizada em 10 de dezembro de 2015, que *“a própria cláusula da escritura de emissão dispõe que o agente fiduciário poderá, e não deverá declarar o vencimento antecipado da dívida. Tal faculdade envolve um juízo de conveniência da execução imediata de todo o crédito, ou da adoção de outra solução que melhor atenda aos interesses dos debenturistas”* (fls. 10 do documento 05 da defesa, grifou-se).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

37. Afinal, todo este conjunto de deveres, obrigações, direitos e poderes parece convergir para um único objetivo³⁷: a garantia da prevalência do interesse da comunhão de debenturistas³⁸, respeitados os dispositivos aplicáveis. Portanto, a adequada análise da conduta da Planner no que toca à deliberação tomada na Assembleia requer a consideração de todo o contexto em que esteve inserida.

38. Conforme consta do primeiro e-mail enviado pela representante da Planner à CVM, datado de 16 de abril de 2014³⁹, a Companhia vinha apresentando dificuldades financeiras desde setembro de 2013, tendo que continuamente negociar com os debenturistas prorrogações de pagamentos e liberações de garantias para amortização da dívida. Até dezembro de 2013, essas negociações levaram à aprovação unânime em assembleia dos novos termos pactuados. Contudo, tendo em vista alterações na titularidade de debêntures, esse cenário se alterou e as deliberações deixaram de ser unânimes⁴⁰.

39. Nesse contexto, conforme consta do edital de convocação da Assembleia⁴¹, os debenturistas foram convocados *“para deliberar e apreciar acerca da seguinte matéria: 1) deliberar acerca de eventual não decretação do vencimento antecipado das debêntures, em razão da incidência do evento de inadimplemento disposto no Inciso (xvi) da Cláusula 4.11.1 da Escritura de Emissão”*.

40. Conforme indicam os termos da segunda pergunta submetida por meio da Consulta, tal deliberação considerava como pano de fundo o entendimento da Planner de que a Companhia estaria *“impedida de negociar a venda dos imóveis que representam a garantia real conforme deliberação da Assembleia Geral dos Debenturistas realizada em 01 de abril de 2014, haja vista*

³⁷ Recorrendo aos princípios de hermenêutica, nesse tocante vale lembrar a lição de Carlos Maximiliano, segundo a qual *“se prefere a exegese de que resulte eficiente a providência legal ou válido o ato, a que torne aquela sem efeito, inócua, ou este, juridicamente nulo”*. Vide MAXIMILIANO, Carlos. *Hermenêutica e Aplicação do Direito*. 20ª Ed. Forense, 2011, p. 136.

³⁸ Nesse tocante, notemos que a Instrução CVM 583/16, que revogou a Instrução CVM nº 28/83, deixou de prever a decretação de vencimento antecipado como um “dever” do agente fiduciário – pondo fim ao aparente conflito de normas existente –, bem como deixou de exigir a necessidade de a unanimidade dos debenturistas ter que autorizar a não utilização de tal medida por parte do debenturista. Conforme constava do trecho da Nota Explicativa 28/83 a seguir transcrito (p. 05), naquela época prevalecia o entendimento de que a decisão sobre a não execução imediata do crédito constante nas debêntures detidas pelos debenturistas e “cuidadas” pelo agente fiduciário seria individual, de cada debenturista, razão pela qual somente poderia ser afastada por sua unanimidade: *“Contudo, poderá o agente fiduciário eximir-se da responsabilidade pela não adoção das medidas previstas nos incisos I a IV do mencionado art. 13 da Instrução se, convocada a assembléia dos debenturistas, esta assim o autorizar por deliberação tomada pela unanimidade dos titulares das debêntures em circulação (Parágrafo único do art. 13). Explica-se a exigência do consentimento unânime dos titulares das debêntures em circulação, arredando-se o princípio majoritário adotado pela Lei nº 6.404/76 para as decisões assembleares, em face da própria natureza do objeto da deliberação a ser tomada. Na verdade, o crédito de cada debenturista tem caráter pessoal e autônomo; por conseguinte, a decisão de não executá-lo, quando devido, somente poderá ser tomada pelo próprio credor. Assim, a fim de que cada debenturista possa decidir acerca da conveniência da tomada de medidas que digam respeito diretamente à realização de seus créditos pessoais, é que a Instrução impôs que tais decisões somente podem ser tomadas pela unanimidade dos titulares das debêntures em circulação.”* A meu ver, tal posicionamento não foi adotado com base em interpretação sistemática da Lei das S.A., havendo a regulamentação da época criado a possibilidade de resguardo de interesses particulares de determinado(s) debenturista(s), em supressão ao interesse da comunhão – aqui entendida como a sua maioria. No entanto, trata-se de discussão superada com a edição da Instrução CVM nº 583/16.

³⁹ Vide documento 02, anexo pela Planner à sua defesa.

⁴⁰ A título de ilustração, em face da dificuldade da Companhia de pagar as parcelas de amortização referentes aos meses de março e abril de 2014, foi convocada assembleia geral de debenturistas, realizada em 01 de abril de 2014, com o objetivo de deliberar a prorrogação das datas de pagamento referentes a tais meses. Entretanto, debenturista titular de 26,04% das Debêntures manifestou-se de forma contrária a tal prorrogação, razão pela qual não houve quórum para aprovação.

⁴¹ Vide fls. 82 do Processo RJ2014/4459.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

o ‘Evento de Inadimplemento’ do inciso ‘xvi’ da cláusula 4.11.1, até que os debenturistas autorizem a não declaração do vencimento antecipado por conta da referida inadimplência”.

41. Na Assembleia, a deliberação dos 73,96% dos debenturistas pela não decretação do vencimento antecipado teve como fundamento o fato de que *“o risco de inadimplemento mencionado est[aria] mitigado em decorrência das avançadas negociações vinculantes em curso mantidas pela Emissora para alienação dos imóveis e aplicação dos recursos para amortização extraordinária das debêntures”,* razão pela qual *“a Emissora não encontra[va]-se inadimplente com as obrigações constantes da Escritura de Emissão”*⁴² (grifou-se).

42. Diante dos fatos acima narrados, me parece que a Acusada cumpriu com seu dever de fiscalização ao verificar a ocorrência dos eventos de inadimplemento previstos na Cláusula 4.11.1, ‘xvi’ e ao ter tentado negociar com a Companhia a diminuição dos riscos envolvidos; agiu proativamente ao informar os debenturistas a respeito, bem como sobre sua pretensão de levar a questão à Assembleia e seu entendimento inicial de que apenas não declararia o vencimento antecipado das Debêntures se a unanimidade dos debenturistas assim autorizasse; e buscou se informar junto à CVM sobre a conduta que deveria adotar, diante da existência de divergência interpretativa sobre as regras aplicáveis ao caso concreto.

III. CONCLUSÃO

43. Por todo o exposto, não há como concluir pela irregularidade da conduta da Acusada, uma vez que, da análise dos fatos trazidos pela Acusação, não é possível identificar atuação em desacordo com os deveres estabelecidos em lei, na regulamentação ou mesmo nos termos da Escritura.

44. Assim, voto pela absolvição de Planner Trustee DTVM Ltda., na qualidade de agente fiduciário da 1ª Emissão de debêntures da Agroz Agrícola Zurita S.A., da acusação de infração ao art. 13, I, da Instrução CVM nº 28/83 por não ter declarado o vencimento antecipado das Debêntures.

É como voto.

Rio de Janeiro, 23 de outubro de 2018.

Marcelo Barbosa
Presidente

⁴² Vide fls. 85 do Processo RJ2014/4459.